

THE IMPACT OF COVID-19 ON THE SUSTAINABLE DEBT MARKET

Vanya Dencheva Tsonkova

Finance and Accounting Department, Faculty of Economics,
St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Turnovo, Bulgaria, v.tsonkova@ts.uni-vt.bg

Abstract: Over the last decade, the financial markets, and in particular the debt markets have recorded significant transformations. In addition to the increase of their scales, there is a gradual transformation of standard financial instruments into instruments designed to provide financing for projects related to sustainable development, on the one hand, and to respond to the growing interest in socially responsible investing, on the other. The field of sustainable finance has been gaining popularity with the subject of research the transfer of capital to projects with clearly defined environmental and social benefits, as well as the compliance of financial instruments and investment policy of companies with ESG-standards. Key instruments of the sustainable debt market are different labeled bonds, such as green bonds, social bonds, sustainable development bonds, etc., or so-called GSS bonds (green, social, sustainable).

Recognized as a pandemic by the World Health Organization, COVID-19 has caused shocks in all aspects of social and economic life. It has a strong impact on all segments of the financial markets, including debt market.

In particular, the issues of green bonds in the first half of 2020 marked a sharp decline of about twice compared to the same period of the previous 2019.

The situation is different for social and sustainable bonds issued to solve the serious social problems caused by the global pandemic, where a positive trend is observed.

At the same time, after the weakening of the first wave of the health crisis, there is a recovery of the green debt market through new issues of old issuers, as well as the entry of new participants. Among them are the issues planned by a number of countries, led by Germany with a volume of up to 12 billion euros. Sovereign green bonds are one of the most preferred for investment public. The popularity of bonds with social and sustainable characteristics is expected to increase due to the uncertainties related to the pandemic development, as well as due to its long-term effects.

The article considers the state of the sustainable bond market and the impact of the global pandemic on it, as well as the future trends in the market. The separate market segments are examined differentiated according to the use of proceeds.

Keywords: sustainable finance, global pandemic, debt market, green bonds, social bonds.

ВЪЗДЕЙСТВИЕ НА КОВИД—19 ВЪРХУ ДЪЛГОВИЯ ПАЗАР ЗА УСТОЙЧИВО РАЗВИТИЕ

Ваня Денчева Цонкова

Катедра „Финанси и счетоводство“, Стопански факултет,
Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий“, v.tsonkova@ts.uni-vt.bg

Резюме: През последното десетилетие финансовите и в частност дълговите пазари отбелязват сериозни трансформации. Освен увеличаването на техните мащаби изпъква трансформирането на стандартните финансови инструменти в инструменти, предназначени да осигурят финансиране на проекти, свързани с устойчивото развитие, от една страна, и да отговорят на нарастващия интерес към социално отговорното инвестиране, от друга. Популярност придобива сферата на устойчивите финанси с предмет на изследване трансфера на капитали към проекти с ясно дефинирани екологични и социални ползи, както и съответствието на финансовите инструменти и инвестиционната политика на компаниите с т.нар. ESG стандарти. Ключови инструменти на устойчивия дългов пазар са т.нар. тематични облигации, като зелените облигации, социалните облигации, облигациите, свързани с устойчивото развитие и пр., наричани за кратко GSS облигации (зелени, социални, устойчиви).

Признатата за пандемия от Световната здравна организация КОВИД-19 предизвиква сътресения във всички аспекти на социалния и икономическия живот. Силно е нейното отражение върху отделните сегменти на финансовите пазари, в това число дълговия.

По-конкретно емисиите на зелени облигации през първото полугодие на 2020 г. отбелязват рязък спад с около два пъти спрямо същия период на предходната 2019 г.

При социалните и устойчивите облигации, емитирани с цел решаване на сериозните социални проблеми, предизвикани от световната пандемия, се наблюдава точно обратната тенденция.

В същото време, след утихване на първата вълна от корона-кризата, се наблюдава възстановяване на зеления дългов пазар чрез нови емисии на стари емитенти, както и навлизането на нови участници. Сред тях са и емисиите, планирани от редица държави, начело с Германия с обем до 12 милиарда евро. Суверенните зелени облигации са сред най-търсените от инвестиционната общност. Както поради неизвестностите свързани с развитието на пандемията, така и поради дългосрочните ѝ ефекти, се очаква нарастване популярността на облигациите със социални и устойчиви характеристики.

Цел на статията е анализ на състоянието на пазара на облигации с устойчиви характеристики в условията на въздействието на глобалната пандемия, както и на тенденциите пред неговото развитие. Изследват се отделните сегменти на пазара, разграничени преди всичко според насоката на инвестиране на средствата.

Ключови думи: устойчиви финанси, глобална пандемия, дългов пазар, зелени облигации, социални облигации.

1. ВЪВЕДЕНИЕ

Инвестиционните нагласи и финансовите пазари през последните десетилетия са подложени на изменения, следвайки турбулентността на социално-икономическите процеси. Отражение на тази динамика са добиващите популярност стратегии, свързани с устойчивото инвестиране и корпоративната социална отговорност. Те се основават на концепцията за устойчиво развитие, която „включва не единствено устойчивост на околната среда, а икономическа и социална устойчивост“ (Стефанов, 2018, с. 301). Стратегиите имат различни наименования и са налице нюанси в техните цели и техники, но общото между тях е, че освен преследването на финансовия резултат, те интегрират етически съображения в инвестиционния процес и реализирането на позитивни ефекти за обществото и света като цяло. Популярните стратегии, свързани с устойчивото инвестиране, са: ESG стратегията, отнасяща се до екологичните, социалните и управленските практики, които могат да имат ефект върху представянето на инвестициите; социално-отговорното инвестиране (SRI), което отива една стъпка напред, чрез активно елиминиране или селектиране на инвестиции по определени етически стандарти; въздействащото или тематичното инвестиране (impact investing), при което позитивните ефекти върху околната среда и/или обществото са от първостепенно значение (Zhou, 2019).

Глобалното „заклучване“ (global lockdown) в отговор на пандемията Ковид-19 нанася безпрецедентен срив на икономическата и финансовата система. Успоредно с шоките на пазара на труда, затварянето на цели индустрии, чувствителните промени в потребителското потребление и спестяване, се наблюдава срив на световния финансов пазар – около 26 трилиона щатски долара са изтрети от общата му капитализация (McDaniels, 2020, р. 6). Актуалност придобива и въпросът за влиянието на корона кризата и последствията от нея върху устойчивите финанси, и в частност върху дълговия пазар за устойчиво развитие.

В настоящата статия се прави оценка на състоянието на пазара преди разрастването на пандемията, след което се търси въздействието на променените социално-икономически условия върху него и се очертават перспективите пред неговото развитие.

2. ОБЩ ПОГЛЕД ВЪРХУ ПАЗАРА НА УСТОЙЧИВИ ДЪЛГОВИ ИНСТРУМЕНТИ

Пазарите на тематични дългови инструменти възникват в отговор на промените в инвестиционните нагласи и като подкрепа на негативните социални и екологични ефекти от развитието на глобалната икономика, като до началото на 2020 г. претърпяват сериозен ръст. Началото е поставено през 2007 – 2008 г. чрез емисии на зелени облигации от наднационални финансови институции (Tsonkova, 2019, р. 166), но впоследствие се наблюдава обогатяване на спектъра от инвестиционни носители, както и разширяване на емитентската база. Влияние върху този процес оказват не само естествените процеси на финансовите пазари, тласкащи деловите среди към иновации, но и редица споразумения на високо равнище, в това число приетите в рамките на ООН седемнадесет цели на устойчивото развитие (SDGs). Опитът за стриктно систематизиране на „новите“ финансови инструменти е обречен на неуспех както поради преплитането на техните характеристики, така и поради излизането на дневен ред на нови социални, икономически и екологични приоритети. Непретендирайки за прецизност, считаме за най-съществени класификациите, подчинени на следните два критерия:

- ✓ Цел на финансиране – екологични проекти, социални, смесени, основани на целите за устойчиво развитие и пр.;
- ✓ Принадлежност на емитента – наднационални институции, държави (суверени), правителствени агенции, местни органи, финансови институции, нефинансови корпорации.

Въз основа на анализ на главните характеристики и цели на използване на набраните средства, на Фигура 1. е представено мнението на автора за видовете инструменти.

Фигура 1. Видове тематични облигации според целта на използване на средствата

тематични облигации		
зелени облигации (green bonds)	социални облигации (social bonds)	устойчиви облигации (sustainability bonds)

Устойчивите облигации са тези, при които не може да се открие точно сферата на финансиране – т.е. средствата се инвестират в проекти, имащи екологични и социални ефекти едновременно.

Облигациите, свързани с целите за устойчиво развитие (KPI-Linked, или още Sustainability-linked bonds), за които през юни 2020 г. са приети съответни принципи или доброволни насоки за емитиране (Sustainability-Linked Bond Principles, 2020), тепърва започват да се посочват като самостоятелен вид инструменти във финансовите публикации. По наше мнение обаче, 17-те цели за устойчиво развитие могат да се отнесат към една от трите главни категории – екологична, социална или смесена насоченост. Ето защо с известна условност е резонно да отнесем облигациите, свързани с целите за устойчиво развитие, към един от останалите три вида – зелени, социални или устойчиви.

Някои инвестиционни мениджъри предлагат да се добавят и т.нар. преходни облигации (transition bonds), които следва да се използват от емитенти, изпитващи невъзможност за издаване на зелени облигации към съответния момент, но имащи намерение да извършат това в бъдеще. Експертите наричат този преход „преход от кафяво към зелено (brown to green)“ (Takatsuki, Foll, 2019). Авторът счита, че тези инструменти могат да бъдат отнесени към останалите видове облигации, най-вече към зелените, предвид крайните намерения на компанията и дългосрочните ѝ цели. Някои преходни облигации, свързани с персонала на съответното предприятие или индустрия, е уместно да се включат към социалните, като те ще набират популярност при трансформиране на енергетиката и съпътстващото освобождаване и преквалификация на работната сила.

Освен наименованието „тематични“ облигации, в деловите среди и специализираните източници се използва наименованието „етикирани“ облигации (labelled bonds) за тези от тях, които отговарят на приетите стандарти и сертифициционни процедури. Друго срещано наименование в специализираните издания е под съкращението – GSS bonds (от green, social, governance). С определена условност към тематичните инструменти се включват и т.нар. зелени заеми, т.е. финансови инструменти, различни от ценни книжа, предназначени за финансиране на екологични и климатични проекти.

3. РАЗВИТИЕ НА ПАЗАРА ПРЕДИ ГЛОБАЛНАТА ПАНДЕМИЯ

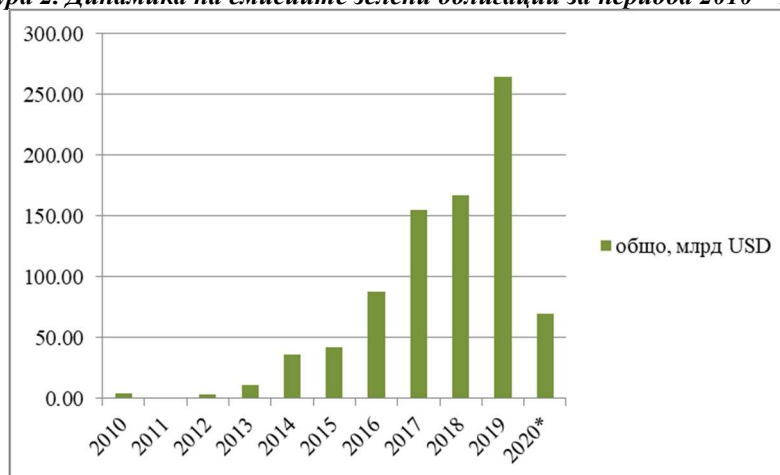
Имайки предвид смесените характеристики на част от инструментите, както и обстоятелството, че редица емисии не са преминали през сертификационни процедури, независимо от наличието на устойчиви характеристики, е трудно да се направят точни изводи за мащабите на пазара. Все пак, след възникването на пазара на устойчив дълг, финансови и браншови институции правят проучвания за неговото развитие. Въз основа на акумулираните данни се очертава ясно изразена възходяща тенденция на отделните сегменти на пазара (Фигура 2. и Фигура 3.).

Най-дългият динамичен ред с данни е наличен за зелените облигации, тъй като те са първите тематични инструменти, а впоследствие техният модел е приложен за останалите видове. Най-сериозен скок на набраните средства се наблюдава през 2016 г., като стимул за това е Парижкото споразумение за климата от края на 2015 г. и навлизането на мощни емитенти, в това число отделни държави (Tsonkova, 2019, p. 166-167). Осезаем ръст е налице и през 2019 г., провокиран от хармонизирането на техническите процедури в регионален аспект, включване на екологичните проблеми в дневния ред на правителствата и инерционно засилващия се интерес на индивидуалните и институционалните инвеститори.

Друг съществен момент е открояващата се положителна тенденция на целия пазар на устойчив дълг след 2016 г. Освен нарастване на зелените емисии, данните показват ръст на социалните, устойчивите и другите дългови инструменти. Тук като възлов момент може да се посочи и Срещата на върха в рамките на ООН през септември 2015 г., на която са приети новите 17 цели на устойчиво развитие.

Важно е да се подчертае, че е налице чувствителен ръст в абсолютно изражение при всички тематични облигации, но се запазва относително постоянният висок дял на зелените дългови книжа. Причините за това се изразяват в сравнително спокойното социално-икономическо развитие след възстановяването от финансовата криза от 2009 г. и наболелите проблеми, свързани с изменението на климата и замърсяването на околната среда.

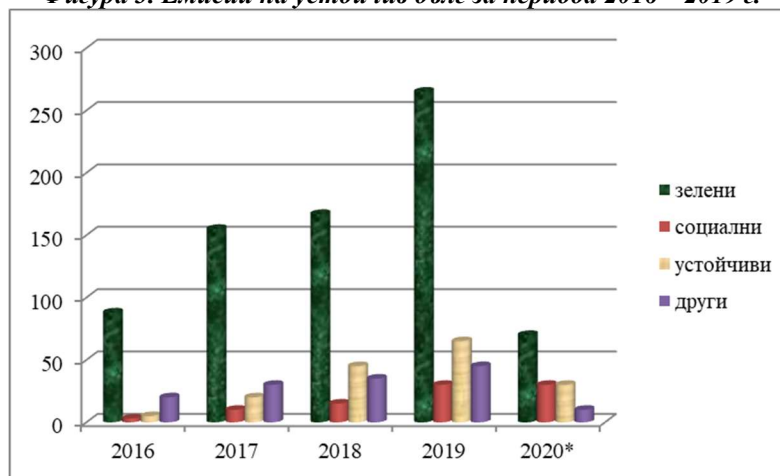
Фигура 2. Динамика на емисиите зелени облигации за периода 2010 – 2020 г.



Източник: Climate Bond Initiative

Забележка*: Данните за 2020 година се отнасят за първото полугодие.

Фигура 3. Емисии на устойчив дълг за периода 2016 – 2019 г.



Източник: S&P Financial Services LLC

Забележка*: Под „зелени“ и „социални“ се включват емитираните облигациите въз основа на съответните принципи; под „социални“ – емитираните въз основа на съответните Насоки за устойчиви облигации; „други“ – т.нар. заеми, свързани с устойчивото развитие, зелени заеми и други невключени в горните групи.

4. ЕФЕКТИ НА КОРОНА КРИЗАТА ВЪРХУ ПАЗАРА

В работен доклад на ООН за последствията от коронавируса Ковид-19 върху глобалните устойчиви финанси се посочва, че от десетилетия финансовата система не е претърпявала криза с подобни мащаби (McDaniels, 2020, р. 3). Множество проучвания посочват чувствителните последствия и върху пазара на устойчив дълг.

На първо място, по данни на специализираната онлайн агенция Environmental-finance.com общата емисия на зелени, социални и устойчиви „етикирани“ облигации (GSS) е около 130 млрд щатски долара за първото полугодие на 2020 г., което е 24 млрд долара под нивото за същия период на предходната година.

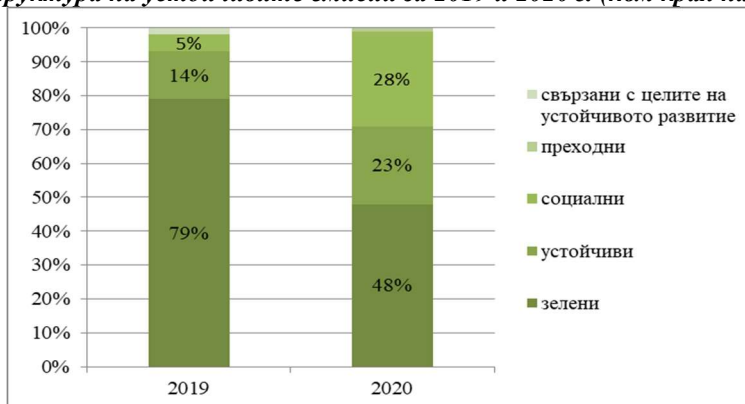
На следващо място, както е видно и от Фигура 2., емисиите на зелен дълг се съкращават рязко в началото на коронавирусната пандемия. Шокът на първичния пазар се илюстрира красноречиво и от данните на Инициативата за климатични облигации (CBI), които сочат че емисиите на зелен дълг през март намаляват с почти 90 % спрямо февруари капитализация (McDaniels, 2020, р. 7).

Трето, противоположна е тенденцията при емисиите на социални и устойчиви облигации, което е в отговор на:

- търсенето на начини за финансиране на натоварената здравна система;
- подпомагане на фирмите, сблъскващи се с ликвидни ограничения и изправени пред проблема за дългосрочната си жизнеспособност;
- търсенето на политически решения за справяне със социалните ефекти от кризата.

Данните на агенция Bloomberg и BNP Paribas показват настъпилите обрати на пазара на устойчив дълг (Фигура 4.). Тук следва да бъде направено уточнението, че те разглеждат по-детайлизирано отделните инструменти. За 2019 г. социалните облигации са само около 5 % от пазара на устойчив дълг, докато зелените облигации са с дял от близо 80 %. Провокираната от пандемията промяна към търсене на социални облигации се изразява в обеми от 33 милиарда щатски долара към края на април 2020 г., в сравнение с 6 милиарда щатски долара за същия период на предходната година. В относително измерение това означава, че зелените облигации имат вече дял от 48 %, а този на социалните нараства до 28 %.

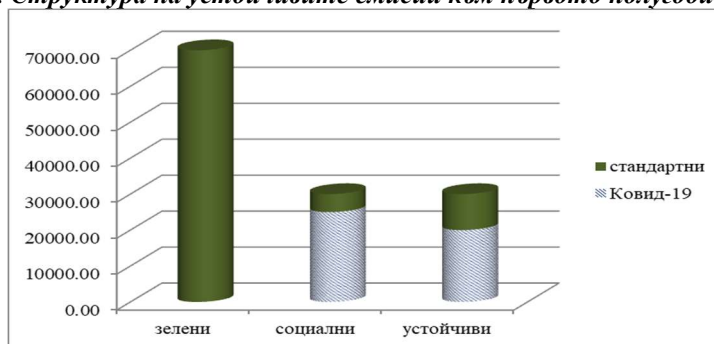
Фигура 4. Структура на устойчивите емисии за 2019 и 2020 г. (към края на април 2020 г.)



Източник: Bloomberg, BNP Paribas

Данните на Environmental-finance.com се отнасят само за „етикираните“ облигации за първото полугодие на 2020 г., но също потвърждават заключението за структурните промени и рязкото нарастване на емисиите, насочени пряко към финансиране на последствията от Ковид-19 (Фигура 5.).

Фигура 5. Структура на устойчивите емисии към първото полугодие на 2020 г.



Източник: Environmental-finance.com

Следователно от представените проучвания може да се направи изводът за чувствителното ребалансиране на пазара на устойчив дълг, изразяващо се в увеличаване на мястото и ролята на социалните облигации.

5. ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА И ВЪЗМОЖНОСТИ

Справянето с настоящите и бъдещите последствия от глобалната пандемия, както и преходът към нисковъглеродна икономика, изискват активна роля на отделните елементи в т.нар. устойчива финансова система – пазарни участници, политици, регулатори и международни институции. Необходимите средства за финансиране на зелени и социални проекти могат да бъдат осигурени чрез издаване на дългови инструменти както от наднационални организации, така и от публичния сектор, финансовите институции и нефинансовите корпорации.

Скорошни проучвания показват, че голяма част от инвеститорите притежават устойчиви инвестиции и/или имат желание да конвертират портфейла си в социално отговорен, което е ясно изразено при поколението на т.нар. Милениали (Millennials), т.е. родените в периода 1981 – 1996 г. (Fifth Annual Responsible Investing Survey, June 2020). Според Morningstar, 70 % от устойчивите фондове през първото тримесечие на годината регистрират по-висока възвръщаемост от своята широка група от конкуренти. Независимо от намаляването на емисиите, данните на Bloomberg/ Barclays показват по-добро представяне на US Green Bond Index в сравнение с US high-grade corporate index с 261 базисни точки (Mutua, 2020).

Предвид изразения интерес към т. нар. ESG инвестиции и повишената необходимост от средства в условията на глобална пандемия могат да се очертаят няколко насоки за развитие на пазара на устойчив дълг.

- ✓ В отговор на последствията от Ковид-19 ще се увеличи предлагането на социални и други подобни облигации, емитирани от наднационални финансови институции и агенции за развитие. Има голяма вероятност за втора вълна от такива облигации, фокусирани върху средносрочните негативни ефекти от корона кризата (BNP Paribas, 2020).
- ✓ Икономическите сътресения, причинени от коронавируса продължават да се увеличават, което води до дългосрочни вторични ефекти, особено силно засягащи развиващите се икономики, поради нарушаване на веригите на доставките, закриване на филиали и цели производства в тях. Това поставя на преден план проблемите за увеличаващата се бедност, за възможността за снабдяване с лекарства и за достъпа до здравни грижи в най-бедните държави. От рейтинговата агенция S&P също считат, че привлекателността на социални облигации ще се задържи дълго след уталожване на ефектите от пандемията (Cooper, 2020).
- ✓ Независимо от причинените негативни социални ефекти, пандемията не сменя от дневен ред, а поставя още по-осезаемо въпроса за чистата околна среда. В рамките на европейския континент и по-конкретно за Европейски съюз е актуална т.нар. Европейска зелена сделка (The European Green Deal) и финансирането на прехода към чиста, кръгова икономика, възстановяването на биоразнообразието и справяне със замърсяването на заобикалящата ни среда (European Commission, 2020).

Очакванията са както в рамките на Съюза, така и в останалия свят, да се увеличи издаването на държавни ценни книжа със зелени характеристики. По-конкретно, най-сигурният заемател в региона – Германия, анонсира зелена емисия на стойност 12 млрд евро до края на 2020 г. Други държави, както вече с опит на пазара, така и нови емитенти, също планират финансиране чрез зелен дълг. По данни на агенция Bloomberg, това са Италия, Полша, Австрия, Испания и Швеция от нашия континент, както и Кения, Нигерия и Бразилия от останалия свят. Има сигурни основания да се смята, че освен от отделни държави, предстоят емисии на еврооблигации от Европейския съюз като цяло. Идеята за обща емисия е лансирана за първи път през 2011 г. във връзка с Европейската дългова криза, но този път се обмисля нейното реализиране чрез „зелени“ и/или „корона“ етиктирани облигации. Аргументите за увеличеното предлагане на устойчиви дългови инструменти се съдържат в споразумението в рамките на Европейския съвет, според което средства в размер на 30 % от 750 млрд от Фонда за възстановяване от коронавируса (Next Generation Recovery Fund, NGEU) и 30 % от общия бюджет на ЕС от над 1 трилион евро за 2021 – 2027 г. (Multiannual Financial Framework), ще бъдат насочени към благоприятстващи климата проекти (European Council, July 2020).

По мнение на експерти, подобни надсуверенни емисии биха имали мултиплициращ ефект върху всички сегменти и ще привлекат към проектите и потребните частни капиталови инвестиции. Това би довело до възстановяване на новоемитираните обеми и активна вторична търговия с устойчив дълг в средносрочен аспект. В същото време суверенните и надсуверенните емисии биха били безрисков бенчмарк на зеления дългов пазар, който понастоящем не съществува. Допълнителен фактор за разрастване на пазара са и програмите на централните банки за покупка на активи, в това число Европейската централна банка, посредством таргетиране и на зелени инструменти (Lester, July 2020).

6. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Пандемията и климатичните промени заедно имат значими социално-икономически последици, породени от реални физически шокове, за разлика от предишните финансови кризи, които обикновено са в резултат от загуба на доверие и произтичат от самата финансова система. Справянето с негативните ефекти както от здравната, така и от екологичната криза, изисква глобална кооперация в рамките на публичния и частния сектор. Едно от възможните решения в условията на нарастващ интерес към социално-отговорно инвестиране, е емитирането на тематични облигации. Независимо от резкия спад на пазара на устойчив дълг след избухване на коронавирусната инфекция, се очаква неговото възстановяване и разрастване, както от гледна точка на емитентската база, така и чрез специфични характеристики на инструментите.

БИБЛИОГРАФИЯ

- Стефанов, Ц. (2018). *Туристическата индустрия в концепцията за устойчиво развитие // Устойчиво развитие на лозаро-винарския сектор – предизвикателства и възможности за растеж*. Варна: Наука и икономика. ISBN 978-954-21-0986-0.
- BNP Paribas. (May 2020). *Capital Markets And Covid-19: Have Social Bonds Come Of Age?* Retrieved from <https://cib.bnpparibas.com/sustain/capital-markets-and-covid-19-have-social-bonds-come-of-age-a-3-3503.html>.
- Cooper, G. (2020). *Sustainable debt market transformed by Covid-19 impact in H*. Retrieved from <https://www.environmental-finance.com/content/news/sustainable-debt-market-transformed-by-covid-19-impact-in-h1.html>.
- European Commission. (2020). *A European Green Deal. Striving to be the first climate-neutral continent*. Retrieved from https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en.
- European Council (2020). *Conclusions – 17, 18, 19, 20 and 21 July 2020*. Retrieved from <https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf>.
- Fifth Annual Responsible Investing Survey* (June 2020). Nuveen, LLC. Retrieved from <https://www.nuveen.com/en-us/thinking/responsible-investing/fifth-annual-responsible-investing-survey>.
- Lester, A (July 2020). *EU recovery fund deal could boost green bond market: S&P*. Retrieved from <https://www.environmental-finance.com/content/analysis/eu-recovery-fund-deal-could-boost-green-bond-market-s-and-p.html>.
- McDaniels, J. (April 2020). *Implications of the COVID-19 Pandemic for Global Sustainable Finance: An Initial Framework For Response Strategies*. United Nations Environment Programme. Retrieved from https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2020/05/Implications_of_the_COVID-19_Pandemic_for_Global_Sustainable_Finance.pdf.
- Mutua, D. (2020). *UBS Says Investors Should Prefer Green Bonds Over Regular Debt*. Bloomberg Green. Retrieved from <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-30/ubs-says-investors-should-prefer-green-bonds-over-regular-debt>.
- Sustainability-Linked Bond Principles. Voluntary Process Guidelines* (June 2020). ICMA. Retrieved from <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-PrinciplesJune-2020-100620.pdf>.
- Takatsuki, Yo. Foll, J. (2019) *Financing brown to green: Guidelines for Transition Bonds*. Retrieved from https://realassets.axa-im.com/content/-/asset_publisher/x7LvZDsY05WX/content/financing-brown-to-green-guidelines-for-transition-bonds/23818.
- Tsonkova, V. (2019). *The Sovereign Green Bonds Market in the European Union: Analysis and Good Practices // Scientific Papers in International Journal 'Knowledge'*. Institute of Knowledge Management. Skopje, Macedonia. Vol. 30.1, p. 165-172. ISSN 1857-93XX (for e-version). ISSN 2545-4439 (for printed version).
- Zhou, M. (August 1, 2019). *ESG, SRI, and Impact Investing: What's the Difference*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/financial-advisor/esg-sri-impact-investing-explaining-difference-clients/#citation-2>.