

Развивающиеся рынки: риски долгового кризиса

15 июня 2020г

- Антикризисная поддержка в развивающихся странах меньше, чем в развитых: 2,8% ВВП в ЕМ против 8,6% ВВП в развитых странах
- За длительный период низких ставок ЕМ накопили долги, однако пока долговые риски касались, в основном, отдельных стран
- COVID-кризис вызвал беспрецедентный отток капитала с ЕМ. Валюты ослабли, доходности и спреды по гособлигациям ЕМ выросли
- Кризис показал, что МВФ не способен на быстрые, масштабные меры – до сих пор используется 13% доступных средств, выдано лишь \$27 млрд
- Принцип *pari passu* при реструктуризации валютного госдолга может превращать некритичный дефолт в экономический кризис

Развивающиеся и развитые страны в COVID-кризис

Может ли COVID вызвать финансовый кризис ЕМ?

Вызванный пандемией коронавируса кризис может обострить и усилить накопленные за длительный период низких процентных ставок глобальные финансовые риски. В частности, это касается уязвимости развивающихся рынков. Может ли пандемия коронавируса спровоцировать масштабный финансовый кризис, связанный с развивающимися странами?

МВФ: ВВП развивающихся стран в 2020г снизится на 1,1% (в 2009г – рост)

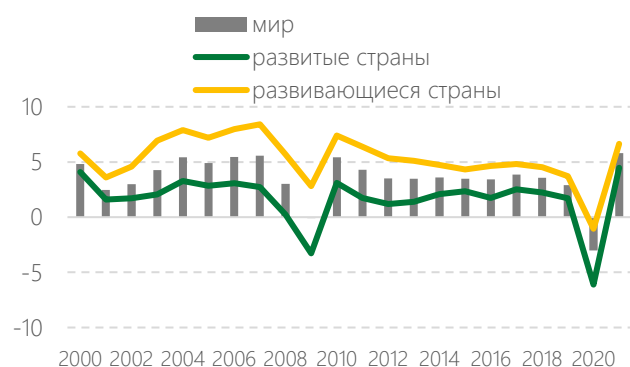
Согласно апрельскому [прогнозу](#) МВФ, мировая рецессия в 2020г составит около 3% (в финансовый кризис 2009г мировой ВВП снизился только на 0,1%). ВВП развитых стран сократится в текущем году на 6,1%, развивающихся – на 1,1% (см. график). Для сравнения, в 2009г ВВП развивающихся экономик вырос на 2,8%.

Отметим, что МВФ [может](#) пересмотреть в сторону понижения апрельский прогноз глобального ВВП. Переоценка вероятна, поскольку статистика за первые месяцы 2020г по многим странам «хуже» первоначальных ожиданий. Публикация нового прогноза запланирована на июнь.

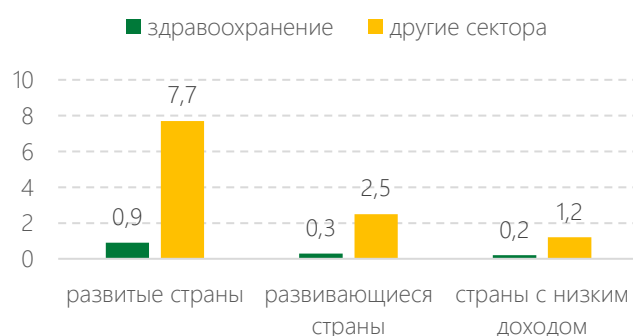
МВФ: антикризисные меры в ЕМ меньше, чем в развитых странах

Антикризисные меры, предпринимаемые в развивающихся странах (относительно ВВП), заметно меньше, нежели в развитых странах (см. график). Развитые страны выделили на помощь сектору здравоохранения 0,9% ВВП, а также 7,7% ВВП на поддержку других секторов. В развивающихся

МВФ: рецессия в 2020г, в отличие от кризиса 2009г, затронет и развивающиеся страны
(темпы роста ВВП, %)



Меры антикризисной поддержки в ЕМ меньше, чем в развитых странах (% ВВП)



Объем фин.помощи в мире уже, вероятно, превысил \$9 трлн и может уточняться

странах соответствующие пакеты мер – 0,3% ВВП и 2,5% ВВП (взвешенные по ВВП по ППС). Данные по отдельным странам также отражают разницу в масштабах поддержки экономик (см. график).

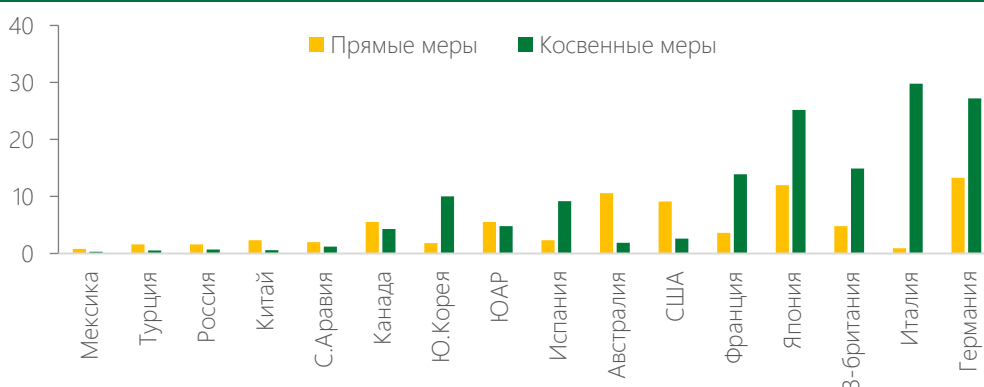
Общая сумма глобальной финансовой помощи, вероятно, уже превысила оценку МВФ в начале мая в \$9 трлн. Правительство Японии 27 мая объявило о новом пакете поддержки экономики стоимостью \$1,1 трлн (21,1% ВВП). С учетом ранее принятых мер общая сумма помощи составит около \$2,2 трлн (42,3% ВВП). Германия также анонсировала 3 июня дополнительную поддержку в \$148 млрд (3,8% ВВП), суммарный пакет выделенной Германией помощи достиг 40,5% ВВП. Мы не исключаем новых переоценок МВФ масштабов глобальной финансовой помощи. Вероятно, на фоне относительно умеренных масштабов помощи, направляемой ЕМ на борьбу с кризисом, существенного роста долговой нагрузки в этих странах пока не произошло.

До COVID-19 долговые риски касались отдельных развивающихся стран

Вопрос возможного долгового кризиса ЕМ возникал и до пандемии COVID-19

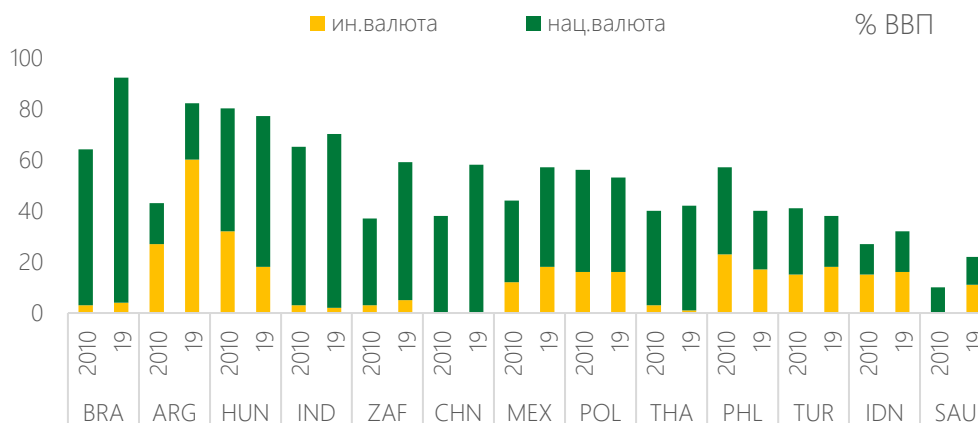
Долги развивающихся стран и связанные с ними риски накапливались в течение длительного периода низких процентных ставок. Вопросы возможного финансового кризиса возникали неоднократно (до пандемии коронавируса). Тем не менее пока долговые проблемы оставались частными случаями конкретных стран (например, Аргентины, Турции) и не затрагивали всю группу ЕМ.

Меры антикризисной поддержки экономик
(% ВВП, без учета отсрочек по налогам)



Источник: IMF

Многие развивающиеся страны увеличили государственные заимствования в национальной валюте (% ВВП)



Источник: IMF

Совокупный долг медианной ЕМ-страны достиг 100% ВВП

По данным МВФ (Global Financial Stability Report), объем совокупного долга медианной экономики из группы развивающихся стран в 2018г достиг 100% ВВП против 75% до глобального финансового кризиса. В то же время для Китая этот показатель существенно выше: более 250% ВВП в 2018г против 140% ВВП в 2007г.

Многие ЕМ за 10 лет увеличили заимствования в нац. валютах

Отметим, что многие развивающиеся страны увеличили суверенные заимствования в национальной валюте (см. график). Это снижает связанную с долговой нагрузкой уязвимость в периоды высокой волатильности обменных курсов и ужесточения глобальных финансовых условий. В отличие от многих развивающихся стран, государственные заимствования Аргентины в иностранной валюте не только не снизились, а достигли порядка 60% ВВП в 2019г против чуть менее 30% ВВП в 2010г. По этому критерию Аргентина «подошла» к началу пандемии с достаточно высокими долговыми рисками.

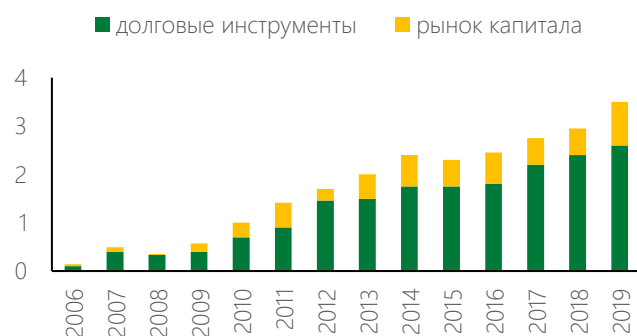
Растет интерес нерезидентов к долгу ЕМ в нац. валютах

Интерес иностранных инвесторов к долговым инструментам ЕМ в национальных валютах растет. Доля участия нерезидентов в объеме долга, выпущенного в национальных валютах развивающихся стран, по данным МВФ, выросла с 10% в 2000г до почти 25% к началу 2020г.

Накопленные инвестиции в активы ЕМ к началу 2020г достигли \$3,5 трлн

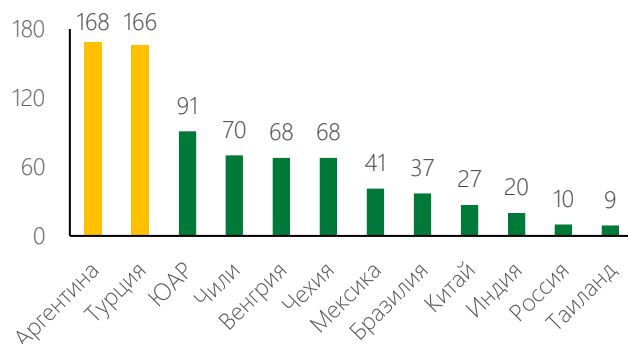
Основная доля портфельных инвестиций нерезидентов приходится на долговой сегмент рынка. В то же время участие иностранных инвесторов на рынке капитала развивающихся стран также увеличивается (см. график). Накопленный с 2005г приток портфельных инвестиций в активы ЕМ к началу 2020г достиг около \$3,5 трлн.

Объем накопленных с 2005г портфельных инвестиций в активы ЕМ (\$ трлн)



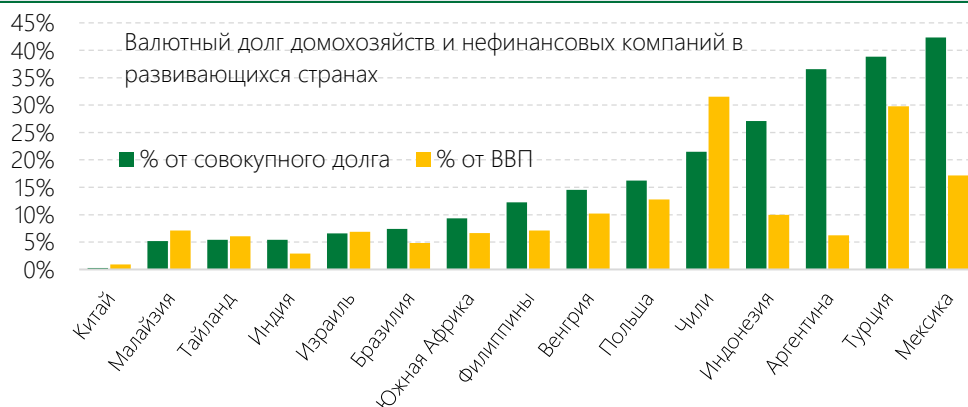
Источник: IMF

Сумма краткосрочного внешнего долга и ожидаемого в 2020г дефицита СТО (% от валютных резервов)



Источник: JP Morgan

Валютный частный долг некоторых развивающихся стран достаточно значим



Источник: Project Syndicate

Некоторые ЕМ особенно уязвимы при sudden stop

Уязвимость некоторых развивающихся стран при sudden stop – относительно высокая (в частности, Аргентины и Турции). По данным JP Morgan, по состоянию на начало апреля сумма краткосрочного внешнего долга и ожидаемого в 2020г дефицита по текущему счету в этих странах превышала 160% объема их валютных резервов (см. график). В то же время многие развивающиеся страны менее уязвимы по данному критерию.

Отметим также, что в некоторых развивающихся странах (Индонезия, Аргентина, Турция, Мексика) валютный долг домохозяйств и нефинансовых компаний составляет достаточно значимую долю (более 35%) от совокупного долга (см. график).

COVID-кризис: беспрецедентный отток капитала и волатильность

COVID-19 привел к беспрецедентному оттоку капитала...

По [данным](#) МВФ, связанный с коронавирусом кризис привел к беспрецедентному в сравнении с другими кризисами оттоку капитала с развивающихся рынков (см. график). С начала пандемии отток капитала составил более \$100 млрд. В терминах % ВВП это почти в 2 раза превышает отток во время глобального финансового кризиса. Напомним, что объем накопленного с 2005г притока портфельных инвестиций в активы развивающихся стран к началу 2020г составил около \$3,5 трлн. Отметим также, что уже по состоянию на 22 мая МВФ сообщил о сжатии масштабов оттока капитала.

... включая масштаб дневного оттока

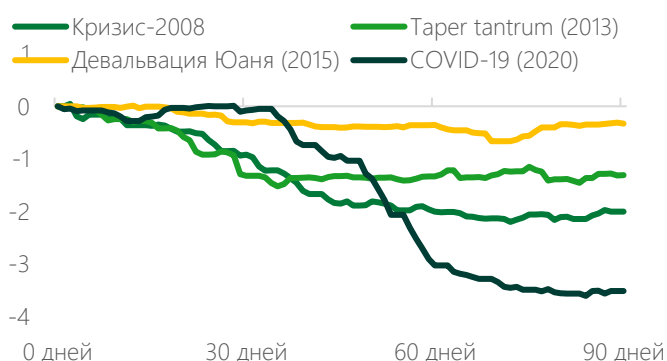
Волатильность потоков портфельных инвестиций нерезидентов на развивающиеся рынки (исходя из скользящей средней за 28 дней, дневные данные) стала максимальной в сравнении с предыдущими кризисами (см. график). Масштаб дневного оттока капитала на пике связанных с пандемией распродаж достигал порядка \$4 млрд.

Отток капитала сопровождался ослаблением валют и ростом спредов

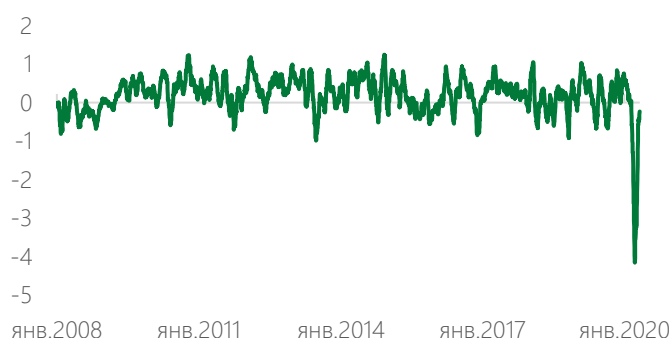
Отток капитала сопровождался ослаблением валют развивающихся рынков, ростом доходностей и спредов по гособлигациям. В марте и апреле доходности 10Y USD-гособлигаций развивающихся стран заметно выросли относительно начала февраля. Спреды их доходностей к доходности соответствующих бумаг США также расширились (см. график). В то же время в начале июня как доходности, так и спреды суверенных еврооблигаций ЕМ снизились относительно середины апреля. Тем не менее пока спреды остаются выше своих значений на начало февраля.

Валюты многих развивающихся стран уже «отыграли» часть своего ослабления, однако многие из них остаются заметно слабее, чем в начале

**МВФ: накопленный отток капитала (% от
международной инвестиционной позиции)**



**Масштаб дневного оттока капитала в COVID-
кризис достигал «на пике» \$4 млрд (скользящая
средняя за 28 дней)**



**Аргентина объявила
новый тех.дефолт,
Ливан – первый в
истории дефолт**

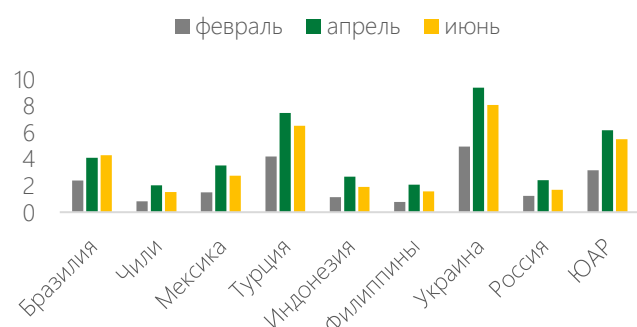
2020г (см. график). Особенно это касается валют стран, экономики которых связаны с производством и экспортом ресурсов. Российский рубль по состоянию на 10 июня составил 68,7 руб./\$ против 61,9 руб./\$ на 1 января. Валюты Бразилии, Мексики, ЮАР ослабли в большей степени, чем рубль.

На фоне COVID-кризиса уже реализовались долговые риски, связанные с отдельными развивающимися странами. В мае Аргентина столкнулась с техническим дефолтом – девятым в истории. Страна не выплатила проценты по трем выпускам гособлигаций на \$500 млн. Власти Аргентины ведут переговоры с кредиторами о реструктуризации долга на сумму более \$65 млрд. Сроки переговоров переносились несколько раз, крайний обозначен на 19 июня. Первоначальный план реструктуризации предусматривал отсутствие платежей по долгу в течение трех лет, сокращение процентных платежей на 62% (на сумму \$38 млрд) и 5,4% основного долга. План был отклонен кредиторами, и в настоящее время правительство разрабатывает новые предложения. Общий объем госдолга Аргентины составляет \$341 млрд или 95% ВВП. Правительство Ливана впервые объявило дефолт – в марте 2020г. Страна не погасила задолженность по еврооблигациям на сумму \$1,2 млрд.

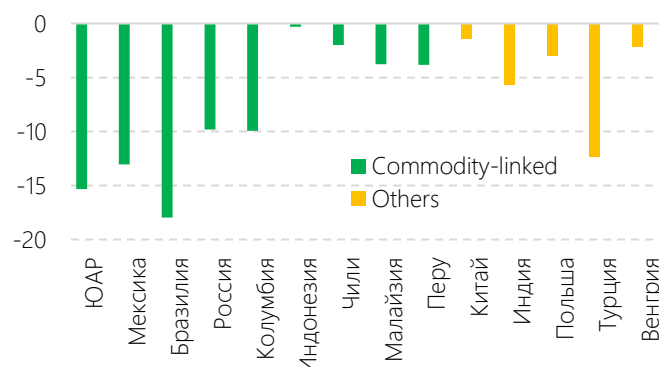
Отток капитала сопровождается достаточно резким ужесточением международных условий кредитования, что осложняет способность заемщиков в ЕМ обслуживать долг (в первую очередь, краткосрочный). Рост стоимости капитала приводит к сжатию инвестиционного спроса со стороны компаний в развивающихся странах. Ослабление валют стимулирует рост экспорта и сокращает импорт, однако рост чистого экспорта оказывает относительно слабую поддержку экономической активности и ВВП, поскольку одновременно с этим сжимаются инвестиционный и потребительский спрос. Заемщики в ЕМ замещают потребности в валютном финансировании за счет внутренних источников. При отсутствии ослабления денежно-кредитной политики в течение нескольких месяцев после начала шока, связанного с *sudden stop* (например, чтобы избежать дальнейшего ослабления валюты), [падение](#) ВВП может быть значительно глубже, чем при смягчении политики.

Снижение спроса на импорт со стороны развивающихся стран транслируется в сжатие экспорта развитых экономик. Кроме этого, на фоне роста доходностей облигаций ЕМ и падения их цен активы банков-держателей этих бумаг (в том числе, в развитых странах) сжимаются. Таким образом, вызванные оттоком капитала проблемы в ЕМ через торговый и финансовый каналы распространяются и на развитые страны. Снижение связанных с группой ЕМ финансовых рисков, на наш взгляд, определяется возможностью быстро и эффективно реструктурировать кредиты.

Спреды по 10Y USD-гособлигациям в большинстве ЕМ в июне сжались, но остаются выше, чем в феврале (пп к бумагам США)



Ослабление валют (% с начала года)



Официальные кредиторы

МВФ сейчас может выдать триллион долларов кредитов

...но использует лишь 13% своих средств

Разумно предположить, что в самый жесткий за 100 лет кризис международные организации – главным образом МВФ и Мировой банк – должны полностью использовать свои резервы на поддержку пострадавших стран. Одна из задач МВФ – финансовая поддержка стран, временно потерявших доступ к международным рынкам. «Арсенал» МВФ – квоты и дополнительные соглашения о кредитовании (NAB) – составляет сейчас около \$900 млрд. Другими словами, ресурс МВФ значительно превышает потенциальные потребности стран на разрывы ликвидности, возникшей в результате оттока \$100 млрд с начала пандемии.

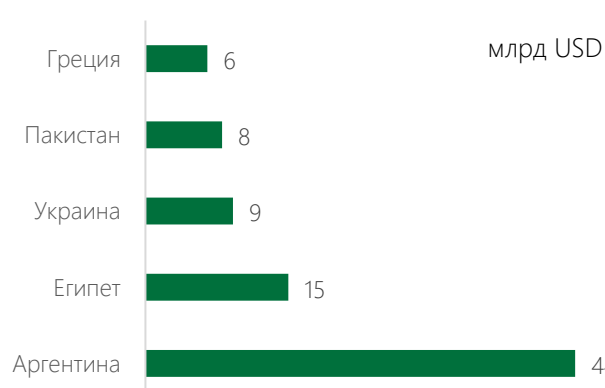
Однако, кредитование МВФ с марта увеличилось всего на \$27 млрд, а беднейшим странам списали всего \$244 млн. Фонд использует сейчас всего 13% доступных ему средств, хотя стран, которым поддержка МВФ с большой вероятностью сейчас помогла бы, немало – Турция, Судан, Аргентина, Индия, Украина. Но обращение за кредитом, превышающим квоту страны (для России, к примеру, сейчас составляет \$18 млрд), требует начала полноценной кризисной программы с МВФ, на которую большинство стран не готовы. Текущие же инструменты быстрого реагирования предлагают небольшой объем финансирования сроком не более года.

Срочно внедрить новые программы финансирования МВФ призывают с начала кризиса, но сейчас в его арсенале все еще нет программы, способной эффективно помогать большинству развивающихся стран. Реакцию МВФ на кризис можно интерпретировать несколькими способами. Первый – возможно фонд не способен справляться с крупными кризисами по политическим или административным причинам. В таком случае, доступный ему размер финансирования необходимо существенно сократить. Второй – правила кредитования фонда требуют существенного смягчения или расширения. Третий – несмотря на рекордное падение мировой экономики, ни финансовых, ни экономических кризисов в большинстве стран не случится, поэтому в отсутствии спроса на кредиты МВФ нет никакой проблемы или аномалии. Мы склоняемся ко второму объяснению: главная международная антикризисная система не работает и нуждается в существенном пересмотре. Пока надеяться на эффективное предотвращение кризисов с помощью МВФ, по-видимому, рассчитывать не стоит.

В самый жесткий кризис за 100 лет МВФ использует лишь 13% доступных ему средств



Крупнейшие заемщики МВФ сейчас



Реструктуризация валютного госдолга

Международных правил реструктуризации валютного госдолга до сих пор не существует

С каждым годом переговорная сила смещается в сторону кредиторов

Самым важным этапом в судебных разбирательствах стало использование принципа *pari passu*

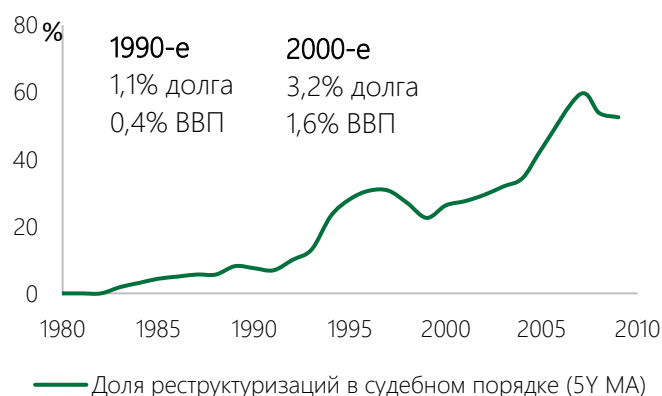
Несмотря на проблемы с получением кредита у официальных кредиторов (МВФ, Мирового банка, Парижского клуба) переговоры с частными кредиторами с каждым годом становятся все сложнее. Главная причина этого – международной системы разрешения суверенных дефолтов не существует. А дефолт по частному долгу приводит к большему снижению суверенного рейтинга по сравнению с дефолтом перед официальными кредиторами (скорее всего, потому что дефолт перед частными инвесторами привлекает больше внимания). Сейчас уже 2/3 суверенных дефолтов рассматриваются в судах, хотя в 1980-е судебных тяжб по ним практически не было.

Пока действовал Акт США о суверенном иммунитете 1976-1985 годы можно считать «золотой порой» привлечения валютного долга развивающимися странами (или, наоборот, проблемой *original sin*). Активы стран были неприкосновенны, поэтому реструктуризации проходили относительно быстро: банки, основные кредиторы, не были заинтересованы в длительных тяжбах, а страны понимали, что невыгодные условия реструктуризации приведут к увеличению стоимости будущих заимствований.

Однако в 1990-е появились специализировавшиеся на суверенных дефолтах хедж-фонды, которые использовали стратегию holdout – т.е. требования выплаты кредитов по изначальным условиям с угрозой конфискации активов. А в 2000г в процессе Elliot против Чили первый раз был использован принцип pari passu, который сделал селективный дефолт почти невозможным. Указанный принцип запрещает дискриминацию между кредиторами. Таким образом, если часть кредиторов не соглашается на предложенные условия реструктуризации, то страна не имеет права начинать выплаты согласившимся на реструктуризацию кредиторам, не расплатившись также и с остальными. Такая тактика фондов-стервятников блокирует возможность быстрой реструктуризации и усложняет ее, т.к. снижает стимулы для реструктуризации у остальных кредиторов. Средний срок судебной тяжбы при этом составляет 7 лет, в течение которых страна оказывается фактически отрезанной от международного долгового рынка.

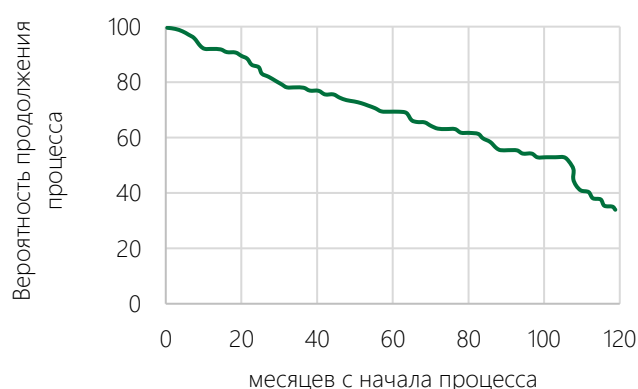
К примеру, в 2011г около 10% греческого госдолга было выпущено в соответствии с иностранным правом. Почти никакие из них не попали под *collective action clause* (о САС см. ниже), поэтому Греция до сих пор расплачивается по этим €6,4 млрд (~2% ВВП 2012г).

Почти 2/3 реструктуризаций суверенного валютного долга проходят в судебном порядке



Источник: ЕЦБ

Судебная тяжба с участием хедж-фонда может растянуться на десятилетие



Источник: ЕЦБ

...который отдает приоритет процентным платежам, даже когда в стране экономический кризис

В 2015г во время реструктуризации украинского госдолга группа иностранных кредиторов, которой принадлежало около 40% валютного долга, пригрозила Украине участием Аргентины, поэтому первой пришлось согласиться на очень щедрые условия реструктуризации. Тело долга было сокращено на 20%, но процентные платежи повышены, а не понижены, как обычно бывает, до 7,75%. В итоге чистая приведенная стоимость долга не изменилась.

...или гуманитарная катастрофа

Наконец, самый яркий, пожалуй, пример последствий жесткости кредиторов – Венесуэла с 2016г по текущий момент. Страна в глубоком экономическом кризисе и нехваткой продовольствия и медикаментов продолжала полностью платить по внешнему долгу до декабря 2017г. Дефолт грозил остановкой нефтяной промышленности страны и изъятием иностранных НПЗ, принадлежащих венесуэльских нефтяным компаниям.

После кризиса 2008г с подобной практикой стараются бороться включением в кредит Collective action clause (CAC) – правилом, согласно которому если большая (обычно 70%) кредиторов соглашается с условиями реструктуризации, остальные также должны их принять. Однако, во-первых, многие страны до сих пор предпочитают выпускать долг без этой ковенанты, т.к. она увеличивает стоимость заимствований. Во-вторых, кредиторы обходят это ограничение, покупая долю валютного долга, исключаящую возможность «принуждения к реструктуризации» (к примеру, Украина в 2015г).

Pari passu может превратить даже небольшой дефолт в полноценный экономический кризис, отрезав страну от внешнего финансирования

Резюмируя, в результате перехода к принципу pari passu потенциальный дефолт даже по небольшому госдолгу в иностранной валюте (особенно, если он был выпущен CAC) может привести к полноценному экономическому и финансовому кризису. С каждым годом желающих занимать в иностранной валюте государств становится все меньше. Исправить это может только появление международных норм права, регулирующих дефолты по суверенному долгу. Но пока [призывы](#) к МВФ такой режим обеспечить к [значимым результатам](#) не приводят.

Обзор подготовили:

Олег Замулин

Zamulin.O.A@sberbank.ru

Николай Фролов

NikVFrolov@sberbank.ru

Юлия Матвеевская

YYMatveyevskaya@sberbank.ru

Мария Прислонова

Prislonova.M.K@sberbank.ru

Несипли Кулаева

Kulaeva.N.M@sberbank.ru

Анна Землянова

Zemlyanova.A.A@sberbank.ru

По всем возникающим вопросам можно обратиться по телефону ЦМИ 8(495)665-56-00 или по электронной почте ответственным за разделы обзора.

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации. Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д.

Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе. Банк вправе в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе. Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски. Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение/оферта или как рекомендация/консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.