



**Конференция Организации  
Объединенных Наций  
по торговле и развитию**

Distr.: General  
16 September 2024  
Russian  
Original: English

**Совет по торговле и развитию**  
**Межправительственная группа экспертов**  
**по финансированию развития**  
Восьмая сессия  
Женева, 25–27 ноября 2024 года  
Пункт 3 предварительной повестки дня

**Решение проблемы стоимости финансирования развития  
для достижения Целей в области устойчивого развития**

**Записка секретариата ЮНКТАД**

*Резюме*

На фоне системных факторов, обуславливающих высокую стоимость финансирования развития, свою роль в обеспечении доступного финансирования развития для развивающихся стран могут сыграть банки развития (многосторонние, региональные и национальные), конкретные инструменты (в том числе в области продовольственной безопасности, энергетического перехода и перехода к цифровым технологиям) и система кредитных рейтингов. В настоящей записке рассматриваются эти области, а также предлагаются политические инициативы на международном, региональном и национальном уровнях.



## I. Введение

1. Основная тема и ориентировочные вопросы восьмой сессии Межправительственной группы экспертов по финансированию развития были одобрены Советом по торговле и развитию по молчаливой процедуре, завершившейся 30 апреля 2024 года. Были одобрены следующие ориентировочные вопросы:

a) Какие меры политики на национальном, региональном и международном уровнях могут способствовать решению проблемы высокой стоимости финансирования развития?

b) Существуют ли конкретные инструменты, позволяющие решить проблему высокой стоимости финансирования развития, в том числе в таких областях, как продовольственная безопасность, энергетический переход и переход к цифровым технологиям?

c) Какова роль международных финансовых учреждений, многосторонних банков развития и учреждений по финансированию развития в обеспечении доступного финансирования развития для развивающихся стран и как они могут способствовать этому?

d) Какие элементы влияют на суверенные кредитные рейтинги и их роль в сфере финансирования развития?

2. Данная тема соответствует областям деятельности А, В, С, Е и F главы II Аддис-Абебской программы действий третьей Международной конференции по финансированию развития, в которой изложены проблемы и приоритеты с точки зрения внутренних государственных ресурсов, частного бизнеса и финансирования на национальном и международном уровнях, международного сотрудничества в целях развития, задолженности и приемлемости ее уровня и решения системных вопросов<sup>1</sup>.

3. Анализ важнейших системных факторов, определяющих стоимость финансирования развития в развивающихся странах, представлен в главе II. В главе III рассматривается роль многосторонних банков развития, региональных банков развития и национальных банков развития в обеспечении доступного финансирования развития для содействия достижению Целей в области устойчивого развития. В главе IV приводятся инструменты, позволяющие решить проблему высокой стоимости финансирования развития, в том числе в таких областях, как продовольственная безопасность, энергетический переход и переход к цифровым технологиям. Определяющие факторы суверенных кредитных рейтингов и их роль в финансировании развития обсуждаются в главе V. В каждой главе предлагаются международные, региональные и национальные политические инициативы.

## II. Системные факторы, определяющие стоимость финансирования развития

### A. Отсутствие эмиссии международных валют

4. Ключевой особенностью современной международной валютной системы является роль доллара США как ведущей международной валюты, используемой для счетов-фактур в торговле, платежей и расчетов, финансовых операций и создания валютных резервов. Согласно индексу использования международных валют, в 2023 году доллар использовался примерно в 70 % международных сделок. Валюты других развитых стран, в первую очередь иена, фунт стерлингов и евро, также являются международными валютами, что выражается в их использовании в качестве валюты деноминации займов многосторонних банков развития наряду с долларом. Валюты развивающихся стран не выступают в качестве международных валют, за исключением юаня, который играет международную роль с октября 2016 года, когда

<sup>1</sup> A/RES/69/313.

он был добавлен в корзину валют специальных прав заимствования Международного валютного фонда (МВФ)<sup>2</sup>.

5. Тот факт, что валюты развивающихся стран не служат международными валютами, является одним из важнейших факторов риска и стоимости финансирования развития в силу следующих причин:

- a) повышенный риск волатильности обменного курса;
- b) более высокая премия за риск при заимствовании за рубежом, что приводит к увеличению издержек, связанных с международными ценными бумагами и займами;
- c) более высокая ключевая ставка для привлечения капитала в обычных условиях или сдерживания оттока капитала в периоды глобального ужесточения денежно-кредитной политики или финансовой неопределенности.

6. Как следствие, развивающиеся страны пытаются снизить уязвимость с помощью стратегии самострахования, заключающейся в накоплении международных резервов, а это может быть сопряжено с большими затратами<sup>3</sup>. Сокращению издержек, связанных с тем, что эти страны не являются эмитентами международных валют, могли бы способствовать следующие меры: создание мультивалютных межбанковских платформ цифровых валют центральных банков для снижения необходимости конвертации валют и хранения международных валют развивающимися странами<sup>4</sup>; укрепление других форм валютного сотрудничества по линии Юг — Юг, таких как региональные резервные свопы и механизмы объединения резервов, для преодоления дефицита ликвидности<sup>5</sup> и повышение роли специальных прав заимствования путем регулярного ежегодного распределения или использования альтернативных критериев распределения<sup>6</sup>.

## **В. Асимметрия глобальной финансовой интеграции**

7. Финансовая интеграция развивающихся стран, начавшаяся в 1990-х годах, дала неоднозначные результаты в плане доступа к недорогому финансированию развития, необходимому для достижения Целей в области устойчивого развития. Среди развивающихся стран существует три типа глобальной финансовой интеграции: страны с развивающимся рынком, которые в основном представляют собой развивающиеся страны верхнего сегмента среднего уровня дохода, интегрированные в глобальные рынки капитала с 1990-х годов, страны с пограничными рынками, которые в основном представляют собой страны с низким уровнем дохода или страны нижнего сегмента среднего уровня дохода, начавшие осваивать мировые рынки капитала после глобального финансового кризиса 2008/09 годов, и прочие развивающиеся страны, которые, за редким исключением, имеют более низкую степень зависимости от частных кредиторов и в основном полагаются на льготное финансирование и гранты.

8. Структура государственного и гарантированного государством долга каждой группы развивающихся стран в разбивке по кредиторам отражает различные уровни их финансовой интеграции. Прочие развивающиеся страны в основном имеют

<sup>2</sup> См. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/09/29/AM16-NA093016IMF-Adds-Chinese-Renminbi-to-Special-Drawing-Rights-Basket>.

<sup>3</sup> ЮНКТАД, 2019 год, «Доклад о торговле и развитии за 2019 год: финансирование “глобального зеленого нового курса”» (издание Организации Объединенных Наций, в продаже под № R.19.II.D.15, Женева).

<sup>4</sup> Mayer J, 2024, De-dollarization: The global payment infrastructure and wholesale central bank digital currencies, working paper No. 102, Forum for Macroeconomics and Macroeconomic Policies.

<sup>5</sup> UNCTAD, 2022a, *Trade and Development Report 2022: Development Prospects in a Fractured World – Global Disorder and Regional Responses* (United Nations publication, sales No. E.22.II.D.44, Geneva).

<sup>6</sup> См. URL: <https://www.piie.com/publications/working-papers/imf-should-enhance-role-sdrs-strengthen-international-monetary-system>.

задолженность перед многосторонними и двусторонними кредиторами, а на долю частных кредиторов в 2022 году приходилось 17 % их долга. С 2010 года доля частного сектора в структуре долга стран с пограничным рынком почти удвоилась и в 2022 году составила 32 % от общего объема. Страны с развивающимся рынком больше всех находятся на финансовых рынках, однако в 2022 году на долю частных кредиторов приходилось 67 % от общего объема государственного и гарантированного государством долга.

9. Страны с пограничным рынком, выпускающие суверенные облигации спекулятивного класса, сталкиваются с большей волатильностью по спредам и, соответственно, получают доступ к мировым рынкам капитала с более высокими издержками, чем страны с развивающимся рынком. Резкий рост выпуска облигаций начиная с 2010 года стал основой трехкратного увеличения темпов накопления внешнего государственного и гарантированного государством долга среди этой группы. В 2023 году облигации составили 56 % от общей суммы долга стран с пограничным рынком, 36 % от общей суммы долга стран с развивающимся рынком и 23,5 % от общей суммы долга прочих развивающихся стран.

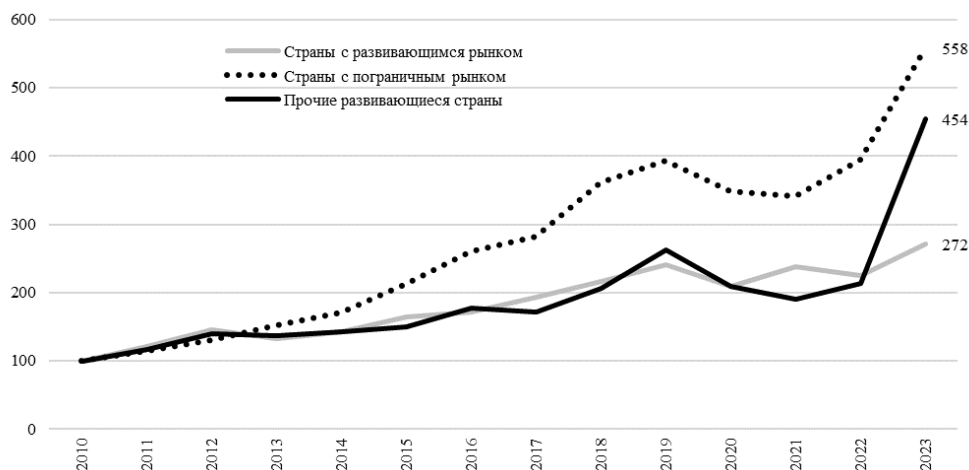
10. Как в странах с пограничным рынком, так и в прочих развивающихся странах в 2023 году произошло резкое увеличение процентных платежей по внешним займам: в первых на 42 %, а во вторых — на 112 %. Кроме того, в 2010–2023 годах процентные выплаты по внешним займам в странах с пограничным рынком росли в среднем на 15,5 % в год, т. е. в два раза быстрее, чем в других группах. Аналогичным образом за тот же период сумма погашения основного долга в странах с пограничным рынком росла быстрее, чем в странах с развивающимся рынком и прочих развивающихся странах (диаграмма 1).

Диаграмма 1

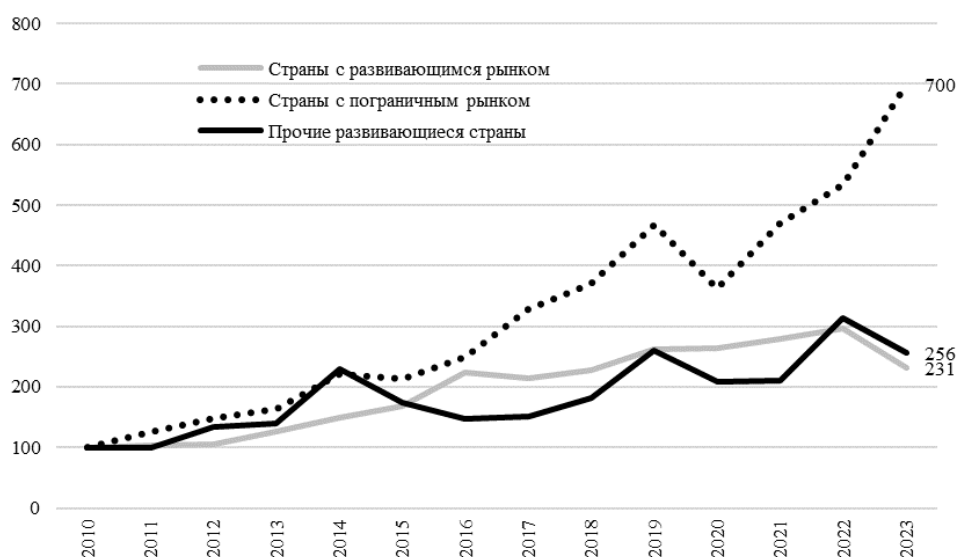
**Относительные тенденции динамики процентных платежей и выплат по основной сумме внешнего долга**

(индекс: 2010 год = 100)

а) **Процентные платежи**



## b) Выплаты по основной сумме долга



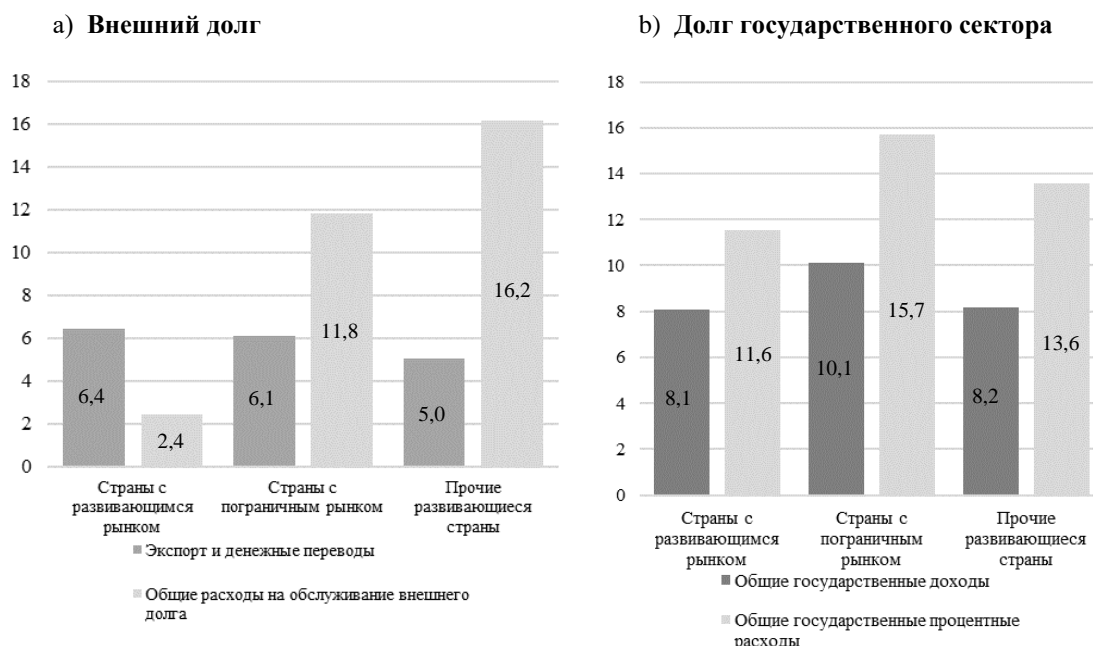
Источник: Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе данных Всемирного банка по статистике международного долга.

11. Стоимость финансирования развития является важнейшим фактором, определяющим приемлемость уровня внешнего долга и долга государственного сектора. Приемлемость определенного сегмента долга находится под угрозой, если темпы роста расходов на обслуживание долга превышают темпы роста доходов, получаемых для его обслуживания.

12. Что касается внешнего долга, то если расходы страны на обслуживание долга растут быстрее, чем объем экспорта и денежных переводов, то ситуация с приемлемостью долгового уровня будет ухудшаться. В 2017–2023 годах это произошло среди большинства стран с пограничным рынком и прочих развивающихся стран, но не среди стран с развивающимся рынком. Медианный показатель ежегодного роста расходов на обслуживание внешнего долга среди стран с развивающимся рынком в этот период был ниже (2,4 %), чем среди стран с пограничным рынком (11,8 %) и прочих развивающихся стран (16,3 %), а рост объема экспорта и денежных переводов был выше среди стран с развивающимся рынком (6,4 %), чем среди стран с пограничным рынком (6,1 %) и прочих развивающихся стран (5 %).

13. Если расходы на обслуживание государственного долга растут быстрее, чем налоговые и прочие поступления, то приемлемость уровня долга государственного сектора будет ухудшаться. Рост процентных расходов превысил доходы государственного сектора в большинстве стран каждой группы. В 2017–2023 годах среднегодовой рост доходов государственного сектора среди стран с развивающимся рынком составил 8,1 %, а процентные расходы выросли на 11,6 %; в странах с пограничным рынком эти показатели составили соответственно 10,1 и 15,7 %, а в прочих развивающихся странах — 8,2 и 13,6 % (диаграмма 2). Группы расходятся в отношении динамики по внешнему долгу, но сходятся по долгу государственного сектора. В результате интеграции стран с развивающимся рынком в мировые рынки капитала, мировую торговлю и глобальные цепочки создания добавленной стоимости в целом, но не повсеместно, улучшилась приемлемость внешнего долга, что было обусловлено гораздо более низким темпом роста расходов на обслуживание долга и несколько более высокими темпами роста экспорта и денежных переводов. В странах с пограничным рынком показатели были лучше, чем в прочих развивающихся странах, однако их расходы на обслуживание внешнего долга росли быстрее, чем в странах с развивающимся рынком, и почти в два раза быстрее, чем экспорт и денежные переводы стран с пограничным рынком.

Диаграмма 2  
Среднегодовые изменения составляющих долговой приемлемости, 2017–2023 годы  
(в процентах)



*Источник:* Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе данных государственной финансовой статистики МВФ, издания МВФ «Перспективы развития мировой экономики» и данных Всемирного банка по статистике международного долга.

14. В целом приемлемость внешнего долга и долга государственного сектора двух третей развивающихся стран в 2017–2023 годах ухудшилась, поскольку расходы на обслуживание внешнего долга росли быстрее, чем валютные поступления, а рост процентных расходов превышал рост государственных доходов. Это вызывает обеспокоенность по поводу приемлемости уровня внешнего и государственного долга развивающихся стран и того, как обслуживание долга отвлекает ресурсы от развития, особенно учитывая значительный дефицит финансирования для достижения целей Повестки дня в области устойчивого развития на период до 2030 года и Парижского соглашения в рамках Рамочной конвенции Организации Объединенных Наций об изменении климата.

15. В главах III–V рассматриваются политические инициативы, связанные с банками развития, финансовыми инструментами и системой кредитных рейтингов и направленные на снижение стоимости финансирования развития.

## С. Климатическая уязвимость и цикл «долг–климат»

16. Помимо асимметрии в международной валютной системе, на стоимость финансирования развития также влияет повышенная уязвимость развивающихся стран к изменению климата и цикл «долг–климат».

17. В последние годы климатический кризис усилился, и переход к низкоуглеродной и устойчивой к изменению климата экономике является неотложной задачей, однако существует значительный разрыв между имеющимся доступным климатическим финансированием и объемом средств, необходимых для поддержки этого перехода и покрытия связанных с изменением климата потерь и ущерба в развивающихся странах. По оценкам Организации экономического сотрудничества и развития, для достижения целей Парижского соглашения до 2030 года необходимо

6,9 трлн долларов в год, однако в 2019 и 2020 годах ежегодно выделялось только 653 млрд долларов<sup>7</sup>.

18. В некоторых развивающихся странах возникает порочный цикл, когда растущие потребности в инвестициях, связанных с климатом, приводят к возникновению дорогого в обслуживании долга, ухудшению приемлемости уровня долга и ограничению дальнейших инвестиций. Из 67 стран, имеющих право на льготное финансирование по линии Трастового фонда МВФ на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту, 28 стран находятся в зоне пересечения высокого уровня долга и высокого уровня климатической уязвимости (диаграмма 3). Кроме того, другие страны со средним уровнем дохода также имеют высокий уровень климатической уязвимости, что повышает ставки по займам. Страны, подверженные воздействию изменения климата, платят почти на 10 % больше совокупных процентных выплат по международным облигациям<sup>8</sup>.

Диаграмма 3

**Наложение долговой и климатической уязвимости в странах, имеющих право на поддержку по линии Трастового фонда на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту**

<b>Высокий уровень экологической уязвимости</b>	30 стран	28 стран
<b>Низкий уровень экологической уязвимости</b>	4 страны	5 стран
	<b>Низкий или умеренный риск возникновения долгового кризиса</b>	<b>Высокий риск возникновения долгового кризиса или текущий долговой кризис</b>

*Источник:* Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе данных анализа МВФ приемлемости уровня долга стран с низким уровнем дохода по состоянию на апрель 2024 года и странового индекса инициативы «Глобальная адаптация» Университета Нотр-Дам.

19. В развивающихся странах с высоким уровнем долга климатические потрясения препятствуют экономическому росту, подрывают туризм и снижают способность мобилизовать внутренние ресурсы для адаптации к изменению климата, ослабляя климатическую жизнестойкость. Такой ущерб также оказывает давление на государственные бюджеты из-за затрат на ремонт инфраструктуры и увеличения социальных расходов. После климатических потрясений стоимость внешних нельготных займов, как правило, возрастает из-за роста предполагаемого риска для кредиторов, а валютные поступления сокращаются, что еще больше усугубляет долговую уязвимость.

20. Многие развивающиеся страны сталкиваются с серьезными препятствиями на пути перехода к низкоуглеродной экономике, включая более сильную зависимость от экологически вредных видов деятельности и менее конкурентоспособные высокотехнологичные сектора, что приводит к необходимости более масштабных инвестиций в предотвращение изменения климата и диверсификацию экономики. В том случае, когда развивающиеся страны в значительной степени зависят от экспорта продукции секторов с высоким уровнем выбросов, цены и спрос на которую снижаются, это может поставить под угрозу способность получать иностранную валюту для приобретения «зеленых» технологий и средств производства, а также для

<sup>7</sup> См. URL: <https://www.climatepolicyinitiative.org/publication/global-landscape-of-climate-finance-a-decade-of-data/>.

<sup>8</sup> UNCTAD, 2022b, Tackling debt and climate challenges in tandem: A policy agenda, policy brief No. 104.

обслуживания растущего внешнего долга. Поэтому доступ к экономически доступному финансированию развития имеет решающее значение для этих стран в плане перехода к низкоуглеродной экономике.

21. Решение проблемы повышенной климатической уязвимости развивающихся стран и цикла «долг–климат» требует проведения климатического анализа при оценке приемлемости долга, увеличения объема доступного климатического финансирования со стороны банков развития и расширения использования подходящих и инновационных финансовых инструментов для инвестиций, связанных с климатом.

### **III. Роль банков развития в обеспечении доступного финансирования развития для развивающихся стран**

22. Международные финансовые учреждения — это межправительственные организации, созданные государствами для достижения общегосударственных целей, а их полномочия и мандаты основаны на международном соглашении, участниками которого являются все государства-члены<sup>9</sup>. Наиболее известными международными финансовыми учреждениями являются МВФ и Всемирный банк (бреттон-вудские учреждения).

23. Многосторонние банки развития и региональные банки развития — это международные финансовые учреждения, мандат которых заключается в финансировании проектов, ориентированных на развитие секторов, видов деятельности и регионов, которые при иных обстоятельствах не получили бы финансирования от частных кредиторов из-за высокого уровня риска, низкой доходности и/или неопределенности, связанной с необходимостью крупных инвестиций, сопряженных с высокими издержками и длительным ожиданием экономических результатов. Для выполнения этой задачи такие учреждения предоставляют кредиты с более выгодными ставками и сроками погашения, чем частные банки, стремящиеся к прибыли, и ставят долгосрочные социальные и экономические цели выше финансовой прибыли<sup>10</sup>. К многосторонним банкам развития относятся Всемирный банк, а также Африканский банк развития, Азиатский банк развития и Межамериканский банк развития, которые предоставляют займы конкретным развивающимся регионам. Акции Группы Всемирного банка контролируются ведущими развитыми странами, а в других банках на долю ведущих развитых стран приходится 30–50 % акций. Региональные банки развития представляют собой международные финансовые учреждения, в основном принадлежащие развивающимся странам определенного региона и предоставляющие им займы, такие как Банк развития Латинской Америки и Карибского бассейна, Восточноафриканский банк развития и Западноафриканский банк развития. Национальные банки развития являются финансовыми учреждениями в области развития с мандатом, аналогичным многосторонним и региональным банкам развития, но создаются для национальных целей правительством той или иной страны<sup>11</sup>. Многосторонние, региональные и национальные банки развития относятся к категории государственных банков развития<sup>12</sup>.

24. В рамках инициативы по стимулированию достижения Целей в области устойчивого развития Генеральный секретарь Организации Объединенных Наций призывает к резкому наращиванию инвестиций в развивающиеся страны для реагирования на кризисы и достижения Целей, включая финансирование мер по

<sup>9</sup> Bradlow DD, 2010, International law and the operations of the international financial institutions, in: Bradlow DD and Hunter DB, eds, International Financial Institutions and International Law, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, Kingdom of the Netherlands:1–30.

<sup>10</sup> UNCTAD, 2019.

<sup>11</sup> Ibid.

<sup>12</sup> Государственные банки развития включают 522 учреждения по финансированию развития. См. URL: <https://financeincommon.org/fics-2022-progress-report>.



борьбе с изменением климата<sup>13</sup>. С учетом мандата государственных банков развития они имеют уникальную возможность сыграть решающую роль в ускорении инвестиций в достижение Целей, которые не финансируются частными организациями, поскольку они могут нарастить объем долгосрочного льготного и нелюбительного финансирования развивающихся стран по ставкам, близким к тем, которые платят развитые страны. Прибыль от передовых технологических проектов может быть весьма нестабильной, а проекты, направленные на обеспечение продовольственной безопасности, могут приносить низкую прибыль. Кроме того, недостаток финансирования возникает из-за общественного характера некоторых инвестиционных проектов, ограниченных финансовых возможностей национальных и местных органов власти для реализации крупных проектов и нежелания частного сектора браться за долгосрочные крупномасштабные проекты, которые воспринимаются как слишком рискованные. Существенным препятствием для коммерческого финансирования государственных инвестиций является то, что оно, как правило, не используется, поскольку не приносит прямой материальной отдачи от инвестиций, но может обеспечить более высокий экономический рост в долгосрочной перспективе, за счет которого можно оплачивать расходы по обслуживанию долга<sup>14</sup>.

25. В рамках инициативы по стимулированию достижения Целей отмечается, что многосторонние банки развития могут увеличить объем кредитования со 100 млрд долл. в год до, по крайней мере, 500 млрд долл. в год к 2030 году за счет наращивания капитальной базы и более эффективного использования существующего капитала<sup>15</sup>. Уникальные возможности многосторонних банков развития, позволяющие им использовать свои высокие кредитные рейтинги для долгосрочных займов по низким ставкам на мировых рынках капитала, привлекать ресурсы, распределять и смягчать риски среди кредиторов и заемщиков и предлагать контрциклическое финансирование, делают их основными институтами в сфере международного сотрудничества в области развития и в решении новых глобальных проблем<sup>16</sup>. Они дополняют усилия, особенно беднейших и наиболее уязвимых стран, по мобилизации внутригосударственных ресурсов<sup>17</sup>.

26. Помимо льготных, нелюбительных и смешанных займов, государственные банки развития предоставляют другие финансовые продукты, такие как гарантии, гранты и конверсионные механизмы, позволяющие управлять рисками с целью обеспечения инвестиций в проекты, ориентированные на развитие. Значительный валютный риск, с которым сталкиваются развивающиеся страны при заимствовании за рубежом, делает инструмент конвертации местной валюты важнейшим механизмом снижения риска для долгосрочных инвестиций, в том числе в проекты, связанные с предотвращением изменения климата и адаптацией к нему (вставка 1)<sup>18</sup>. Государственные банки развития также играют контрциклическую роль в периоды внешних шоковых явлений<sup>19</sup>. Это может помочь странам достичь стабильности, поддерживая определенный уровень дохода, экономическую активность и способность к импорту после шоковых явлений. Например, многосторонние банки развития сыграли серьезную контрциклическую роль во время пандемии, значительно увеличив объем кредитования по сравнению с предыдущими годами, либо перенаправив кредиты на другие цели, либо выступив в качестве основных источников займов в отсутствие других источников финансирования, таких как национальные

<sup>13</sup> United Nations, 2023, United Nations Secretary-General's SDG [Sustainable Development Goals] stimulus to deliver Agenda 2030, URL: <https://www.un.org/en/sdg-stimulus>.

<sup>14</sup> ЮНКТАД, 2015 год, «Доклад о торговле и развитии, 2015 год: поставить международную финансовую архитектуру на службу развития» (издание Организации Объединенных Наций, в продаже под № R.15.II.D.4, Нью-Йорк и Женева).

<sup>15</sup> United Nations, 2023.

<sup>16</sup> См. URL: <https://www.adb.org/news/viewpoint-note-mdbs-working-system-impact-and-scale>.  
<sup>17</sup> A/RES/69/313.

<sup>18</sup> UNCTAD, 2022a.

<sup>19</sup> Ibid; Ocampo JA, Kregel J and Griffith-Jones S, 2007, *International Finance and Development* (United Nations publication, sales No. E.06.IV.7, New York).

кредитные учреждения (в странах с низким уровнем дохода) или глобальные поставщики финансовых услуг (в странах со средним уровнем дохода)<sup>20</sup>.

Вставка 1

**Стоимость финансовых продуктов, предоставляемых основными многосторонними банками развития**

**Займы**

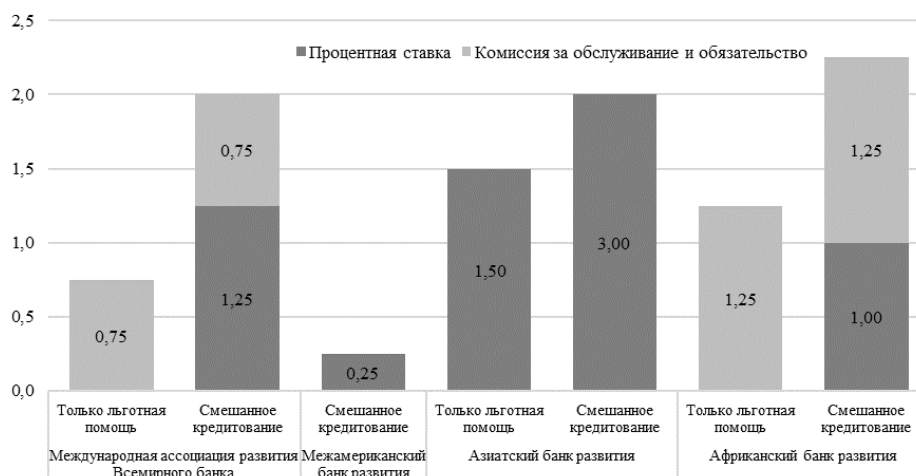
Многосторонние банки развития предоставляют льготные, нельготные и смешанные кредиты суверенным заемщикам и заемщикам, имеющим суверенные гарантии. Льготные кредиты предлагаются странам с валовым национальным доходом на душу населения ниже определенного порога и/или странам, не обладающим кредитоспособностью, необходимой для получения кредитов на рыночных условиях. Такие кредиты предоставляются по фиксированным кредитным ставкам, которые значительно ниже преобладающих рыночных ставок или даже равны нулю, и могут включать комиссию за обслуживание по выплаченным средствам и комиссию за обязательство по неиспользованной части кредита. Нельготные кредиты предоставляются по гибким кредитным ставкам, состоящим из рыночной справочной ставки, процентного спреда и комиссий; основными валютами номинала являются иена, фунт стерлингов, доллар (США) и евро, а также соответствующие справочные курсы. Процентный спред по таким кредитам включает маржу стоимости фондирования и кредитный спред, а также премию в зависимости от срока погашения кредита и группы доходов, к которой относится страна. Многосторонние банки развития взимают единовременный первоначальный платеж при заключении договора о предоставлении нельготного кредита и ежегодную плату за обязательство в отношении неиспользованного остатка. Смешанные кредиты предлагаются странам, имеющим право на получение как льготных, так и нельготных средств; такие страны платят несколько более высокую процентную ставку при получении льготного финансирования, чем страны, имеющие право только на льготные кредиты (см. диаграмму).

<sup>20</sup> Griffith-Jones S, Barrowclough D and Mishra V, 2022, Countercyclical responses: How development banks helped the COVID-19 recovery, and lessons for the future, paper presented at the Finance in Common Summit, Abidjan, Côte d'Ivoire, 19–20 October.

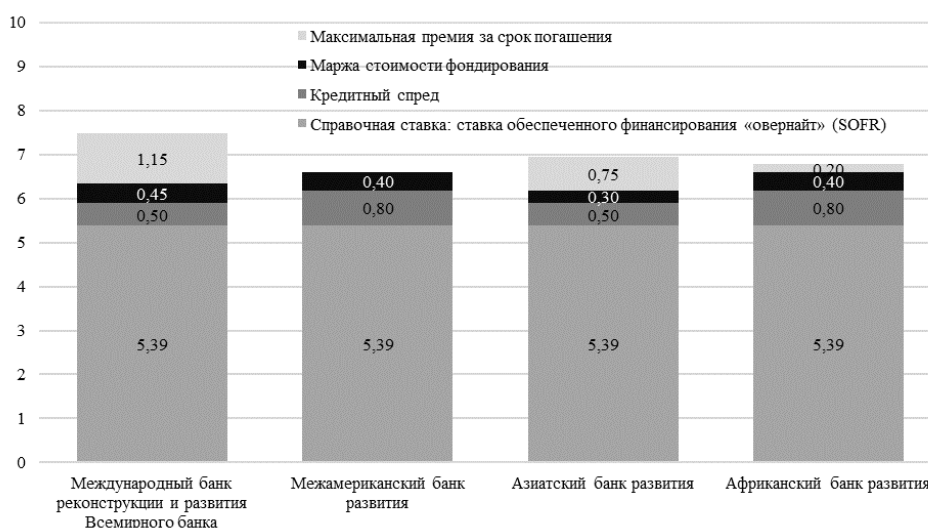
## Многосторонние банки развития: структура затрат и ставок кредитования, 1 июля 2024 года

(в %)

### а) Стоимость льготного кредитования



### б) Диапазон ставок нелюбительного кредитования по займам в долларах США



*Источник:* Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе данных Африканского банка развития, Азиатского банка развития, Межамериканского банка развития и Всемирного банка.

*Примечание:* Совокупные затраты по нелюбительным займам включают кредитную ставку плюс комиссию за предоставление кредита и комиссию за обязательство; максимальные ставки кредитования включают премию за срок погашения.

## Гарантии

Гарантии позволяют многосторонним банкам развития использовать высокие кредитные рейтинги для покрытия определенных рисков, которые их суверенные, имеющие суверенные гарантии и частные заемщики не могут легко принять на себя или регулировать самостоятельно. Ценовая структура гарантий обычно включает в себя комиссионные (за гарантию, за предоставление кредита и за обязательство), которые чаще всего определяются тем, какие (льготные или нелюбительные) кредиты используются, а также типом заемщика. Комиссия за гарантию варьируется от 0,75 до 0,8 % (плюс премия), комиссия за предоставление кредита варьируется от 0 до более чем 1 %, а комиссия за обязательство варьируется от 0 до 1 %. При заключении договора с гарантией общая стоимость варьируется между 0,5 и 2,8 %.

### Конверсионные механизмы для управления финансовыми рисками

В рамках соглашений о предоставлении нелегальных кредитов заемщики имеют возможность воспользоваться различными механизмами конвертации для управления финансовыми рисками, включая конвертацию в иностранную или местную валюту, конвертацию процентной ставки и установление предельной процентной ставки. Банки, как правило, взимают комиссию за транзакцию при обращении к таким услугам. Такие варианты конвертации помогают облегчить финансовое давление на заемщиков и снизить риск дефолта в периоды волатильности курсов валют или процентных ставок. Стоимость варьируется от 0,01 до 0,125 %.

#### Гранты

Многосторонние банки развития в основном предоставляют гранты странам с низким уровнем дохода и странам нижнего сегмента среднего уровня дохода, причем в зависимости от классификации стран, входящих в их состав, предоставляется стопроцентный грант или комбинация гранта и займа в соотношении 50 на 50. Всемирный банк предоставляет гранты странам, которые имеют право на получение международной помощи в целях развития и подвержены высокому риску долгового кризиса или испытывают таковой в настоящий момент. Африканский фонд развития Африканского банка развития предоставляет гранты в зависимости от уровня приемлемости долга страны, определяемого в соответствии со Схемой расчета приемлемого уровня задолженности стран с низким уровнем дохода МВФ и Всемирного банка. Азиатский банк развития предоставляет гранты, финансируемые Азиатским фондом развития, на основе показателей валового национального дохода на душу населения и кредитоспособности. Межамериканский банк развития использует свой грантовый фонд исключительно для Гаити, единственной наименее развитой страны, входящей в его состав.

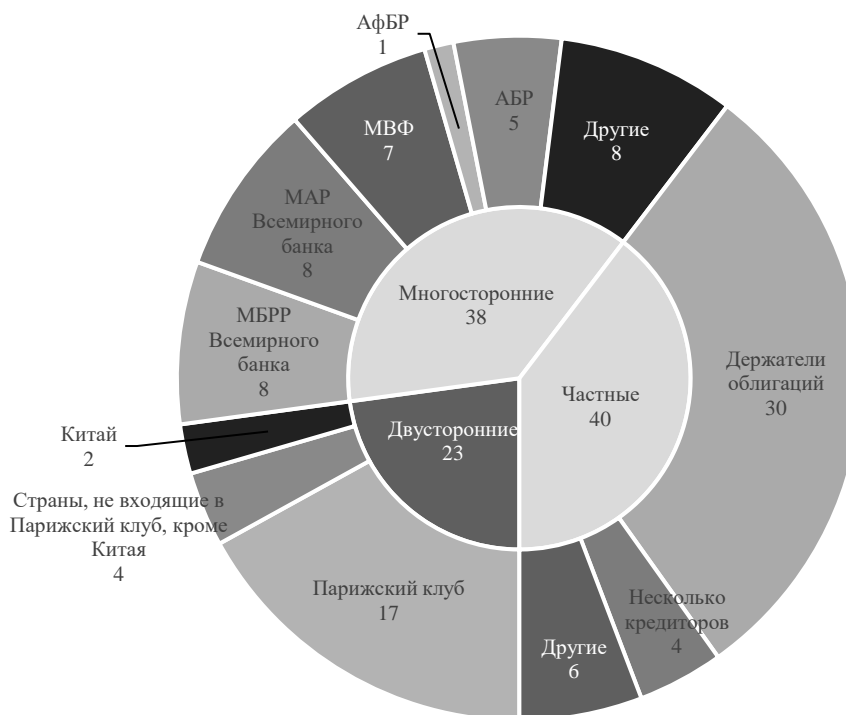
*Источник: ЮНКТАД.*

27. Несмотря на важную роль многосторонних банков развития в финансировании развития и смягчении последствий внешних шоковых явлений для развивающихся стран, доля многосторонних кредиторов (многосторонних и региональных банков развития) в общем объеме государственного и гарантированного государством внешнего долга развивающихся стран за последнее десятилетие снизилась. В 2022 году на долю этих кредиторов приходилось 33 % такого долга, тогда как в 2010 году этот показатель составлял 38 %. За этот период доля снизилась во всех трех группах развивающихся стран, что отражает тенденцию к сокращению заимствований у многосторонних кредиторов и увеличению заимствований у частных кредиторов, таких как держатели облигаций. Для стран с развивающимся рынком частные кредиторы уже в 2010 году были основным источником займов, составляя 50 % от общего объема займов; в 2022 году эта доля увеличилась до 67 %. Одновременно с этим доля многосторонних кредиторов сократилась с 31 до 27 %. Для стран с пограничным рынком и прочих развивающихся стран многосторонние кредиторы остаются основными источниками привлечения средств, на их долю приходится около половины (соответственно 45 и 52 %) от общего объема. Вместе с тем рост доли частных кредиторов в странах с пограничным рынком был более значительным, чем в прочих развивающихся странах, что объясняется различиями в уровне их финансовой интеграции. В странах с пограничным рынком эта доля выросла с 17 % в 2010 году до 32 % в 2022 году, а в прочих развивающихся странах — с 13 до 17 % (диаграмма 4). Аналогичную тенденцию можно наблюдать и в сфере льготного кредитования, которое осуществляет Международная ассоциация развития Всемирного банка: его доля в общем объеме государственного и гарантированного государством внешнего долга развивающихся стран в 2022 году снизилась до 5 % по сравнению с 8 % в 2010 году. При этом в 2022 году эта доля составила 1 % среди стран с развивающимся рынком, 13 % среди стран с пограничным рынком и 18 % среди прочих развивающихся стран.

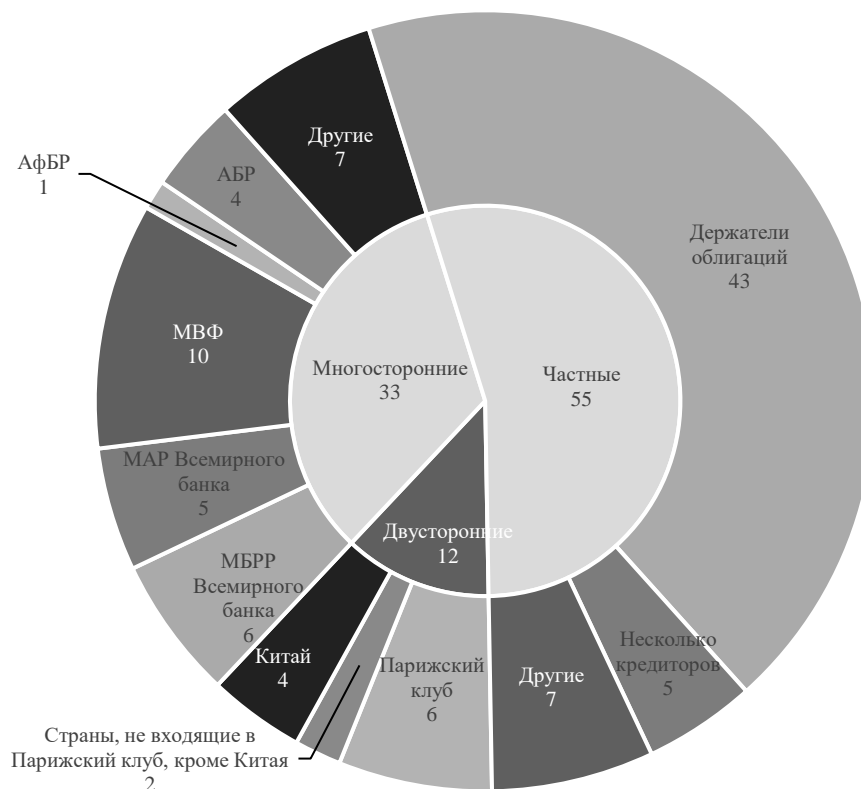
Диаграмма 4  
**Кредиторская база государственного внешнего долга всех развивающихся стран и групп развивающихся стран**  
 (в %)

а) **Все развивающиеся страны**

і) 2010 год

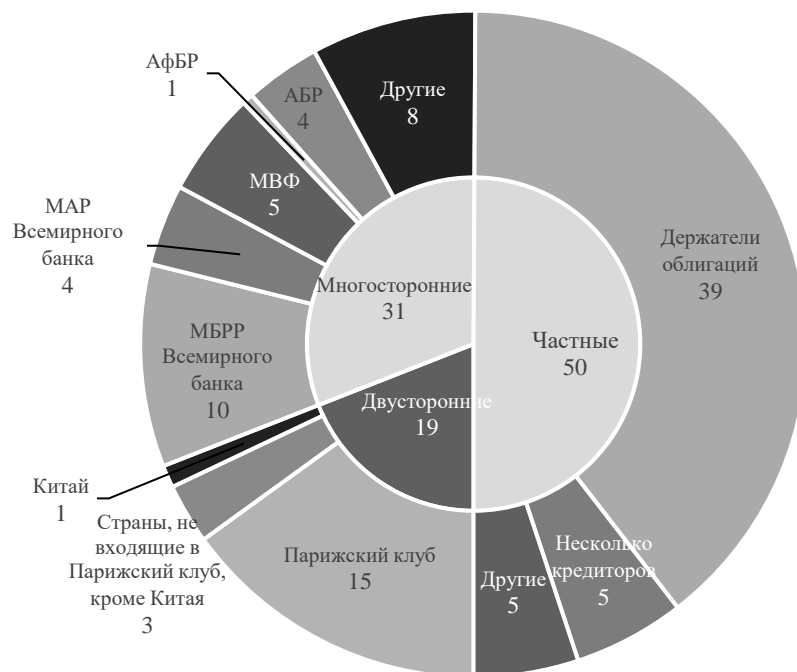


іі) 2022 год

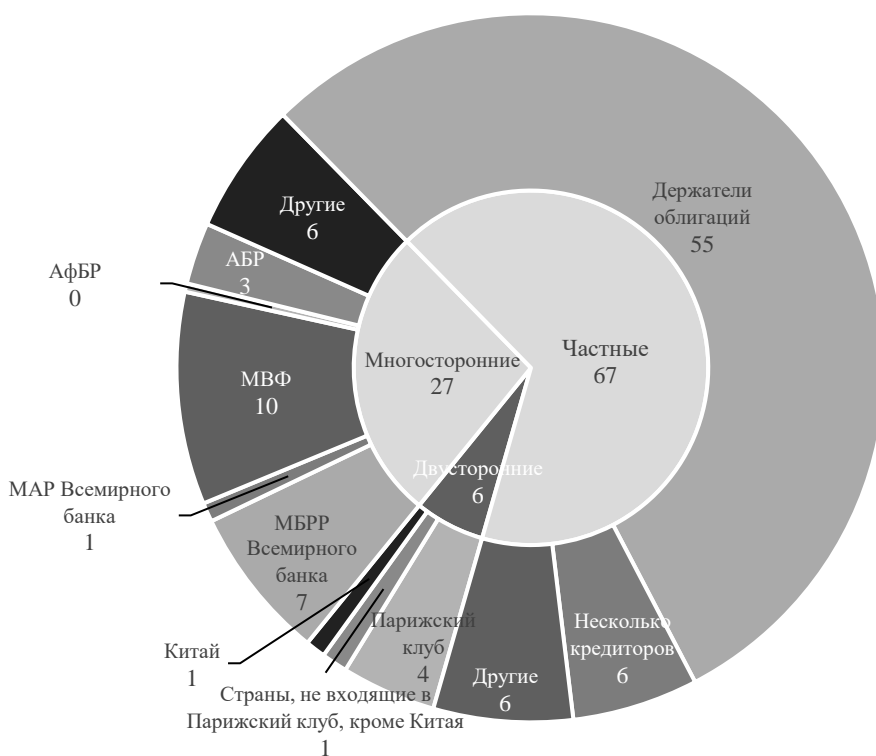


b) Страны с развивающимся рынком

i) 2010 год

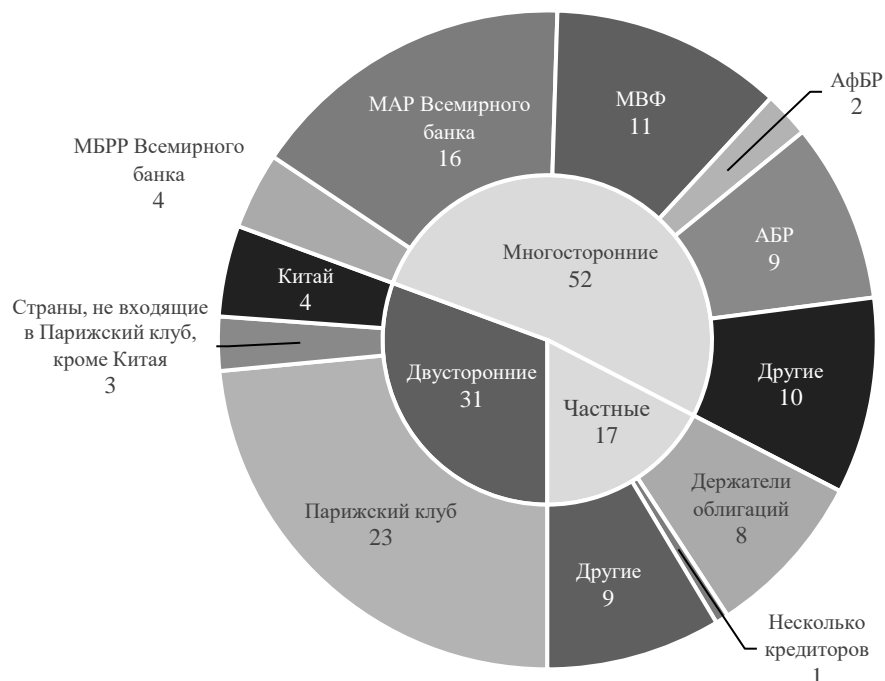


ii) 2022 год

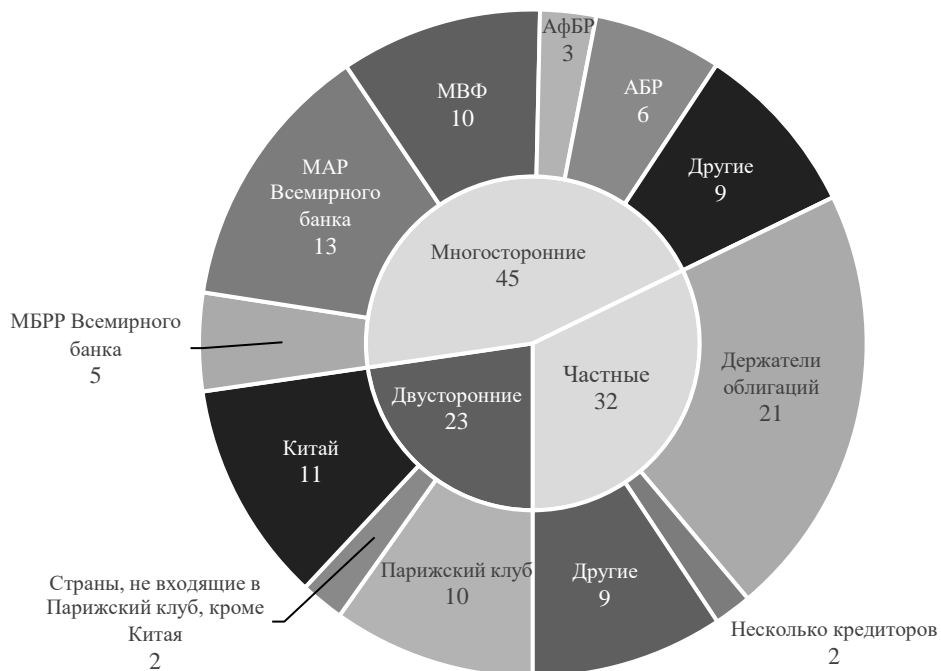


с) Страны с пограничным рынком

i) 2010 год

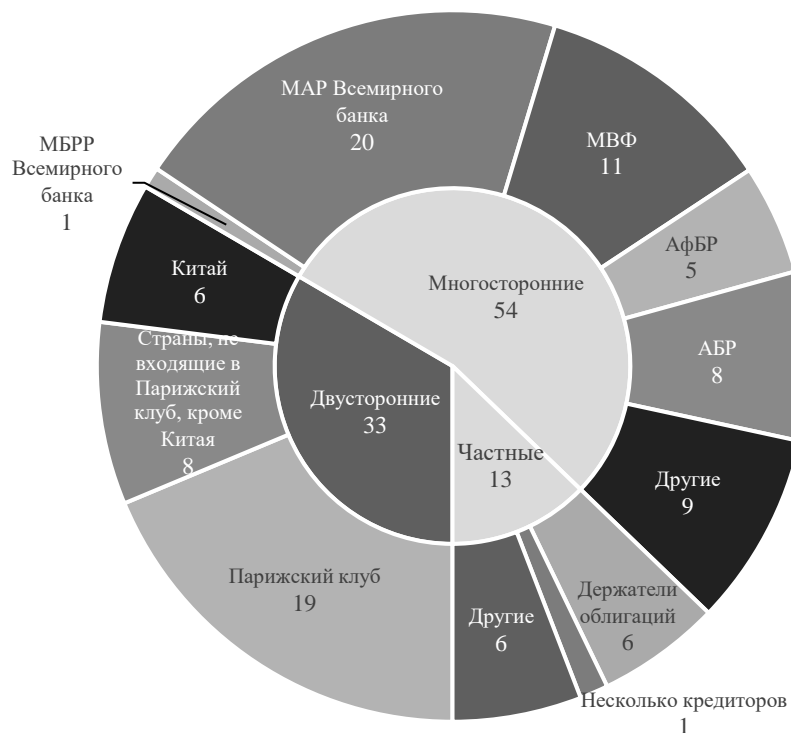


ii) 2022 год

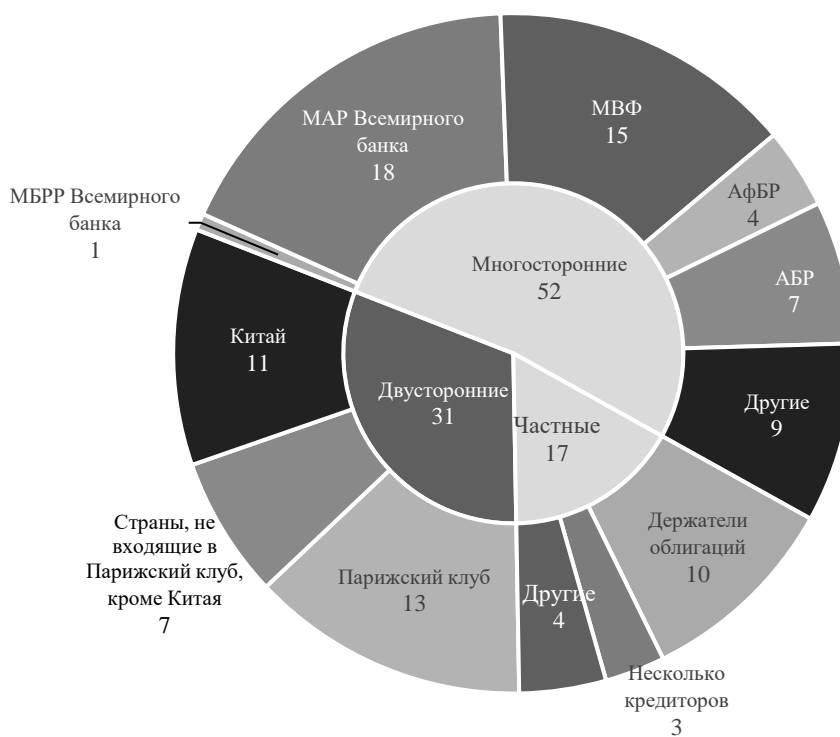


d) **Прочие развивающиеся страны**

i) 2010 год



ii) 2022 год



Сокращения: АфБР — Африканский банк развития; АБР — Азиатский банк развития; МБРР — Международный банк реконструкции и развития; МАР — Международная ассоциация развития.

Источник: Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе данных Всемирного банка по статистике международного долга.



28. Национальные банки развития дополняют роль многосторонних банков развития и региональных банков развития на национальном уровне, в том числе путем перекредитования займов многосторонних и региональных банков развития. Более 90 % банков развития в мире работают на национальном или субнациональном уровне<sup>21</sup>. Во время мирового финансового кризиса 2008/09 годов, когда кредитование со стороны банков частного сектора сократилось, национальные банки развития стали источниками долгосрочного и контрциклического финансирования для инвестиций в инфраструктуру, общественные объекты и стратегические отрасли. Этот кризис подтвердил их неизменную важность для трансформации экономики. Национальные банки развития также могут играть упреждающую роль, используя исследования, техническую поддержку и институциональные возможности для формирования и создания рынков, а также выступать в качестве инвесторов первого выбора в ситуации ожидаемого спроса и в процессе координации внутренних мер по обеспечению предложения.

29. Что касается инструментов, с помощью которых можно решить проблему высокого уровня валютного риска, с которым сталкиваются развивающиеся страны, то многосторонние банки развития и региональные банки развития могут (частично или полностью) принять на себя этот риск с помощью различных механизмов. Помимо механизмов конвертации национальной валюты, большинство многосторонних банков развития предоставляют кредиты в национальной валюте заемщика, но во многих случаях размеры таких кредитов относительно невелики или они ориентированы на страны с более развитыми финансовыми рынками. Эти механизмы, как правило, не отличаются гибкостью, и преобладают такие инструменты, как компенсационное хеджирование, комбинация внутренних и зарубежных продуктов и синтетические инструменты. Некоторые многосторонние банки развития также создали пулы валютной ликвидности с целью преодоления рыночного разрыва между желаемыми сроками погашения займов и сроками ликвидных средств, имеющихся в национальной валюте. Однако эти усилия остаются в значительной степени нескоординированными. Группа Всемирного банка в сотрудничестве с Лабораторией инвестиций частного сектора разрабатывает пакет инновационных и масштабируемых решений для удовлетворения потребности в привлечении финансирования в национальных валютах и более доступных вариантах хеджирования с целью содействия частным инвестициям, особенно в рамках «зеленого» перехода<sup>22</sup>. Кроме того, Межамериканский банк развития приступил к реализации в Бразилии экспериментального проекта по поддержке программы привлечения иностранного частного капитала и валютного хеджирования в рамках национального фонда по борьбе с изменением климата, предоставив кредитную линию в размере 2 млрд долл. и техническую поддержку<sup>23</sup>.

30. Многосторонние банки развития и региональные банки развития могли бы по мере возможности охватить такими механизмами (конвертация национальной валюты, кредитование правительств в национальной валюте, пулы ликвидности и другие инновационные решения) все три группы развивающихся стран, например, в зависимости от степени развития внутренних финансовых рынков. Другой инициативой может стать создание совместного механизма валютных гарантий<sup>24</sup>.

31. Необходимо принять новые критерии отбора, выходящие за рамки уровня дохода при определении доступа к кредитам многосторонних банков развития и региональных банков развития (например, в соответствии с индексом многоаспектной уязвимости Организации Объединенных Наций<sup>25</sup>), чтобы больше развивающихся

<sup>21</sup> Xu J, Ren X and Wu X, 2019, Mapping development finance institutions worldwide: Definitions, rationales and varieties, development financing research report No. 1, Institute of New Structural Economics at Peking University.

<sup>22</sup> См. URL: <https://www.adb.org/news/viewpoint-note-mdb-working-system-impact-and-scale>.

<sup>23</sup> См. URL: <https://www.iadb.org/en/news/idb-brazils-ministry-finance-ministry-environment-and-climate-change-and-central-bank-join>.

<sup>24</sup> Persaud A, 2023, Unblocking the green transformation in developing countries with a partial foreign exchange guarantee, Climate Policy Initiative.

<sup>25</sup> См. URL: <https://www.un.org/ohrlls/mvi>.

стран могли воспользоваться доступными источниками финансирования развития. Это может помочь уменьшить асимметричность доступа трех групп развивающихся стран к финансированию развития.

32. Роль государственных банков развития может быть усилена за счет более эффективного использования имеющегося капитала путем реформирования обзоров системы обеспечения достаточности капитала Группы двадцати<sup>26</sup> и укрепления капитальной базы, включая рекапитализацию. В рамках инициативы Генерального секретаря по стимулированию достижения Целей отмечается, что многосторонним банкам развития следует разработать конкретный инструмент, позволяющий странам направлять неиспользованные специальные права заимствования через банки.

33. Укрепление сотрудничества по линии Юг — Юг, в том числе за счет включения новых членов, может способствовать расширению региональных источников финансирования развития путем создания новых региональных банков развития и расширения существующих.

34. Многосторонним банкам развития и региональным банкам развития следует укреплять финансовое сотрудничество с национальными банками развития (используя механизмы перекредитования, совместного финансирования и разделения рисков) и наращивать техническую помощь им. В то же время, как отмечается в инициативе по стимулированию достижения Целей, многосторонние банки развития и региональные банки развития могут извлечь выгоду из местного опыта, которым обладают национальные учреждения.

#### **IV. Инструменты, позволяющие решить проблему высокой стоимости финансирования развития, в том числе в таких областях, как продовольственная безопасность, энергетический переход и переход к цифровым технологиям**

35. К числу наиболее значимых факторов, обуславливающих высокую стоимость финансирования развития для развивающихся стран, относятся затраты, возникающие в связи с их интеграционным профилем, зависимостью от займов, номинированных в международных валютах, подверженностью климатическим рискам и снижением доступа к грантам и льготным средствам от официальных кредиторов и, как следствие, ростом зависимости от более дорогого финансирования, предоставляемого частными кредиторами. Систематическая работа с такими факторами может помочь снизить затраты на финансирование приоритетных направлений развития. В настоящей главе рассматриваются конкретные инструменты, с помощью которых можно решить проблему высокой стоимости привлечения средств для достижения Целей в области устойчивого развития, в том числе в таких областях, как продовольственная безопасность, энергетический переход и переход к цифровым технологиям.

36. Важно различать источники финансирования, имеющие прямое отношение к этим целям, такие как Международный фонд сельскохозяйственного развития Организации Объединенных Наций, Глобальная программа в области сельского хозяйства и продовольственной безопасности Всемирного банка и Фонд Организации стран — экспортеров нефти для международного развития, которые уделяют определенное внимание продовольственной безопасности, и более общие финансовые инструменты, такие как обмен долговых обязательств и «зеленые», социальные, устойчивые и связанные с устойчивостью облигации, которые могут попеременно использоваться в разных приоритетных областях.

<sup>26</sup> См. URL: <https://www.g20.org/en/news/multilateral-development-banks-deepen-collaboration-to-work-as-a-system>.

37. Пригодность и доступность отдельных финансовых инструментов зависит от уровня интеграции в мировые рынки капитала и от характера финансируемых проектов и программ. Например, погашение долговых обязательств на сумму расходов на цели развития представляет собой финансово эффективный источник средств только в том случае, если соответствующая страна не имеет доступа к альтернативным источникам финансирования по более выгодным ставкам и не подвержена высокому риску дефолта. По оценкам ЮНКТАД, на конец 2023 года погашение долговых обязательств на сумму расходов на цели развития могло бы быть финансово эффективным вариантом финансирования для 8–15 % развивающихся стран, в зависимости от того, насколько возможно сдержать сопутствующие транзакционные издержки<sup>27</sup>.

38. По оценкам Продовольственной и сельскохозяйственной организации Объединенных Наций (ФАО), в 2017–2021 годах финансирование на цели обеспечения продовольственной безопасности и питания составляло в среднем около 121 млрд долл. в год, включая финансирование от доноров-филантропов в размере 4 млрд долл., официальную помощь в целях развития и другие официальные потоки в размере 26 млрд долл., трансграничные денежные переводы в размере 29 млрд долл. и прямые иностранные инвестиции в размере 62 млрд долларов<sup>28</sup>.

39. По данным Международного агентства по возобновляемой энергии, в 2021 году на поддержку перехода к доступной и чистой энергии в развивающихся странах было выделено более 15,4 млрд долларов<sup>29</sup>. Однако, по оценкам Независимой группы экспертов высокого уровня по климатическому финансированию, за период до 2030 года для финансирования энергетического перехода в развивающихся странах может потребоваться от 1,3 до 1,7 трлн долл. в год<sup>30</sup>.

40. Переход к цифровым технологиям играет важнейшую роль в достижении Целей в области устойчивого развития. Однако цифровой разрыв между развитыми и развивающимися экономиками увеличивается; в 2023 году 2,6 млрд человек не имели доступа к Интернету, а 850 млн человек не имели официального удостоверения личности в какой-либо форме<sup>31</sup>. По оценкам Международного союза электросвязи, для обеспечения всеобщего доступа к Интернету к 2030 году потребуются инвестиции в размере 428 млрд долларов<sup>32</sup>. Также потребуется дополнительное финансирование для развития вспомогательной цифровой инфраструктуры, особенно для модернизации системы оказания государственных услуг.

41. Как правило, гранты и льготные кредиты являются наиболее подходящими вариантами финансирования для стран с самым низким уровнем доступа к международным финансовым потокам (т. е. для прочих развивающихся стран), а более активная мобилизация внутренних ресурсов за счет увеличения налоговых поступлений может быть одним из вариантов для стран со средним уровнем доступа к международным рынкам капитала (страны с пограничным рынком). Такие налоговые поступления могут быть затем использованы для привлечения смешанного финансирования с помощью гарантий и других инструментов снижения риска. Например, в рамках проекта «Окно в частный сектор» Глобальной программы в области сельского хозяйства и продовольственной безопасности Международной финансовой корпорации используется смешанное финансирование и льготное

<sup>27</sup> UNCTAD, 2024, Sovereign debt-for-development swaps, presented at the Joint Finance and Health Task Force meeting, 6 June.

<sup>28</sup> FAO, International Fund for Agricultural Development, United Nations Children's Fund, World Food Programme and World Health Organization, 2024, *The State of Food Security and Nutrition in the World 2024: Financing to End Hunger, Food Insecurity and Malnutrition in All its Forms* (FAO, Rome).

<sup>29</sup> World Bank, 2024, *Tracking SDG [Sustainable Development Goal] 7: The Energy Progress Report* (Washington, D.C.).

<sup>30</sup> См. URL: <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/publication/finance-for-climate-action-scaling-up-investment-for-climate-and-development/>.

<sup>31</sup> См. URL: <https://www.worldbank.org/en/topic/digital/overview>.

<sup>32</sup> International Telecommunication Union, 2020, *Connecting Humanity: Assessing Investment Needs of Connecting Humanity to the Internet by 2030* (Geneva).

финансирование для улучшения условий работы малых и средних агропредприятий, и с помощью этого проекта Международная финансовая корпорация привлекает 6,5 долл. средств частного сектора на каждый вложенный 1 доллар<sup>33</sup>. Страны, которые хорошо интегрированы в глобальные рынки капитала (страны с развивающимся рынком), могут использовать такие инструменты, как «зеленые», социальные, устойчивые и связанные с устойчивостью облигации.

42. Различные финансовые инструменты образуют часть набора инструментов, доступных развивающимся странам (см. таблицу). Некоторые инструменты можно использовать в сочетании с другими; например, гарантии могут быть использованы для снижения риска многосторонних инструментов погашения долговых обязательств на сумму расходов на цели развития, чтобы сделать их более привлекательными для частных инвесторов. Некоторые инструменты могут в большей или меньшей степени подходить для отдельных стран и преобладающих обстоятельств.

### Ориентировочная доступность и пригодность инструментов финансирования для развивающихся стран в зависимости от уровня интеграции в мировые рынки капитала

		Инструмент финансирования	Уровень интеграции в мировые рынки капитала							
			Низкий (прочие развивающиеся страны)		Средний (страны с пограничным рынком)		Высокий (страны с развивающимся рынком)			
Источник финансирования	Официальный/ филантропия	Грант	■	■	■	■	■	■	■	■
		Льготный кредит	■	■	■	■	■	■	■	■
		Нельготный кредит	■	■	■	■	■	■	■	■
		Двусторонний инструмент погашения долговых обязательств на сумму расходов на цели развития	■	■	■	■	■	■	■	■
	Смешанный (разделение рисков/ финансовый рычаг)	Снижение выплат по кредиту	■	■	■	■	■	■	■	■
		Гарантия	■	■	■	■	■	■	■	■
		Субсидия	■	■	■	■	■	■	■	■
		Предварительные рыночные обязательства	■	■	■	■	■	■	■	■
		Многосторонний инструмент погашения долговых обязательств на сумму расходов на цели развития	■	■	■	■	■	■	■	■
	Частный сектор	Целевое налогообложение (например, налог солидарности)	■	■	■	■	■	■	■	■
		Политика выделения кредитов	■	■	■	■	■	■	■	■
		«Зеленые», социальные, устойчивые и связанные с устойчивостью облигации	■	■	■	■	■	■	■	■
		Суверенные облигации	■	■	■	■	■	■	■	■

Источник: Расчеты секретариата ЮНКТАД.

Примечание: Обозначены страны, наиболее подходящие для каждого инструмента в зависимости от уровня интеграции в мировые рынки капитала; чем темнее цвет, тем больше данный инструмент подходит для стран, входящих в соответствующую группу.

43. Как отмечается в инициативе по стимулированию достижения Целей, необходим новый подход к смешанному финансированию, включая акцент на последствиях для развития, а не на экономической привлекательности. Для этого могут использоваться нельготные кредиты, суверенные гарантии и другие механизмы, с помощью которых государственный сектор может справедливо разделить риски и выгоды, в соответствии с Аддис-Абебской программой действий.

<sup>33</sup> См. URL: <http://www.ifc.org/en/what-we-do/sector-expertise/blended-finance/blended-finance-agribusiness>.

44. Суверенные гарантии могут помочь снизить стоимость капитала с помощью различных механизмов повышения кредитоспособности, таких как гарантии в отношении частичного риска, первого убытка и ликвидности. Правительства могли бы нацелить использование гарантий на покрытие рисков, которые рынок не может взять на себя. Гарантии несут в себе риски обязательств из-за неопределенности сроков и сумм, что может повлиять на управление финансами. Поэтому предоставление гарантий следует увязывать с практикой пруденциального управления рисками, принятой в той или иной юрисдикции. Можно рассмотреть возможность использования централизованного механизма для координации гарантий и обеспечения того, чтобы они не превышали балансовых возможностей соответствующей страны<sup>34</sup>. Например, в секторе «зеленого» финансирования в феврале 2024 года была создана компания «Зеленые гарантии», ставшая первой компанией, предоставляющей климатические гарантии с целью оказания помощи заемщикам в развивающихся странах в повышении кредитного рейтинга и получении доступа к мировым рынкам капитала. Инициатива предусматривает предоставление гарантий по климатическим облигациям, направлена на создание рынка, который свяжет местных эмитентов в развивающихся странах с международными инвесторами, и на снижение риска проектов по предотвращению изменения климата и адаптации к нему в развивающихся регионах с целью привлечения международных частных инвестиций<sup>35</sup>.

45. Для привлечения устойчивого финансирования также может использоваться ряд мер налогово-бюджетной политики. Например, налоговые льготы могут стать экономически эффективным средством создания стимулов для инвесторов вкладывать средства в устойчивые долговые инструменты, особенно на слаборазвитых финансовых рынках, например, с помощью следующих мер<sup>36</sup>:

а) облигации с налоговыми зачетами, которые предоставляют держателям облигаций налоговые зачеты вместо процентных выплат по облигациям. Эта модель используется в Соединенных Штатах Америки в отношении муниципальных облигаций, федеральных облигаций в сфере чистой возобновляемой энергии и программы облигаций для удовлетворяющих требованиям проектов энергосбережения;

б) облигации с прямым субсидированием, предусматривающие возврат денежных средств эмитентам облигаций со стороны государства, для субсидирования чистых процентных платежей;

в) не облагаемые налогом облигации, которые обеспечивают более низкие процентные ставки за счет освобождения эмитентов облигаций от уплаты подоходного налога на проценты по облигациям. Эта модель используется в Малайзии.

46. Субсидии на «зеленое» финансирование являются еще одним инструментом налогово-бюджетной политики, позволяющим снизить затраты и привлечь климатические инвестиции, и включают субсидирование процентных ставок, освобождение от гербового сбора, возмещение затрат на проверку и прямые гранты. Субсидирование процентных ставок может быть менее затратным по сравнению с тематическими облигациями. Целесообразность таких субсидий в той или иной стране зависит от бюджетных ограничений, возможностей по разработке программ и процессов субсидирования, способности избежать создания рыночных искажений и возможности эффективного мониторинга и оценки систем<sup>37</sup>. Субсидии на ископаемое топливо оцениваются более чем в 7 трлн долларов<sup>38</sup>. МВФ и Всемирный банк

<sup>34</sup> Asian Development Bank, 2024, *Fiscal Policy and Sustainable Finance: Enhancing the Role of the Financial Sector in Achieving the Sustainable Development Goals* (Manila).

<sup>35</sup> См. URL: <https://www.greenclimate.fund/project/fp197>.

<sup>36</sup> См. URL: <https://www.climatebonds.net/policy/policy-areas/tax-incentives>.

<sup>37</sup> Asian Development Bank, 2024, pp. 9–11.

<sup>38</sup> UNCTAD, 2023, *Trade and Development Report 2023: Growth, Debt and Climate – Realigning the Global Financial Architecture* (United Nations publication, sales No. E.23.II.D.24, Geneva).

выступают за перераспределение экологически вредных субсидий на цели «зеленого» и справедливого перехода<sup>39</sup>. Субсидии могут также использоваться для снижения стоимости финансирования развития в рамках других инвестиций, связанных с достижением Целей. Устойчивые долговые инструменты рассматриваются во вставке 2.

## Вставка 2

### Устойчивые долговые инструменты

Устойчивые долговые инструменты привлекают все большее внимание инвесторов из стран, имеющих доступ к мировым рынкам капитала и/или хорошо развитые внутренние рынки капитала. Такие инструменты получили наибольшее распространение в сфере «зеленого» финансирования, но также используются в социальном секторе и секторе устойчивого развития. Тематические облигации включают «зеленые» облигации, социальные облигации и связанные с устойчивым развитием облигации, и преимущественно выпускаются в следующих двух формах:

a) инструменты использования доходов, при которых доходы направляются на достижение тематических целей, таких как «зеленые», социальные или устойчивые проекты. Согласно принципам Международной ассоциации рынка капитала, тематические облигации могут использоваться для реализации таких проектов, как возобновляемые источники энергии, адаптация к изменению климата, экологически чистый транспорт, продовольственная безопасность, жилье, гендерное равенство и образование. Эмитенты получают выгоду от «зеленой премии», т. е. снижения стоимости займа по «зеленой» облигации по сравнению с обычной облигацией. Этот дисконт отражает готовность инвесторов согласиться на более низкую доходность, чтобы финансировать «зеленые» проекты. Выпуск суверенных «зеленых» облигаций начался сравнительно недавно, и эмпирические данные, подтверждающие более низкую доходность по ним, неоднозначны. «Зеленые» облигации преимущественно выпускаются в развитых странах, а также в странах с развивающимся рынком. Исследования выявили значительные различия в размере «зеленой» премии среди разных выпусков суверенных облигаций, причем вариативность обусловлена такими факторами, как стадия развития и валюта выпуска, при этом было установлено, что облигации, выпущенные развивающимися странами в иностранной валюте, имеют более высокую «зеленую» премию;

b) инструменты с целевой привязкой, которые представляют собой ориентированные на будущее инструменты, основанные на результатах деятельности, когда эмитент обязуется достичь определенных целей в заранее оговоренные сроки. В отличие от инструментов использования доходов, инструменты с целевой привязкой не ограничивают способы использования доходов, но могут предусматривать процентные ставки или финансовые условия, привязанные к целевым показателям, связанным с экологией, социальной сферой и управлением. В них предусмотрены стимулы и штрафы, обусловленные достижением целей в области устойчивого развития и включающие повышение процентных ставок, понижение процентных ставок, премии за выкуп при наступлении срока погашения, покупку кредитов выбросов углекислого газа и положения о досрочном погашении.

Выпуски таких долговых инструментов приносят эмитентам множество преимуществ, поскольку они расширяют базу инвесторов и повышают спрос, укрепляют доверие к инициативам, связанным с охраной окружающей среды, социальной сферой и управлением, и в потенциале приводят к снижению процентных ставок, обусловленному «зеленой» премией.

Устойчивые долговые инструменты представляют собой новый и растущий класс активов, однако на их долю приходится лишь небольшая часть рынка облигаций. Этот рост обнадеживает, но база инвесторов ограничена. Доступ к рынку таких

<sup>39</sup> См. URL: <https://www.worldbank.org/en/topic/climatechange/publication/detox-development>.



облигаций ограничен для развивающихся стран с низким кредитным рейтингом и высоким уровнем воспринимаемого риска. Кроме того, выпуск таких облигаций более дорогой и сложный, чем выпуск обычных облигаций, поскольку они имеют ресурсоемкие требования к мониторингу, отчетности и проверке, а также потому, что для подготовки и выпуска таких облигаций и управления ими могут потребоваться внешние ресурсы.

*Источник:* Asian Development Bank, 2024; IMF, 2023, How large is the sovereign greenium? Working Paper No. 80; World Bank, 2024, Green, social, sustainability and sustainability-linked bonds: Market update — January. См. URL: <https://www.climatebonds.net/policy/policy-areas/tax-incentives>, <https://www.climatebonds.net/resources/reports/sustainable-debt-market-summary-h1-2024> и <https://www.winston.com/en/blogs-and-podcasts/capital-markets-and-securities-law-watch/green-bonds-in-international-capital-markets>.

## V. Определяющие факторы суверенных кредитных рейтингов и их роль в сфере финансировании развития

47. Суверенный кредитный рейтинг представляет собой мнение рейтингового агентства, отражающее его оценку вероятности того, что страна-эмитент сможет своевременно и в полном объеме обслуживать долги. Три ведущих мировых рейтинговых агентства («Фитч», «Мудис» и «Стэндрат энд Пурс») используют 21-уровневую порядковую рейтинговую шкалу, которая охватывает диапазон от инвестиционного до спекулятивного класса, чтобы донести это мнение до участников финансовых рынков. Для формирования такого мнения у агентств имеются рейтинговые комитеты, которые используют индивидуально разработанные, но схожие методики и оценочные листы, включающие как объективные, так и субъективные показатели, суждения и ощущения. В дополнение к информации качественного порядка, связанной с эффективностью институтов и управлением, а также переменными, касающимися культурных аспектов и факторов близости, рейтинговые агентства также учитывают макроэкономические и другие показатели, отражающие экономическую мощь, бюджетную устойчивость и подверженность рискам той страны, которой присваивается рейтинг. Как отмечается в одном из исследований, все три крупнейших рейтинговых агентства утверждают, что суждения качественного плана играют значительную роль при присвоении рейтингов<sup>40</sup>. Это очевидно не только в отношении компонента, который касается эффективности институтов и управления и который невозможно измерить количественно, но и в отношении пробелов в данных и различий в качестве данных среди других компонентов оценочного листа. Меньшая уверенность в качестве и объеме данных, что более характерно для развивающихся стран, позволяет рейтинговым комитетам в большей степени полагаться на экспертные оценки в процессе присвоения рейтинга этим странам. Кроме того, хотя первоначальные показатели, используемые, например, для определения экономической и бюджетной стабильности, могут опираться на количественные индикаторы, обладающие определенной степенью объективности, интерпретация этих показателей рейтинговыми комитетами при рассмотрении вопросов экономической стойкости, финансовой стабильности и подверженности риску различных событий не является единообразной для всех стран и также требует субъективного подхода.

48. Многочисленные исследования выявляют различные виды искажений, присущих суверенным рейтингам, включая искажения, связанные со страной базирования, искажения, направленные на сохранение рыночного влияния трех основных рейтинговых агентств, искажения, возникающие из-за различий в применении и интерпретации показателей, используемых при составлении оценочных листов, и искажения, возникающие из-за различий в предельном воздействии на

<sup>40</sup> Slapnik U and Lončarski I, 2023, Understanding sovereign credit ratings: Text-based evidence from the credit rating reports, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 88.

рейтинги, которое оказывают изменения в показателях<sup>41</sup>. Субъективный характер процесса составления рейтинга создает значительные возможности для искажения результатов, однако нельзя безоговорочно полагать, что этот фактор оказывает постоянное и систематическое влияние на развивающиеся страны. Развивающиеся страны полагаются на рейтинги, чтобы получить доступ к мировым рынкам капитала, и стремление к получению рейтинга инвестиционного уровня может быть причиной принятия дополнительных расходов. Так, например, рейтинговые агентства не придают большого значения уровню резервов в развитых странах, однако считают, что он имеет большое значение для рейтингов развивающихся стран, и это может приводить к чрезмерному инвестированию развивающихся стран в такие низкодоходные активы.

49. Анализ взаимосвязи между суверенными рейтингами и рыночными спредами доходности (разница между преобладающей доходностью выпущенных облигаций той или иной страны, получившей рейтинг, и сопоставимого финансового инструмента, например казначейских обязательств США) позволяет предположить, что рынки капитала учитывают гораздо больше аспектов, чем просто кредитные рейтинги, и что влияние этих факторов на стоимость облигаций и заимствований, как правило, более существенно, чем уровень суверенного рейтинга и его изменения. Динамика рынка может приводить к принятию тех или иных рейтинговых решений или являться их следствием, а зависимость от рейтингов снижается, если в оцениваемой стране институты и структуры управления данными принимают меры по повышению прозрачности данных.

50. Значительные различия в спредах доходности между развитыми и развивающимися странами с одинаковыми рейтингами опровергают тезис о постоянном влиянии присущих рейтингам искажений (диаграмма 5). Сравнение спредов доходности 10-летних государственных облигаций развивающихся стран по отношению к аналогичным государственным облигациям США показывает, что ценообразование суверенных облигаций на финансовых рынках может существенно различаться, даже если соответствующие страны имеют одинаковые кредитные рейтинги и находятся в одном регионе. Это говорит о том, что финансовые рынки склонны оценивать риски, связанные с долговыми инструментами стран, независимо друг от друга, даже если рейтинговые агентства оценивают их риски дефолта как одинаковые. Кроме того, рынки оценивают доходность развивающихся стран выше, чем доходность развитых стран с тем же кредитным рейтингом, что свидетельствует о других, более системных формах искажения отношения к развивающимся странам<sup>42</sup>.

<sup>41</sup> Ellis C, 2022, Are sovereign ratings biased against Africa? *Applied Economics and Finance*, 9(1):29–36; Fuchs A and Gehring K, 2017, The home bias in sovereign ratings, *Journal of the European Economic Association*, 15(6):1386–1423; Gültekin-Karakaş D, Hisarcıklılar M and Öztürk H, 2011, Sovereign risk ratings: Biased toward developed countries? *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(supplement 2):69–87; Luitel P, Vanpée R and De Moor L, 2016, Pernicious effects: How the credit rating agencies disadvantage emerging markets, *Research in International Business and Finance*, 38:286–298.

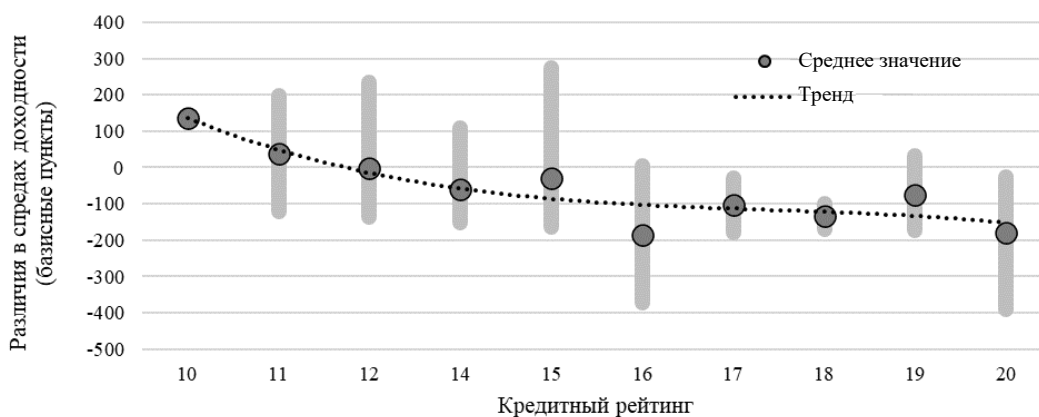
<sup>42</sup> UNCTAD, forthcoming, Sovereign credit ratings bias: Does it exist and how should it be addressed?



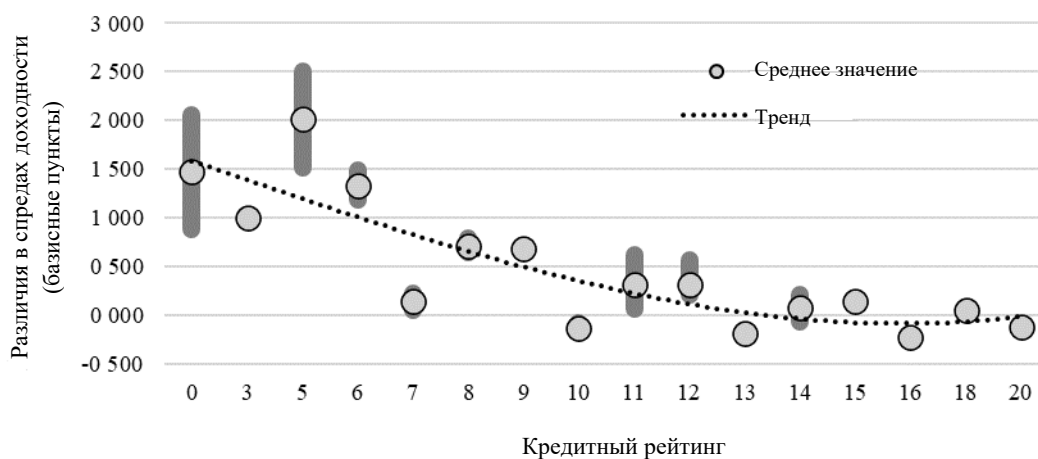
Диаграмма 5

Различия в спредах доходности стран с одинаковым кредитным рейтингом, середина апреля 2024 года

а) Развитые страны



б) Развивающиеся страны



*Источник:* Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы данных «Государственные облигации стран мира».

*Примечание:* Рейтинги приведены как среднее арифметическое значение рейтингов агентств «Фитч», «Мудис» и «Стэндрт энд Пурс»; рейтинг AAA = 20, рейтинг D = 0.

51. В период с начала 2012 года по май 2023 года развивающиеся страны платили премию за привлеченный на международном уровне капитал, которая в среднем составляла около 200 базисных пунктов по сравнению с развитыми странами<sup>43</sup>. Для некоторых развивающихся регионов, таких как Африка, эта премия была значительно выше. Устранение системных причин таких различий может оказать более существенное влияние на способность развивающихся стран получать доступ к достаточному объему глобального капитала по ценам, соответствующим потребностям и целям развития, чем узкое внимание к суверенным рейтингам, тем более что 54 развивающиеся страны в настоящее время не имеют рейтинга.

52. В процессе оценки рейтинга невозможно правильно и объективно предугадать все кризисы и риски дефолта. Принятие мер, повышающих зависимость рынка от рейтингов и поощряющих дальнейшую передачу инвесторами, эмитентами и регулируемыми органами полномочий по принятию оценочных решений в сфере регулирования третьим сторонам, вероятно, усугубит масштабы и последствия будущих кризисов и шоковых явлений, особенно в развивающихся странах.

<sup>43</sup> Ibid.

53. Улучшить процесс присвоения суверенных рейтингов и ограничить его негативное влияние на стоимость финансирования развития и доступ к нему развивающихся стран можно с помощью нескольких инициатив, в числе которых следующие:

a) приоритетное внимание развитию более эффективной глобальной системы финансовой безопасности как ключевому элементу фундаментальной реформы глобальной финансовой архитектуры, которая может обеспечить быстрый и автоматический доступ к ликвидным средствам по относительно низкой цене, чтобы снизить необходимость для развивающихся стран поддерживать неоправданно высокие уровни резервов;

b) создание под эгидой Организации Объединенных Наций процесса технической помощи в области кредитных рейтингов, обеспечивающего рекомендации и подготовку рейтинговых заключений, позволяющих государствам-членам, которым в настоящее время не присвоен рейтинг, получать ориентировочные рейтинги и выявлять и постепенно развивать институты, системы управления данными и долгом, а также повышать финансовую устойчивость, включая оценку климатических рисков, что необходимо для более широкого доступа к внутренним и мировым рынкам капитала в будущем в официальном формате;

c) расширение технической помощи, позволяющей странам внедрять более совершенные и прозрачные системы управления данными и долгом, с тем чтобы снизить роль рейтинговых агентств, усовершенствовать процессы выработки политики и принятия решений соответствующими странами и, в итоге, содействовать снижению премий за инвестиционный риск;

d) принятие нормативных изменений, акцентирующих внимание на том, что рейтинги представляют собой мнения, а не акты сертификации, и решающих проблему потенциального конфликта интересов в рейтинговых агентствах;

e) разработка поддерживающего рейтингового подхода для стран, решивших прибегнуть к реструктуризации долга, в том числе в рамках Общего механизма Группы двадцати, с тем чтобы тупиковая ситуация с кредитными рейтингами не мешала странам, испытывающим долговые трудности, проводить реструктуризацию долга; этот подход мог бы включать в себя возможность отдельной рейтинговой траектории при условии более эффективного и быстрого завершения процесса реструктуризации долга.

## VI. Заключительные замечания

54. Решение проблемы высокой стоимости финансирования развития для развивающихся стран имеет важнейшее значение для процесса достижения Целей в области устойчивого развития, дефицит финансирования которого в настоящее время оценивается примерно в 4 трлн долл. в год<sup>44</sup>. Крайне важно, что для этого необходимо увеличить общий объем доступного финансирования развития, поскольку его стоимость зависит от адекватности источников финансирования и разумного использования финансовых инструментов в сочетании с рациональной политикой. В противном случае упор на конкретные приоритетные области, такие как продовольственная безопасность, может привести к сокращению финансирования достижения других целей развития.

---

<sup>44</sup> UNCTAD, 2023, *World Investment Report 2023: Investing in Sustainable Energy for All* (United Nations publication, sales no. E.23.II.D.17, Geneva).