

МИХАИЛ НИКОЛАЕВ

Директор, группа суверенных
и региональных рейтингов

+7 (495) 139 04 80, доб. 179

mikhail.nikolaev@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА

Руководитель службы внешних
коммуникаций

+7 (495) 139 04 80, доб. 169

svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

МАКРОЭКОНОМИКА | МИР

ЭФИОПИЯ: ПУТЬ К ДЕФОЛТУ

Резервы и бюджетная дисциплина как необходимые факторы устойчивости экономики

Подробнее
в аналитическом
комментарии АКРА
«Дефолт Шри-Ланки:
предпосылки
и последствия»
от 19 июля 2022 года.

Федеративная Демократическая Республика Эфиопия (далее — Эфиопия, страна) в декабре 2023 года не выплатила купон в размере 33 млн долл. США по своему единственному выпуску еврооблигаций объемом 1 млрд долл. США. С момента окончания пандемии COVID-19 Эфиопия вслед за Шри-Ланкой, Замбией и Ганой стала четвертой развивающейся экономикой, объявившей дефолт¹. Кроме того, Эфиопия — наименее кредитоспособная страна БРИКС+.

К причинам дефолта Эфиопии можно отнести накопленный эффект от ряда факторов, включая гражданскую войну (продолжается с 2018 года), длительную засуху и невозможность гуманитарных поставок из-за войны. В связи с этим, по оценкам ООН, около 20 млн человек, или пятая часть населения страны, испытывают нехватку продуктов питания. Мировой рост цен на продовольствие и энергоносители усугубил положение дел, а обострение геополитической ситуации в мире привело к кратному сокращению ввоза пшеницы. В результате внешняя позиция Эфиопии значительно ослабла (см. табл. 1), у нее не осталось валютных ресурсов для исполнения обязательств.

Таблица 1. Отдельные долговые показатели Эфиопии на конец 2022 года

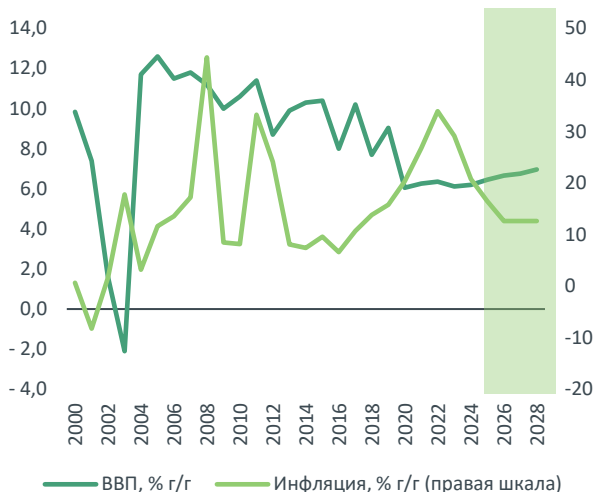
госдолг	госдолг	ПРОЦЕНТНЫЕ ПЛАТЕЖИ ПО ГОСДОЛГУ	СОВОКУПНЫЙ ВНЕШНИЙ ДОЛГ	РЕЗЕРВЫ	ОБСЛУЖИВАНИЕ ВНЕШНЕГО ДОЛГА
% ВВП	% доходов бюджета	% доходов бюджета	% ВВП	% ВВП	% экспорта
46,6	543,6	8,2	22,8	0,1	18

Источник: МВФ, Всемирный банк

ООН относит Эфиопию к наименее развитым странам (LDCs, least developed countries). В 2022 году по ВВП на душу населения в долларах США она заняла 170-е место из 196 стран мира. По данным МВФ за 2022 год, экономика Эфиопии оценивается как относительно крупная (четвертая по объему ВВП среди стран Африки южнее Сахары — 120 млрд долл. США — после ЮАР, Нигерии и Анголы, а также 62-я в мире), при этом страна является одной из самых густонаселенных (вторая по численности населения в регионе — 105 млн человек — после Нигерии и 13-я в мире). До начала гражданской войны международные инвесторы считали Эфиопию успешной страной, которая активно привлекала инвестиции и демонстрировала ежегодный рост более чем на 10%. Тем не мене, по прогнозам МВФ, у страны есть экономический потенциал, а в ближайшие годы можно ожидать достаточно высокие темпы роста ее экономики (см. рис. 1).

¹ Рейтинговые агентства понизили кредитные рейтинги Эфиопии. В декабре 2023 года Fitch понизил рейтинг страны в иностранной валюте до RD (выборочный дефолт), в национальной валюте рейтинг остался на уровне CCC-, рейтинг выпуска еврооблигаций установлен на уровне D. В том же месяце S&P понизил рейтинг страны в иностранной валюте до SD (выборочный дефолт), в национальной валюте рейтинг остался на уровне CCC, рейтинг выпуска еврооблигаций — D. В сентябре 2023 года агентство Moody's понизило рейтинг Эфиопии с Caa2 до Caa3.

Рисунок 1. Рост ВВП и инфляция



Источник: МВФ

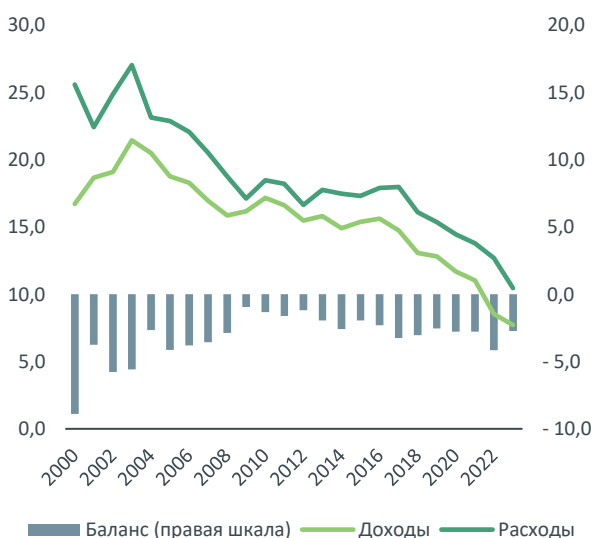
Рисунок 2. Курс национальной валюты Эфиопии коррелирует с ценами на пшеницу



Источник: МВФ

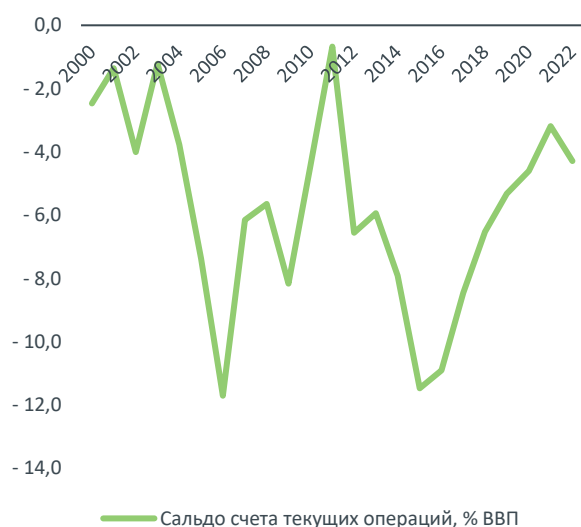
Санкции, введенные США в отношении Эфиопии из-за гражданской войны, коснулись не только отдельных лиц, но и лишили страну льготного доступа на рынок США в рамках Africa Growth and Opportunity Act, действующего с 2000 года и направленного на стимулирование роста экономики путем снижения внешнеторговых барьеров. Основными импортируемыми товарами для Эфиопии являются пшеница и нефтепродукты. Цены на них в последние годы ощутимо росли, что во многом определяло динамику национальной валюты — эфиопского быра (см. рис. 2). Засуха, продолжавшаяся шесть лет, привела к повышенному спросу на пшеницу, а усиление геополитической напряженности в мире вызвало рост цен на энергоносители и продовольствие (в том числе на пшеницу) и снижение физических объемов импорта пшеницы почти вдвое. Основные статьи экспорта для Эфиопии — это кофе, золото и цветы. Высокие цены на золото лишь отчасти оказали поддержку внешней позиции страны, в результате чего сформировался значительный дефицит счета текущих операций (СТО), как показано на рис. 4. С учетом совокупности перечисленных факторов страна была вынуждена тратить резервы, а не накапливать.

Рисунок 3. Баланс бюджета, % ВВП



Источник: МВФ

Рисунок 4. Баланс СТО, % ВВП



Источник: МВФ

Подробнее
в аналитическом
комментарии АКРА
«Новая
(не) стабильность?»
от 13 июня 2023 года.

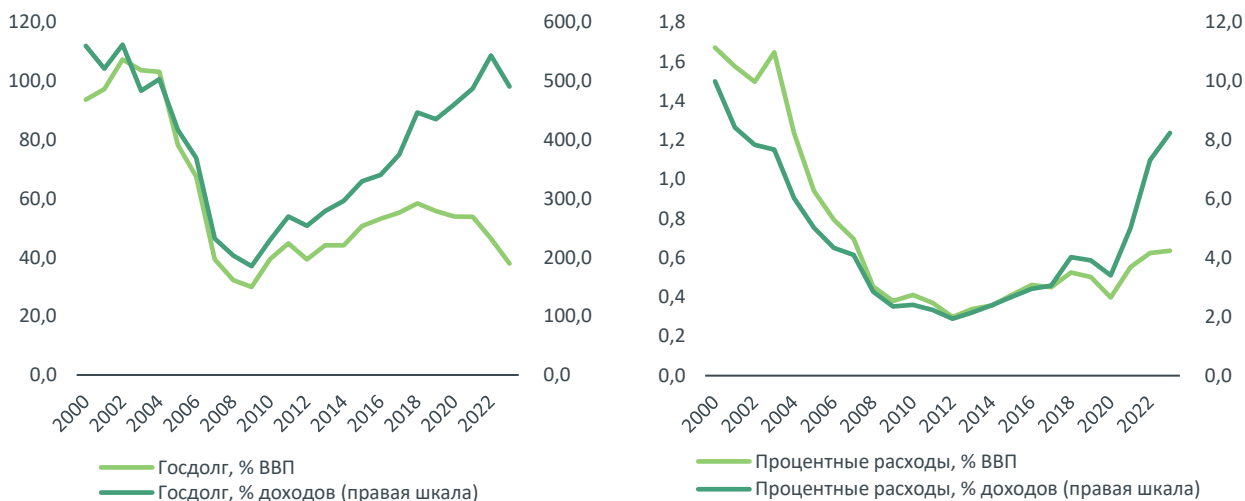
Наряду с дефицитом текущего счета в Эфиопии сформировался отрицательный баланс бюджета (см. рис. 3), то есть страна жила с двойным дефицитом. Слабость фискальной политики стала дополнительным фактором дефолта. В странах, где внутренний рынок недостаточно развит, возрастает роль государства в распределении ресурсов. Устойчивость бюджета во многом зависит от способности государства эффективно собирать налоги и определять приоритетные направления расходования средств. Пример Эфиопии показывает слабость государства в проведении фискальной политики. С 2022 года доходы бюджета постоянно снижались до уровня менее 10% ВВП, что в том числе было связано с распространением практики ухода от налогов, а также с введением налоговых льгот. При этом сокращались и бюджетные расходы, но они все равно были стабильно выше доходов. В результате госдолг почти в пять раз превышал доходы страны (см. рис. 5), хотя и оставался на относительно безопасном уровне по отношению к ВВП (менее 60%). По состоянию на конец 2020 года в структуре госдолга Эфиопии преобладали нерыночные заимствования: 51,6% — это кредиты от международных финансовых организаций (в их числе МВФ, Всемирный банк, Африканский банк развития), 28,6% — двухсторонние кредиты (Китай, Франция, США), 16,3% — кредиты коммерческих банков и 3,5% — еврооблигации. Такая структура госдолга объясняла относительно небольшие платежи по его обслуживанию (0,6% ВВП и 7,3% к доходам за 2022 год), поскольку кредиты от международных финансовых организаций и двухсторонние кредиты от стран выдаются, как правило, на льготных условиях. Структура процентных платежей по госдолгу в 2021 году была следующей: 14% приходилось на международные финансовые организации, 35% — на Китай, 4% — на еврооблигации.

В 2021 году, в разгар пандемии COVID-19, Эфиопия, предвидя сложности, сопряженные с обслуживанием госдолга, присоединилась к разработанной МВФ и Всемирным банком Инициативе приостановки выплат по долгу наименее развитыми странами (**Debt Service Suspension Initiative, DSSI**), а также к Общему механизму для реструктуризации долга (**Common Framework for Debt Treatments beyond the DSSI**) с целью урегулирования своих долговых проблем с кредиторами. Кроме того, страна была заинтересована в привлечении 2 млрд долл. США от МВФ в качестве исключительной помощи. Помимо механизмов реструктуризации суверенного долга, разработанных развитыми странами, в конце 2023 года Эфиопия поддержала создание нового объединения стран-должников (**Common Leveraging Union of Borrowers, CLUB**), призванного привлекать льготные кредиты и потенциально согласовывать условия реструктуризации существующей задолженности.

В ноябре 2023 года председатель Национального банка Эфиопии объявил о достижении договоренностей с двухсторонними кредиторами, включая Китай, о приостановке процентных выплат на сумму 1,5 млрд долл. США. По данным СМИ, задолженность страны перед Китаем составляет около 14 млрд долл. США.

В настоящее время Эфиопия ведет переговоры с МВФ о предоставлении ей помощи в размере 3,5 млрд долл. США, в связи с чем сотрудники МВФ посетили страну для определения условий предоставления запрошенной помощи. С одной стороны, достижение соглашения поможет Эфиопии договариваться с другими кредиторами об отсрочке выплат, поскольку совместная с МВФ программа была одним из условий получения отсрочек. С другой стороны, условия МВФ могут оказаться излишне жесткими и усилить инфляционное давление в краткосрочной перспективе из-за возможного требования по снижению стоимости национальной валюты Эфиопии. В качестве примера можно привести Тунис, который в октябре 2022 года согласовал получение помощи от МВФ в размере 1,9 млрд долл. США, однако в прошлом году президент Туниса отменил эту сделку из-за того, что ее условия могли бы «усилить неравенство и социальное напряжение».

Рисунок 5. Падение доходов ведет к ухудшению долговых показателей

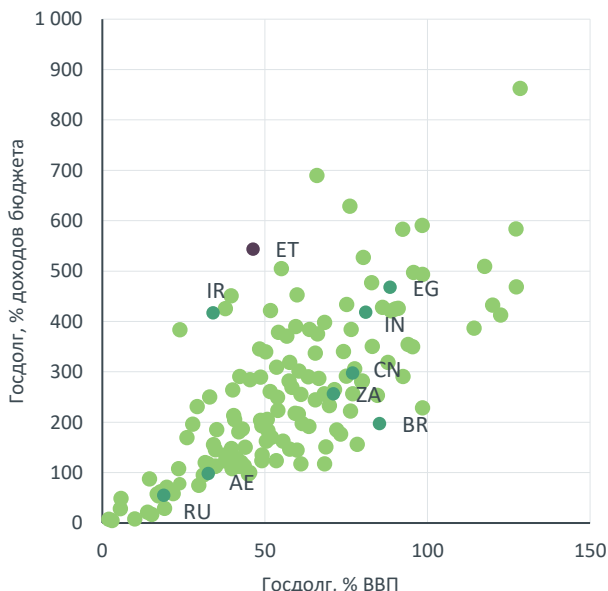


Источник: МВФ

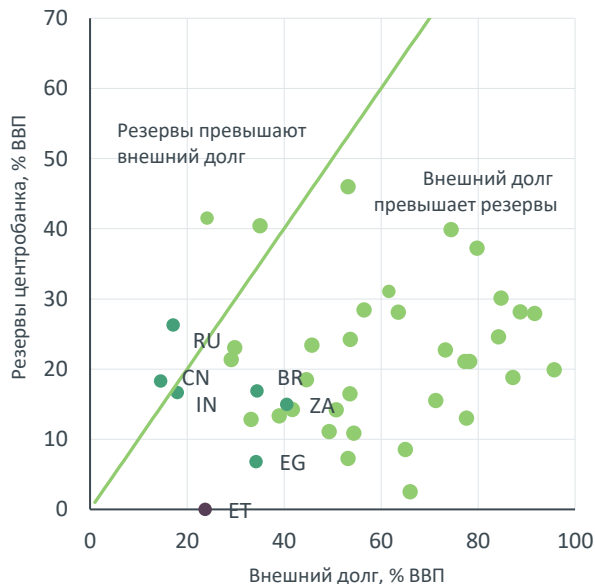
Источник: МВФ

Эфиопия и Египет являются наиболее экономически нестабильными странами БРИКС+ (см. рис. 6), характеризующимися повышенным государственным долгом относительно доходов бюджета и ограниченным объемом международных резервов относительно внешнего долга. В марте этого года Египет смог увеличить размер получаемой от МВФ помощи с 3 до 8 млрд долл. США, при этом валюта страны обесценилась почти на треть. В этой связи, по мнению АКРА, возникает вопрос о целесообразности осуществления мониторинга экономической устойчивости стран и развития таких механизмов поддержки внутри БРИКС+, как, например, Пул условных обязательств (Contingent Reserve Arrangement, CRA).

Рисунок 6. Эфиопия — наименее кредитоспособная страна в БРИКС+



Источник: МВФ



Источник: МВФ

Пример Эфиопии свидетельствует о том, что традиционных коэффициентов — госдолг к ВВП (46,6%) и внешний долг к ВВП (22,8%) — может быть недостаточно для оценки кредитоспособности страны. Необходим анализ дополнительных показателей, таких как отношение госдолга к доходам (543,6%) и соотношение резервов и внешнего долга (около 0% ВВП). Таким образом, рассматривая пример Эфиопии, можно заключить, что для развивающейся экономики:

- одним из ключевых факторов сохранения внешней устойчивости является снижение рисков, связанных с поддержанием критически важного импорта;
- достаточная налоговая база и жесткая бюджетная дисциплина выступают необходимыми условиями поддержания долговой устойчивости;
- при условии недостаточно развитого внутреннего рынка важен доступ к внешнему рынку, однако необходимо осуществлять мониторинг объемов и видов внешней задолженности.

(С) 2024

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Большой Гнездниковский пер., д. 1, стр. 2

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ предоставленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.