



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

Distr.: General
5 October 2018
Russian
Original: English

Совет по торговле и развитию
Межправительственная группа экспертов
по финансированию развития
Вторая сессия
Женева, 7–9 ноября 2018 года
Пункт 3 предварительной повестки дня

**Финансирование развития: задолженность
и ее приемлемый уровень, а также связанные
с этим системные вопросы**

Записка секретариата ЮНКТАД*

Резюме

В настоящей записке содержится обзор последних изменений в показателях задолженности развивающихся стран и анализируются основные задачи, связанные с обеспечением приемлемого уровня задолженности в контексте взаимосвязанных системных проблем международной экономики, вызванных, в частности, динамикой глобального роста под влиянием накопления задолженности и продолжением процесса международной финансовой интеграции. Кроме того, в ней рассматриваются различные варианты политики смягчения растущей уязвимости развивающихся стран, вызванной усилением долговой нагрузки, на международном и национальном уровнях. Речь идет, в частности, о предотвращении и урегулировании кризиса задолженности в условиях, когда долговая нагрузка уже вышла из-под контроля. В ходе обсуждения подчеркивалась необходимость комплексного подхода к принятию политических мер на глобальном и национальном уровнях, а также дифференцированного подхода к развивающимся странам, находящимся на разных этапах структурных преобразований.

* Вышеуказанная дата представления настоящего документа объясняется задержками при его обработке.



I. Введение

1. На первой сессии Межправительственной группы экспертов по финансированию развития, состоявшейся в Женеве, Швейцария, 8–10 ноября 2017 года, было решено, что темой ее второй сессии, которая состоится в Женеве 7–9 ноября 2018 года, должна стать «Задолженность и ее приемлемый уровень, а также связанные с этим системные вопросы». Для второй сессии Межправительственной группы экспертов по финансированию развития были согласованы следующие ориентировочные вопросы¹:

a) Каким образом можно уменьшить нынешнюю долговую уязвимость развивающихся стран и предотвратить суверенный долговой и финансовый кризисы в развивающихся странах?

b) Как с успехом использовать суверенное долговое финансирование, как внешнее, так и внутреннее, в интересах устойчивого развития в будущем?

c) Какие институциональные, политические и регулятивные изменения требуются на международном уровне для обеспечения того, чтобы глобальные структуры экономического управления помогали лучше использовать ответственное долговое финансирование как заемщиками, так и кредиторами в интересах устойчивого развития?

d) Как совершенствовать существующие механизмы и инструменты для обеспечения эффективного, справедливого и прозрачного урегулирования кризисов суверенной задолженности?

2. Эта тема для обсуждения соответствует областям деятельности П.Е и П.Ф Аддис-Абебской программы действий. В области действий П.Е Программы действий подчеркивается необходимость оказывать развивающимся странам помощь в достижении приемлемого уровня задолженности в долгосрочной перспективе на основе согласованных стратегий, нацеленных на содействие, соответственно, привлечению заемных средств, облегчению долгового бремени, реструктуризации задолженности и грамотному управлению задолженностью (пункт 94). В ней содержится призыв к укреплению аналитических инструментов для оценки приемлемости уровня задолженности развивающихся стран и указывается на необходимость совершенствования публичной доступности данных и потенциала управления задолженностью в целях обеспечения надлежащего управления рисками (пункты 95 и 96) в дополнение к укреплению сотрудничества между кредиторами и должниками для предотвращения долговых кризисов и их эффективного урегулирования, когда они все же происходят (пункты 97–100). Особое внимание уделяется также растущей сложности долговых контрактов и инструментов финансирования в различных валютах (пункты 100 и 101) и тяжелому положению экологически уязвимых развивающихся стран, сталкивающихся с особыми трудностями в поддержании долговой нагрузки на приемлемом уровне в условиях частых стихийных бедствий (пункт 102). В области деятельности П.Ф Программы действий напоминается о важности реформы глобального экономического управления в соответствии с Монтеррейским консенсусом Международной конференции по финансированию развития (2002 год) и признается необходимость укрепления международного финансового регулирования и сглаживания ценовой волатильности на финансовых и товарных рынках (пункты 104, 105, 107, 109 и 110). В ней также выражается приверженность «увеличению влияния и расширению участия развивающихся стран в международном процессе принятия экономических решений и установления норм в глобальной системе экономического управления» (пункт 106).

3. В настоящей записке содержится обзор основных тенденций в изменении глобальных показателей задолженности развивающихся стран в последнее время и приводится краткое описание основных проблем и вариантов политики на национальном и международном уровнях.

¹ TD/B/EFD/1/3, приложение I.

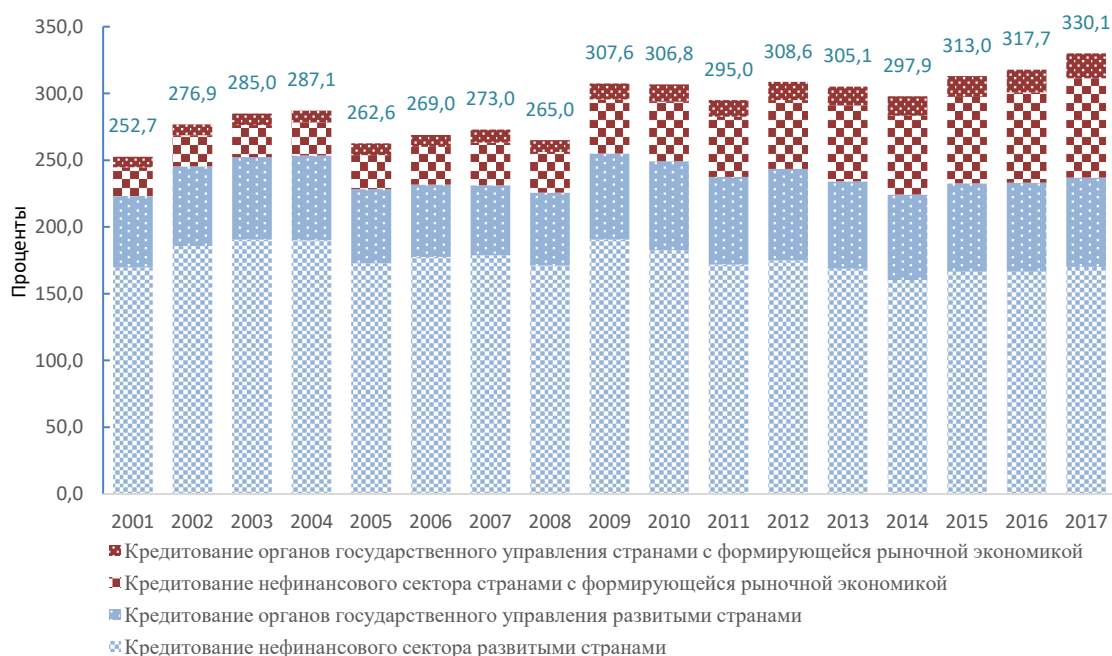
II. Рост долговой уязвимости в развивающихся странах

A. Глобальный рост, движимый накоплением задолженности, и усиление финансовой нестабильности

4. Спустя десять лет после глобального финансового кризиса уровень глобальной задолженности продолжает бить рекорды (см. диаграмму). По оценкам Института международных финансов, к концу марта 2018 года объем накопленной глобальной задолженности достиг 247,2 трлн долл. США по сравнению с 168 трлн долл. США в начале финансового кризиса 2007–2008 годов, увеличившись за год почти на 25 трлн долл. США². По оценкам ЮНКТАД, отношение глобальной задолженности к мировому валовому внутреннему продукту (ВВП) почти на треть выше, чем в 2008 году, причем объем глобального долга превышает глобальный ВВП более чем втрое. Значительная зависимость умеренного оживления мировой экономики от накопления задолженности свидетельствует о том, что системная слабость динамики глобального роста сохраняется, несмотря на глубокие потрясения, вызванные финансовым кризисом. В контексте политики, в то время как в ведущих странах потребности восстановления потребовали от центральных банков перехода к очень либеральной кредитно-денежной политике, глобальный экономический рост по-прежнему сильно зависит от доступного финансирования и ожиданий роста стоимости активов в ближайшем будущем.

Глобальная задолженность в разбивке по отдельным компонентам, 2001–2017 годы

(в процентах от мирового валового внутреннего продукта)



Источник: расчеты секретариата ЮНКТАД на основе статистических данных Банка международных расчетов; глобальная задолженность рассчитывается как объем кредитов,

² Institute of International Finance, 2018, Global Debt Monitor database, July; Bloomberg, 2018, Global debt topped \$247 trillion in the first quarter, IIF [Institute of International Finance] says, 10 July. Estimates by the Institute of global debt stock are based on household, nonfinancial sector, corporate financial and public sector debt for 72 countries.

полученных нефинансовыми секторами из всех секторов, плюс сумма кредитов, предоставленных органам государственного управления, по рыночной стоимости.

Примечание: страны с развитой экономикой: Австралия, Дания, еврозона, Канада, Новая Зеландия, Норвегия, Соединенное Королевство, Соединенные Штаты Америки, Швейцария, Швеция и Япония. Страны с формирующейся рыночной экономикой: Аргентина, Бразилия, Венгрия, Гонконг (Китай), Израиль, Индия, Индонезия, Китай, Колумбия, Малайзия, Мексика, Польша, Республика Корея, Российская Федерация, Саудовская Аравия, Сингапур, Таиланд, Турция, Чехия, Чили и Южная Африка.

5. Хотя основные банковские секторы в большинстве развитых стран укрепили свои позиции и значительно снизили свою долговую нагрузку, лазейки в регулировании привели к возрождению неконтролируемых теневых рынков кредитных дефолтных свопов (страховка от дефолта), что серьезно усилило риск цепной реакции в случае краха на основных рынках³. В более общем плане, тенденции финансовой реализации, которые привели к финансовому краху десять лет назад – высокая прибыльность финансовых секторов, опережающих реальные сектора экономики, усиление зависимости нефинансовых компаний от доходов от финансовых операций, распространенность краткосрочных инвестиционных стратегий (включая слияния и обратный выкуп акций), а также поведение потребителей, привлекаемых безудержным ростом цен активов и доступностью кредитов, – продолжают иметь место. Еще одной причиной обеспокоенности является повсеместно наблюдаемое резкое усиление концентрации ведущих нефинансовых (особенно высокотехнологичных) секторов⁴. В совокупности эти тенденции не только ведут к усилению финансовой нестабильности, но и оказывают постоянное понижающее давление на совокупный спрос, доходы и занятость, тем самым замедляя рост мировой экономики.

6. Изобилие дешевых кредитов благоприятствовало буму трансграничных потоков частного капитала. Такие бумы не способствовали глобальному росту инвестиций в 1990-е годы, и их неустойчивость и «процикличность» – приток дешевых кредитных ресурсов в хорошие времена и внезапный резкий отток капитала при первых признаках потенциальных трудностей – являются одной из основных причин финансовых и валютных кризисов в развивающихся странах в тот период, а также азиатского финансового кризиса 1997 года. В посткризисный период не наблюдалось никакого прогресса в регулировании потоков частного капитала в интересах долгосрочных производственных инвестиций и развития. Сегодня частные трансграничные потоки капитала не только не стали менее волатильными, чем в 1990-х годах; их колебания стали еще более масштабными и резкими⁵. Эти колебания, внезапно меняющие свою направленность, во все большей степени определяются внешними и общемировыми факторами, например, изменениями в глобальной ситуации с ликвидностью и рисками, ужесточением финансовых условий и повышением курса доллара, а не специфическими страновыми факторами⁶. Одно из важных последствий заключается в том, что резкие изменения в направленности потоков частного капитала отражаются на устойчивости долговой ситуации в развивающихся странах в целом, вне зависимости от усилий правительств создать благоприятные макроэкономические условия, характеризующиеся, например,

³ M Greenberger, 2018, Too big to fail U.S. [United States] banks' regulatory alchemy: Converting an obscure agency footnote into an «At Will» nullification of Dodd-Frank's regulation of the multi-trillion dollar financial swaps market. Institute for New Economic Thinking Working Paper № 74.

⁴ F Diez, D Leigh and S Tambunlertchai, 2018, Global market power and its macroeconomic implications, International Monetary Fund Working Paper № 18/137; ЮНКТАД, 2017 год, *Доклад о торговле и развитии, 2017 год: От мер жесткой экономики к глобальному новому курсу* (издание Организации Объединенных Наций, в продаже под № R.17.II.D.5) глава VI.

⁵ B Eichengreen, P Gupta and O Masetti, 2017, Are capital flows fickle? Increasingly? And does the answer still depend on type? World Bank Policy Research Working Paper 7972, B Eichengreen and P Gupta, 2016, Managing sudden stops, World Bank Policy Research Working Paper 7639.

⁶ E Cerutti, S Claessens and D Puy, 2015, Push factors and capital flows to emerging markets: Why knowing your lender matters more than fundamentals, International Monetary Fund Working Paper № 15/127.

относительно низким уровнем государственного долга, небольшим дефицитом бюджета, низкими темпами инфляции и крупными валютными резервами.

7. В то же время секторальная динамика, ведущая к формированию долгового пузыря и возможным долговым кризисам, изменились. Десять лет назад бесконтрольный рост задолженности домашних хозяйств в Соединенных Штатах Америки и чрезмерные заимствования финансовых учреждений привели к катастрофе. Даже несмотря на то, что потребление домашних хозяйств с опорой на заемные средства в Соединенных Штатах вновь находится на подъеме, это возобновление роста задолженности сглаживается незавершенным процессом ликвидации долгов, накопленных до глобального финансового кризиса⁷. Вместо этого основным поводом для беспокойства стал быстрый рост корпоративного долга в нефинансовом секторе развитых стран и крупных стран с формирующейся рыночной экономикой, где рынки корпоративных облигаций и небанковские посредники играют все более важную роль. Согласно данным «Стэндрд энд Пур Глобал» задолженность нефинансовых корпораций на протяжении большей части прошлого десятилетия росла быстрее, чем ВВП в номинальном выражении. На глобальном уровне свыше трети нефинансовых корпораций сегодня имеют очень высокий уровень долга, превышающий их доходы в пять и более раз по сравнению всего лишь с 5% в 2007 году; при этом объем корпоративных облигаций неинвестиционного класса увеличился с 2008 года в четыре раза⁸. Рынки корпоративных облигаций особенно бурно росли в крупных странах Азии и Латинской Америки с формирующейся рыночной экономикой, причем, несмотря на все еще сравнительно низкие процентные ставки, риск дефолта становится все более реальным примерно для 20–25% корпоративных облигаций⁹.

В. Эволюция и динамика растущего бремени задолженности в развивающихся странах

8. Нестабильные финансово-экономические условия создают серьезные проблемы для поддержания приемлемого уровня задолженности в развивающихся странах. В то время как держателями основной части глобального долга по-прежнему являются развитые страны, задолженность развивающихся стран и стран с формирующейся рыночной экономикой увеличилась с чуть менее 40% мирового ВВП в 2008 году до 93,2% в 2017 году. В развивающихся странах в целом совокупный объем внешней задолженности в период с 2008 по 2017 год рос в среднем за год на 8,5% и, по оценкам, достиг в 2017 году 7,64 трлн долл. США, увеличившись более чем на 80%. В тот же период совокупный объем внешней задолженности наименее развитых стран рос в среднем за год на 7,4%, увеличившись с 155 млрд долл. США до 293,4 млрд долл. США. Темпы роста внешнего долга стран с формирующейся рыночной экономикой были немного более высокими, достигая в среднем 9,5%¹⁰.

9. Для развивающихся стран в целом соотношение задолженности к ВВП возросло с 21,8% в 2008 году до 25,7% в 2017 году¹¹. Однако за этой общей цифрой скрываются более тревожные тенденции во все большем числе развивающихся стран. По данным Международного валютного фонда, к 2017 году отношение задолженности к ВВП превысило 70% в пятой части стран с формирующейся рыночной экономикой и стран со средним уровнем дохода, и 60% в одной пятой развивающихся стран с низким уровнем дохода¹². С учетом имплицитных обязательств, таких как расходы на

⁷ Reuters, 2018, Mortgage, groupon and card debt: How the bottom half bolsters U.S. [United States] economy, 23 July.

⁸ Standard and Poor's Global, 2018, Global corporate leverage trends 2018, 5 February.

⁹ S Lund, J Woetzel, E Windhagen, R Dobbs and D Goldshtein, 2018, Rising corporate debt: Peril or promise? McKinsey Global Institute Discussion Paper.

¹⁰ Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе онлайн-базы данных Всемирного банка, International Debt Statistics 2018.

¹¹ Там же.

¹² Группа наименее развитых стран Организации Объединенных Наций и группа развивающихся стран с низким уровнем дохода Международного валютного фонда имеют практически

пенсионное обеспечение и здравоохранение, эти показатели достигли соответственно 112% в странах с формирующейся рыночной экономикой и странах со средним уровнем дохода и 80% в странах с низким уровнем дохода¹³. Опираясь на результаты проводимого Международным валютным фондом анализа приемлемости уровня задолженности развивающихся стран, имеющих право на получение помощи по линии Фонда борьбы с нищетой и обеспечения роста, в настоящее время с серьезными долговыми проблемами сталкиваются 40% развивающихся стран с низким уровнем дохода по сравнению с 21% стран в 2013 году¹⁴. Число развивающихся стран с низким уровнем дохода, сталкивающихся с высокой вероятностью долгового кризиса или уже погрузившихся в него, выросло с 13 в 2013 году до 31 к середине 2018 года (в 24 странах кризис вероятен, и в 7 он уже наступил). К числу этих стран относятся 14 из 34 развивающихся стран с низким уровнем дохода, которые получали помощь на цели облегчения долгового бремени в рамках Инициативы в отношении долга бедных стран с крупной задолженностью и Многосторонней инициативы по облегчению бремени задолженности¹⁵.

10. Непосредственным следствием роста относительных показателей задолженности является усиление бремени обслуживания задолженности даже при благоприятных условиях финансирования. В группе развивающихся стран и стран с переходной экономикой отношение расходов по обслуживанию долга к объему экспорта увеличилось с 8,7% в 2011 году – самого низкого уровня с момента начала глобального финансового кризиса – до 15,4% в 2016 году. В 2017 году этот показатель снизился до 13,6% – главным образом вследствие повышения цен на некоторые сырьевые товары с середины 2016 года. В наименее развитых странах этот показатель также заметно увеличился – с 4,1% в 2008 году почти до 10% в 2017 году, – а в странах Африки к югу от Сахары он вырос более чем втрое – с 3,8% в 2011 году до 12,9% в 2017 году. В бедных странах доля процентных платежей в государственных поступлениях выросла более чем в два раза – с 5,7% в 2008 году до 14% в 2017 году, а в странах Африки к югу от Сахары она достигла 18,5% или почти 30% налоговых поступлений некоторых стран. Это бремя обслуживания задолженности приближается к тому уровню, который в последний раз наблюдался до запуска инициатив по облегчению бремени задолженности в начале 2000-х годов¹⁶. К другим признакам трудностей относятся рост доли краткосрочных долговых обязательств по отношению к долгосрочным в общем объеме внешней задолженности наряду с ощутимым замедлением роста международных резервов.

11. Эти события фактически свели на нет существенные успехи в обеспечении приемлемого уровня задолженности развивающихся стран в 2000-е годы, когда средние региональные показатели отношения долга к ВВП снизились в развивающихся странах до уровня от 40% до менее 20% при значительном сокращении расходов по обслуживанию долга. Помимо инициатив по облегчению долгового бремени в 1990-е и 2000-е годы немаловажную роль в обеспечении приемлемого уровня внешней задолженности во многих развивающихся странах сыграли направленная на стимулирование роста макроэкономическая политика и управление государственным долгом. Не менее важную роль при этом сыграли и очень благоприятные внешние факторы, такие, как низкая стоимость международных заемных средств и бурный рост спроса на экспорт многих развивающихся стран, что позволило правительствам сократить дефицит как бюджета, так и внешних расчетов.

одинаковый состав за исключением Нигерии и Вьетнама, которые фигурируют лишь в списке Фонда.

¹³ International Monetary Fund, 2018, *Fiscal Monitor: April 2018 – Capitalizing on Good Times*, Washington, D.C.

¹⁴ Оценку приемлемости уровня задолженности стран с низким уровнем дохода, имеющих право на получение помощи по линии фонда, см. www.imf.org/external/Pubs/ft/dsa/DSAlist.pdf (по состоянию на 5 июля 2018 года).

¹⁵ International Monetary Fund, 2018, *Macroeconomic developments and prospects in low-income developing countries: 2018*, International Monetary Fund Policy Paper.

¹⁶ Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе онлайн-базы данных Всемирного банка, *International Debt Statistics 2018*.

12. По причинам, которые знакомы по предыдущим эпизодам долговых и финансовых кризисов 1980-х и 1990-х годов, эта повышательная динамика длилась недолго: экономический спад в развитых странах, в данном случае вызванный глобальным финансовым кризисом, и вялый совокупный глобальный спрос в более широком плане подрывают возможности развивающихся стран обслуживать накопленный внешний долг в основной международной валюте. Проциклические трансграничные потоки дешевых международных кредитных ресурсов порождают финансовую нестабильность в развивающихся странах независимо от того, имеют они крупную задолженность или нет; еще больше осложняет ситуацию волатильность на сырьевых рынках, которые сами страдают от финансовой нестабильности, спекуляций и экономического спада.

13. Приемлемость задолженности развивающихся стран, зависящих от сырьевых товаров, серьезно пострадала в результате последнего резкого падения цен на них, начавшегося в 2011 году. Недавний рост среднего уровня цен на сырьевые товары, вызванный главным образом стабильным повышением цен на топливо с 2017 года, принес некоторое облегчение, хотя цены на сырьевые товары по-прежнему остаются ниже пикового уровня 2011 года. Важнейшим общим знаменателем усиления уязвимости развивающихся стран к долговой нагрузке является то, что более традиционные причины долгового кризиса усугубляются быстрой интеграцией недостаточно емких финансовых и банковских систем развивающихся стран, как государственных, так и частных, в волатильные и практически нерегулируемые международные финансовые рынки. Несоответствие реальным международным потокам государственного финансирования взятым обязательствам и ограниченность доступа к льготным ресурсам заставляют развивающиеся страны все чаще привлекать финансирование на коммерческих условиях на финансовых рынках развитых стран и открывать свои внутренние финансовые рынки для инвесторов-нерезидентов¹⁷. Развивающиеся страны также позволяют своим гражданам занимать и инвестировать за границей.

14. Это повлекло за собой ярко выраженное изменение в структуре задолженности развивающихся стран, значительно повышая их уязвимость перед рисками изменения рыночной конъюнктуры и рисками рефинансирования, например, вследствие сокращения сроков погашения долговых обязательств. В развивающихся странах в целом доля государственного и гарантированного государством внешнего долга перед частными кредиторами увеличилась с немногим более 40% в 2000 году до более 60% в 2017 году. Значительная часть государственной и гарантированной государством внешней задолженности сегодня приходится не на обязательства перед банками, а на облигационные займы, доля которых выросла с 24% в 2000 году до 43% в 2014 году¹⁸. К 2016 году 46% совокупной задолженности развивающихся стран с низким уровнем дохода – в два раза больше, чем в 2007 году – финансировались по нелюбимым каналам за счет быстрого роста с низкого исходного уровня внешних заимствований у коммерческих кредиторов¹⁹. Такое увеличение суверенного долга по облигациям стало одной из главных причин стремительного роста расходов на обслуживание долга,

¹⁷ Чистый объем официальной помощи в целях развития со стороны стран – членов Комитета содействия развитию Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) по-прежнему не достигает целевого показателя Организации Объединенных Наций, установленного на уровне 0,7% валового национального дохода доноров: в 2017 году эта помощь составила 146,6 млрд долл. США, сократившись по сравнению с 2016 годом в реальном исчислении на 0,6%. Потоки официальной помощи в целях развития для наименее развитых стран в последние годы стагнировали. См., например, OECD, 2018, Development finance data, доступно по адресу www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-data/ (по состоянию на 5 июля 2018 года).

¹⁸ A/71/276.

¹⁹ International Monetary Fund, 2018, *Fiscal Monitor: April 2018 – Capitalizing on Good Times*, Washington, D.C.

поскольку изменение направленности потоков капитала повышает доходность по международным суверенным облигациям развивающихся стран²⁰.

15. На протяжении 2000-х годов наблюдалась явная смена акцента с государственного и гарантированного государством долга на частные негарантированные займы, доля которых в совокупной внешней задолженности развивающихся стран увеличилась в период с 2000 по 2009 год с 28% почти до 50%. Такая модель внешних заимствований, которую первоначально опробовали страны Южной и Юго-Восточной Азии, была взята на вооружение странами Африки к югу от Сахары, где доля частного негарантированного долга в общем объеме долгосрочной внешней задолженности в первые 15 лет нового тысячелетия увеличилась в семь раз – с 10 млрд долл. США до 70 млрд долл. США²¹. Задолженность нефинансовых корпораций в странах с формирующейся рыночной экономикой уже перевалила за 30 трлн долл. США, немногим не достигая 95% от их совокупного ВВП и превышая сопоставимые уровни в развитых странах²². Риски, связанные с высоким уровнем корпоративной задолженности, очевидны: за пределами Китая, где корпоративные облигации в основном размещаются на внутреннем рынке, крупные компании из развивающихся стран редко имеют возможность надлежащим образом хеджировать свои долговые валютные риски через активы, находящиеся за рубежом. Таким образом, их обязательства в конечном счете обеспечиваются валютными резервами отечественной экономики. Когда внешний долг частного сектора выходит из-под контроля, правительствам зачастую ничего не остается, как только взять большую часть этих долгов на государственный баланс.

16. Тот факт, что существенная часть задолженности органов государственного управления деноминирована в иностранной валюте (примерно треть государственного долга развивающихся стран с высоким уровнем дохода и две трети долга развивающихся стран с низким уровнем дохода), означает, что курсовые риски еще более осложняют для всех развивающихся стран задачу поддержания задолженности на приемлемом уровне²³.

17. Правительства развивающихся стран стремятся решать проблему роста расходов на обслуживание суверенного долга по облигациям, деноминированным в международных валютах, путем переориентации на заимствования в местной валюте на внутреннем рынке. Данные Банка международных расчетов по 65 развивающимся странам и странам с формирующейся рыночной экономикой свидетельствуют о том, что доля внутренних долговых инструментов в долговом портфеле этих стран в целом выросла примерно с 56% в 2000 году до 87% в 2015 году. Объемы выпуска центральными правительствами 21 страны (по которой имеются соответствующие данные) внутренних долговых ценных бумаг увеличились более чем в десять раз – с 518,3 млрд долл. США в 2000 году до 5,3 трлн долл. США в 2015 году²⁴. Хотя таким образом правительства могут снизить свою уязвимость перед курсовыми колебаниями, если держателями значительной доли внутренних долговых обязательств являются иностранцы, высокая уязвимость перед внезапным оттоком капитала не уменьшится. Кроме того, для развивающихся стран переориентация с внешних на внутренние источники государственных заимствований часто означает обмен валютного дисбаланса на дисбаланс в сроках погашения долговых обязательств; таким образом, страны могут оказаться не в состоянии выпускать долгосрочные государственные ценные бумаги под стабильный процент, но, тем не менее, должны

²⁰ В качестве примера можно привести Замбию, которая эмитировала в 2015 году облигации на 1,25 млрд долл. США под 11,4% по сравнению с 5,63% в 2012 году. Аналогичным образом, доходность по облигациям Мозамбика, эмитированным в июне 2016 года, составляла 16,26%; несколькими годами ранее она была гораздо ниже.

²¹ A/71/276.

²² J Wheatley, 2018, Upturn in global debt to pile pressure on emerging markets, *Financial Times*, 11 July.

²³ International Monetary Fund, 2018, *Fiscal Monitor: April 2018 – Capitalizing on Good Times*, Washington, D.C.

²⁴ Bank for International Settlements International Banking and Financial Statistics database, 2016; A/71/276.

быть готовы погашать или рефинансировать свои краткосрочные обязательства и обязательства с приближающимся сроком погашения.

18. Короче говоря, в глобальной экономической среде, в которой практически бесконтрольно властвуют международные финансовые рынки и по-своему чувствительные к повседневным экономическим новостям финансовые игроки, развивающиеся страны имеют ограниченные политические возможности привлекать заемные средства на устойчивой основе для финансирования долгосрочных стратегий в области развития. Такие стратегии, когда их реализация зависит от международной эмиссии суверенных облигационных займов, внутренних рынков облигаций или корпоративных займов, могут оказаться под угрозой из-за внезапного изменения направленности международных потоков дешевых кредитных ресурсов в ответ на изменения в политических переменных, неподконтрольные правительствам развивающихся стран, за которыми обычно следует бегство национального капитала. Бремя задолженности, которое представляется разумным при благоприятных условиях, может быстро выйти из-под контроля не только в силу того, что расходы по обслуживанию задолженности на нелюбимых условиях могут очень быстро возрасти. Например, в условиях долгового кризиса, вызванного проциклическим характером потоков частного капитала на нерегулируемых международных финансовых рынках, девальвация валют для улучшения экспортных перспектив одновременно увеличивает стоимость долговых обязательств, деноминированных в иностранной валюте. Необходимость обслуживать растущую задолженность заставляет экспортеров сырьевых товаров продолжать производство, потенциально увеличивая и без того избыточное предложение и тем самым оказывая понижающее давление на сырьевые цены.

Тяжелое положение развивающихся стран со средним уровнем дохода и малых островных развивающихся государств

19. Растущая долговая уязвимость, обусловленная глобальной финансовой интеграцией и повторяющимися циклами финансовой нестабильности, присуща всем развивающимся странам независимо от среднего уровня дохода на душу населения. Формирующиеся валютные и долговые кризисы в Аргентине, Турции и других крупных развивающихся странах являются суровым напоминанием об этом факте. В Аддис-Абебской программе действий конкретно признается, что страны со средним уровнем дохода «по-прежнему сталкиваются с серьезными проблемами на пути к достижению целей в области устойчивого развития» (пункт 71). Этим проблемам пытаются найти самые разные объяснения, начиная от структурных факторов, формирующих поворотные точки в процессе развития, и кончая более общими соображениями, касающимися усиления препятствий для дальнейшей экономической диверсификации²⁵ в нынешней нестабильной и медленно растущей глобальной экономике в сочетании с усилением нагрузки на институциональный и политический потенциал стран со средним уровнем дохода, мешающим эффективно реагировать на растущие потребности в инвестициях для придания импульса запоздалой индустриализации²⁶.

20. Структурная стагнация в развивающихся странах со средним уровнем дохода усугубляет не только затяжным вялым ростом мировой экономики, но и усиливающимся дисбалансом в структуре задолженности и сроках ее погашения вследствие бессистемной интеграции их меняющихся производственных и финансовых механизмов в международные финансовые рынки. Преимущества в виде

²⁵ Примерами таких поворотных точек являются повышательное давление на уровень реальной заработной платы по мере того, как дешевая избыточная рабочая сила из традиционных секторов экономики поглощается современными обрабатывающими отраслями, а также нехватка квалифицированных кадров, которая с определенного момента начинает осложнять движение вверх по технологической лестнице.

²⁶ ЮНКТАД, 2016 год, *Доклад о торговле и развитии, 2016 год: структурная трансформация в интересах всеохватного и устойчивого роста* (Издание Организации Объединенных Наций, Нью-Йорк и Женева), стр. 40–42; R Doner and B Schneider, 2016, *The middle-income trap: More politics than economics*. Massachusetts Institute of Technology Working Paper.

получения доступа к более широкому кругу финансовых и долговых инструментов на международных рынках капитала могут перевешиваться отсутствием достаточных возможностей для оценки связанных с ними рисков и привлечения льготного финансирования и помощи в облегчении долгового бремени. Исключение из числа бенефициаров такой помощи лишь на основе общего показателя дохода на душу населения игнорирует тот факт, что в этих странах по-прежнему проживает большая часть малоимущего населения планеты²⁷. Многие малые островные развивающиеся государства, которые одновременно с этим в основном относятся к странам со средним уровнем дохода, сталкиваются с дополнительными препятствиями, вытекающими из их растущей и все более регулярной подверженности стихийным бедствиям. Совокупный объем внешней задолженности этих государств с 2008 по 2017 год вырос более чем в два раза, а средний показатель соотношения долга и ВВП увеличился с 28,3% в 2008 году до 58,2% в 2017 году, причем в некоторых странах он значительно превышает 100%. Средний показатель соотношения выплат в счет обслуживания долга к экспорту также значительно ухудшился, с 8,6% в 2008 году до 19,2% в 2017 году, в то время как соотношение внешнего долга к объему экспорта увеличилось с 67,4% до 163,8% ВВП. Государственные финансы по-прежнему задыхаются под тяжелым бременем расходов на обслуживание долга, на которые уходило 16% государственных доходов в 2010 году и уже в два с лишним раза больше (40%) в 2015 году²⁸. Хотя международное сообщество в определенной степени уже признало необходимость уделять особое внимание тяжелому положению малых островных развивающихся государств, которые сталкиваются с периодическими долговыми и финансовыми трудностями после природных явлений, являющихся источником их уязвимости, необходим более всеобъемлющий многосторонний подход к решению проблем систематического недофинансирования долгосрочных программ адаптации к изменению климата и неуместной в этих условиях опоры на внутренние ресурсы и краткосрочные инструменты страхования.

III. Предотвращение долговых кризисов: варианты международной и национальной политики

21. Внешнее финансирование через долговые инструменты является одним из ключевых элементов любой стратегии развития по мере того, как производственные и финансовые структуры развивающихся стран становятся все более сложными. В условиях продолжения бурного процесса глобальной финансовой интеграции перед директивными органами развивающихся стран, равно как и перед международным сообществом, встает вопрос о том, как использовать потенциал внешнего финансирования, в том числе долгового, в интересах национальных стратегий развития, сводя при этом к минимуму риски, возникающие в нестабильной и волатильной глобальной экономической среде.

22. Решение политических дилемм, связанных с ростом долговой уязвимости развивающихся стран, приобретает особенно важное значение с учетом задач своевременного осуществления Повестки дня в области устойчивого развития на период до 2030 года. Несмотря на расхождения в оценках, потребности в инвестициях, по общему мнению, измеряются в триллионах, а не в миллионах долларов²⁹. Тем не менее в некоторых развивающихся странах, ресурсы, направляемые на обслуживание

²⁷ World Bank, 2016, Assisting middle-income countries in their quest to turn «billions to trillions», 25 July, см. www.worldbank.org/en/news/feature/2016/10/25/assisting-middle-income-countries-in-their-quest-to-turn-billions-to-trillions (по состоянию на 5 июля 2018 года).

²⁸ Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе онлайн-базы данных Всемирного банка, International Debt Statistics 2018.

²⁹ G Schmidt-Traub, 2015, Investment needs to achieve the sustainable development goals: Understanding the millions and trillions, Sustainable Development Solution Network Working Paper.

долга, в настоящее время в несколько раз превосходят бюджетные ассигнования на деятельность, связанную с целями в области устойчивого развития³⁰.

23. Тот факт, что развивающиеся страны в течение последних десятилетий сталкиваются с непрерывным чистым оттоком ресурсов в развитые государства, лишний раз указывает на масштабы этой проблемы. Согласно одной из оценок, с 1980 года развивающиеся страны являются нетто-поставщиками ресурсов для остальных стран мира, которые получили от них порядка 16,3 трлн долл. США³¹. Ранее Организация Объединенных Наций уже обращала внимание на то, что внешний долг играет центральную роль в этой динамике чистого оттока ресурсов из развивающихся стран в развитые, которая усугубляется из-за усиления зависимости от (ре)финансирования этой задолженности через международные финансовые рынки, а не по двусторонним и многосторонним каналам³². Отголоском этой озабоченности в последнее время стали результаты исследования, сигнализирующие о проблеме оттока ресурсов из развивающихся стран в связи с сохранением негативной разницы между доходностью их зарубежных активов и внешних обязательств по сравнению с положительной разницей в развитых странах³³. Вместе с тем растет обеспокоенность по поводу незаконного оттока финансовых средств из развивающихся стран в условиях быстро меняющегося характера международного производства и создания стоимости, которые в недостаточной степени регулируются международным сотрудничеством в налоговой сфере, помогающим развивающимся странам контролировать налоговые поступления от участия в глобальном производстве³⁴.

А. Международная арена: основные проблемы и варианты политики

Международная валютно-финансовая система: укрепление элементов, благоприятствующих развитию

24. Учитывая глобальный характер многих факторов, определяющих приемлемость уровня задолженности развивающихся стран, реформирование политики на уровне управления международной валютно-финансовой деятельностью является жизненно необходимым. Ключевые функции международной валютно-финансовой системы состоят в том, чтобы генерировать международную ликвидность, необходимую для сбалансированного роста занятости и производительности в экономике разных стран, и обеспечивать баланса между координацией международной политики и необходимостью сохранения у стран определенного пространства для маневра.

25. В настоящее время развивающимся странам необходим стабильный доступ к международной ликвидности, хотя наличие такой ликвидности и условия доступа к ней остаются вне их контроля. Эта асимметрия в современной международной валютно-финансовой системе ведет к тому, что развивающимся странам приходится искать дополнительное внешнее финансирование, что повышает для них риск кризиса платежного баланса, в то время как колебания валютных курсов отрицательно сказываются на торговых и инвестиционных решениях³⁵. В отсутствие всеобъемлющей глобальной системы финансовой безопасности для оказания поддержки странам, пострадавшим от внезапных изменений в глобальных торговых и финансовых условиях, бремя корректировки углубляющихся макроэкономических

³⁰ Оценки на основе Government Spending Watch database, 2018

(www.governmentspendingwatch.org/spending-data, по состоянию на 5 июля 2018 года).

³¹ Global Financial Integrity, 2016, Financial flows and tax havens: Combining to limit the lives of billions of people, 5 December, см. www.gfintegrity.org/report/financial-flows-and-tax-havens-combining-to-limit-the-lives-of-billions-of-people/ (по состоянию на 5 июля 2018 года).

³² A/42/272-E/1987/72.

³³ Y Akyüz, 2017, External balance sheets of emerging economies: Low yielding assets, high-yielding liabilities, The South Centre; См. International Monetary Fund, 2018, *External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions*, Washington, D.C.

³⁴ TD/B/EFD/1/2.

³⁵ JA Ocampo, 2017, *Resetting the International Monetary (Non)System*, United Nations University World Institute for Development Economics Research, Oxford University Press, Oxford and Helsinki.

диспропорций ложится на страны, испытывающие дефицит финансирования, которым приходится проводить политику жесткой экономии, сдерживающую рост, и самим создавать дорогостоящие системы страхования путем накопления крупных валютных резервов.

26. Благоприятная для развития международная валютно-финансовая система должна позволять избегать такой неоправданной траты ресурсов и активно содействовать структурным преобразованиям в развивающихся странах с помощью механизмов, гарантирующих им долгосрочный доступ к зарубежному спросу, т.е. к надежным экспортным рынкам, тем самым помогая им расплатиться с внешними долгами, а также систематически поощряя страны с высокопроизводительной профицитной экономикой направлять свои излишки в страны с менее высокой производительностью труда. Такой перераспределение ресурсов должно принимать форму стимулирующей национальной политики, поощряющей внутренний спрос на импортные товары из стран с менее высокой производительностью труда и дефицитом ресурсов, инвестиции в эти страны (вместо накопления международных резервов или инвестирования избыточных ресурсов на международных финансовых рынках) и кредитование стран с менее высокой производительностью труда на разумных и даже льготных условиях.

27. Хотя технические меры по переносу, хотя бы частично, бремени корректировки международной валютно-финансовой системы на страны с высокопроизводительной профицитной экономикой в целях долговременного стимулирования совокупного глобального спроса в прошлом уже предлагались, они никогда не находили всеобщей многосторонней политической поддержки, необходимой для их реализации³⁶. Более реалистичной мерой, позволяющей по крайней мере смягчить остроту нынешних проблем с устойчивым предложением международной ликвидности, могло бы стать реформирование выпуска и распределения специальных прав заимствования в целях генерирования дополнительных международных финансовых ресурсов на цели развития. Специальная эмиссия таких финансовых инструментов для этой цели помогла бы высвободить национальные ресурсы для развития путем сокращения потребностей в международных резервах и облегчения доступа к финансированию развития на льготных условиях с низкой степенью риска³⁷.

28. Реформы механизмов регулирования в целях стабилизации международных финансовых рынков дали весьма скромные результаты. В отсутствие более согласованной международной политики, призванной взять под контроль процесс финансиализации, развивающимся странам следовало бы рассмотреть возможность введения мер контроля за движением капитала в качестве ключевого механизма управления финансовыми потоками и внешней задолженностью на протяжении глобальных кредитных и финансовых циклов. Кроме того, важнейшее значение имеет проактивная политика управления задолженностью, с тем чтобы закрепить благоприятные условия финансирования на многие годы вперед³⁸. В то же время, сохраняющаяся нестабильность на международных финансовых рынках также чревата последствиями для международной повестки дня в области финансирования развития с очевидным упором на использование инструментов смешанного финансирования. Повсеместному внедрению инструментов такого финансирования должна предшествовать разработка более четких правил их использования, с тем чтобы избежать опасности переноса краткосрочных акцентов, преобладающих на нерегулируемых международных финансовых рынках, в сферу финансирования развития, что прямо сказалось бы на возможностях контроля за уровнем

³⁶ M Amato and L Fantacci, 2014, Back to which Bretton Woods? Liquidity and clearing as alternative principles for reforming international money, *Cambridge Journal of Economics*, 38(6):1431–1452; X Zhou, 2009, Reform the international monetary system, People's Bank of China, 23 March.

³⁷ Департамент по экономическим и социальным вопросам, 2012 год, *Обзор мирового экономического и социального положения, 2012 год: в поисках новых источников финансирования развития* (издание Организации Объединенных Наций, в продаже под № R. 12. II. C.1, Нью-Йорк).

³⁸ Department of Social and Economic Affairs, 2018, Navigating financial risks through macroprudential policies: Recent experiences of emerging economies, Policy Brief № 57.

задолженности развивающихся стран. Сглаживанию этих негативных последствий способствовала бы разработка инструментов регулирования, обязывающих реинвестировать частные доходы от проектов смешанного финансирования в развивающихся странах. Дополнительные возможности для облегчения доступа развивающихся стран к ресурсам в целях финансирования развития и, следовательно, вывода бремени задолженности на более приемлемый уровень видятся в решимости развитых стран выполнить взятые ими на себя обязательства по оказанию официальной помощи в интересах развития и поддержки ими предложений значительно увеличить капитал многосторонних банков развития. Аналогичным образом, поддержка региональных механизмов, таких как региональные клиринговые союзы и соответствующие договоренности по финансовым вопросам, заслуживают дополнительного внимания.

29. Международные усилия по преодолению растущей обеспокоенности непосильным бременем задолженности в развивающихся странах направлены на поощрение принципов «мягкого права», призванных воспитывать добровольное ответственное отношение к суверенному кредитованию и заимствованиям³⁹. Разработанные ЮНКТАД принципы ответственного суверенного кредитования и заимствования (2012 год) стали первым шагом в этом направлении и до сих пор остаются наиболее всеобъемлющей нормативной базой, регулирующей применение передовой практики суверенного кредитования и заимствования на основе сложившихся международно-правовых норм и обычаев, которые опираются на принципы транспарентности, легитимности, беспристрастности, прозрачности, добросовестности и устойчивости⁴⁰. Эти принципы стали результатом обширных правовых и экономических исследований, а также широкого процесса консультаций с участием свыше 70 государств-членов из числа кредиторов и должников, Международного валютного фонда, Всемирного банка, ОЭСР и Парижского клуба и т.д. Кроме того, эти принципы были отмечены в Повестке дня, высоко оценены в многочисленных резолюциях Генеральной Ассамблеи Организации Объединенных Наций и фигурируют в качестве стандартного пункта в докладе Межучрежденческой целевой группы, касающемся обзора ситуации с финансированием развития и последующей деятельности. В недавних аналогичных инициативах, например, в Руководящих принципах ответственного финансирования Группы 20 (2017 год)⁴¹, важное внимание уделяется передовой практике и политическим рекомендациям с точки зрения устойчивости рыночных и инновационных финансовых инструментов и стратегий.

30. Такие инициативы в области «мягкого права» направлены на расширение консенсуса в отношении того, что является ответственным поведением как кредиторов, так и заемщиков, с тем чтобы уменьшить вероятность возникновения кризиса суверенной задолженности, а также поощрять коллективную ответственность, более транспарентные процедуры и более справедливые и эффективные пути урегулирования долговых кризисов. Несмотря на то, что по определению принципы «мягкого права» не являются юридически обязательными и предполагают добровольное присоединение, формирование широкого консенсуса может сыграть очень важную роль, прокладывая путь к гармонизации нормативного регулирования на национальном и международном уровнях и, в конечном счете, к реформированию рамочных механизмов, имеющих обязательную юридическую силу. Существуют различные, но в принципе дополняющие друг друга инструменты обеспечения более эффективного применения нормативных основ и руководств по передовой практике. Они могут заранее включаться в юридические положения договоров, регулирующих выпуск суверенных облигаций; можно активизировать скоординированные усилия для содействия их распространению и созданию национальных институциональных и нормативных механизмов для систематического применения; судебные органы –

³⁹ A/72/253.

⁴⁰ Более подробный анализ этих принципов см. JP Bohoslavsky and M Goldmann, eds., 2016, Special Edition on Sovereign Debt, *The Yale Journal of International Law*, 42(2).

национальные суды или арбитражные палаты – могли бы принимать такие руководящие принципы во внимание в своих собственных действиях и решениях.

31. И наконец, в тех случаях, когда бремя задолженности явно выходит из-под контроля в силу внешних потрясений (затрагивающих потоки капитала, цены на сырье или экологию), возможно, следовало бы рассмотреть вопрос о возобновлении инициатив по облегчению долгового бремени в интересах стран с высокой степенью уязвимости. Для этого потребуются усовершенствовать критерии оценки права на получение помощи и ее размера, которые выходили бы за рамки простых показателей ВВП на душу населения, а также разработать механизмы увязывания выгод от облегчения долгового бремени с инвестициями, призванными содействовать достижению целей в области устойчивого развития. Так, механизмы своп-опционов, предложенные, например, Экономической комиссией для Латинской Америки и Карибского бассейна в связи с изменением климата или для определения льготных условий ex-post, могут способствовать эффективному использованию помощи на цели облегчения бремени задолженности странами-бенефициарами.

Рамочные механизмы оценки приемлемости уровня задолженности развивающихся стран

32. Определения того, какое бремя задолженности можно считать приемлемым, непосредственно влияют на процесс разработки политики для устранения критических ситуаций. Стандартное определение приемлемого уровня задолженности основывается на соотнесении набора макроэкономических и политических переменных со стабильностью долговой ситуации, при которой нет необходимости в дефолте, реструктуризации задолженности или необычно масштабных мерах корректировки⁴². Характерной чертой такого подхода является акцент на краткосрочной динамике задолженности на основе среднесрочных и долгосрочных прогнозов макроэкономических ситуаций, чреватых проблемами с точки зрения политики. Как уже неоднократно отмечалось⁴³, проблема заключается не только в том, что долгосрочные макроэкономические прогнозы страдают от серьезных ошибок прогнозирования; упор на краткосрочные политические переменные, такие, как первичный бюджетный профицит, может диктовать необходимость проведения в приоритетном порядке саморазрушительной политики бюджетной экономии, которая подрывает долгосрочные перспективы роста и устойчивость задолженности, заставляя страны сокращать долгосрочные инвестиции до уровней, соответствующих их краткосрочным долговым обязательствам. Близорукий акцент на удовлетворение требований кредиторов в ущерб инвестициям в долгосрочное развитие делает такой стандартный подход к определению и оценке приемлемости долговой нагрузки несовместимым с реализацией Повестки дня в области устойчивого развития на период до 2030 года. Поэтому следует рассмотреть альтернативные подходы к определению приемлемости долгового бремени применительно к более долгосрочным целям развития, в которых компромисс между бременем задолженности и фискальной свободой диктовался бы четкими политическими соображениями, в том числе необходимостью выделения развивающимися странами все большей доли своих ресурсов на реализацию Повестки дня на период до 2030 года.

В. Национальные проблемы и варианты политики

33. В условиях, когда бремя задолженности в развивающихся странах достигает критического уровня, управление внутренним долгом приобретает особое значение. В этой связи большой интерес в последнее время уделяется долговым инструментам, которые помогают сгладить воздействие внешних потрясений на экономику

⁴² International Monetary Fund, 2013, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, 9 May.

⁴³ U Panizza, 2015, Debt sustainability in low-income countries: The grants versus loans debate in a world without crystal balls, Fondation pour les études et recherches sur le développement international Working Paper 120; O Blanchard, 1990, Suggestions for a new set of fiscal indicators, OECD Economics Department Working Paper № 79.

развивающихся стран, таким как государственные условные долговые инструменты⁴⁴. Речь идет о финансовых инструментах, погашение которых увязано в договорном порядке с государственными показателями (такими, как ВВП, инфляция или товарные цены) или оговоренными событиями (например, стихийными бедствиями или эпидемиями). Призванные улучшить управление долгом благодаря увязыванию обслуживания задолженности развивающихся стран с их платежеспособностью, оцениваемой на основе таких показателей, государственные условные долговые инструменты могут предоставлять необходимую ликвидность в периоды стресса на международных финансовых рынках, а также снижать вероятность дорогостоящей реструктуризации, предлагая механизм автоматической корректировки. Несмотря на эти потенциальные выгоды, до сих пор применение таких инструментов сводилось к нескольким случаям выпуска облигаций «под катастрофы» и «под изменение климата»⁴⁵. Главная проблема с государственными условными долговыми инструментами заключается в необходимости заручиться доверием к ним со стороны инвесторов. Повышенные рисковые премии, связанные с риском недобросовестности, новизной, а также качеством и транспарентностью данных, удерживают от работы с этими инструментами участников рынка, который остается либо крайне низколиквидным, либо вообще не существует. Нынешний опыт свидетельствует о важности активного участия многосторонних банков развития и стран-доноров в создании условий, необходимых для более систематического использования таких документов.

34. Хотя развитие внутренних рынков облигаций является важным шагом в эволюции внутреннего потенциала управления задолженностью, переключение с внешних на внутренние заимствования не является панацеей от растущей долговой уязвимости, поскольку оно сопряжено с целым рядом отдельных рисков (см. раздел II выше). В то же время в более общем плане согласованные усилия по углублению местной банковской и финансовой систем действительно являются одним из ключевых механизмов поддержки мобилизации внутренних ресурсов и развития частного сектора, в частности в тех случаях, когда цель проводимой политики заключается в обеспечении динамичных секторов экономики долгосрочным финансированием. Особое значение имеет стратегическая координация денежно-кредитной и бюджетно-финансовой политики для создания условий, благоприятствующих активной внутренней инвестиционной деятельности, стабильности валютных курсов и устойчивости внешней задолженности на протяжении длительного периода времени. В отношении денежно-кредитной политики важно учитывать весь диапазон имеющихся инструментов, например, инструментов контроля за движением капитала, а также макропруденциальных мер, с тем чтобы способствовать одновременному регулированию цен, валютного курса и финансовой стабильности. В случае бюджетно-финансовой политики важнейшими направлениями внутриполитических усилий должны стать повышение собираемости налогов и борьба с незаконным выводом финансовых средств⁴⁶. Улучшение мобилизации внутренних ресурсов может, в свою очередь, способствовать расширению бюджетных возможностей для финансирования инвестиций в достижение целей в области устойчивого развития без ущерба для устойчивости долгового бремени.

35. И наконец, пристальное внимание следует уделить укреплению потенциала и инвестициям в области качества и транспарентности данных о задолженности. Повышение доступности и качества данных о задолженности является необходимым условием разработки надлежащих стратегий обеспечения приемлемого уровня задолженности, будь то на национальном или международном уровнях, особенно с учетом усложнения долговых инструментов и необходимости укрепления потенциала в области управления оперативными рисками. В настоящее время охват внешней

⁴⁴ Например, International Monetary Fund, 2017, State-contingent debt instruments for sovereigns, International Monetary Fund Policy Paper.

⁴⁵ UNCTAD, 2017, Environmental vulnerability and debt sustainability in the Caribbean: Do we have enough tools to address catastrophic risk? Policy Brief № 62.

⁴⁶ См. TD/B/EDF/1/2.

задолженности государственного сектора во многих развивающихся странах остается неполным, а механизмы и системы регистрации данных о задолженности, представления отчетности и мониторинга, как правило, страдают слабостью применительно как к внутренней (включая субнациональный долг), так и к частной задолженности. Особую обеспокоенность вызывает накопление неучтенной (скрытой) задолженности по причине недостаточного мониторинга и учета внешних условных обязательств, связанных с государственными гарантиями, например, в контексте государственно – частных партнерств, и внешних обязательств, которые выпускаются отечественными частными фирмами через офшорные или забалансовые структуры. Нынешние усилия международного сообщества по совершенствованию интегрированных национальных систем управления задолженностью в развивающихся странах, в том числе усилия Международного валютного фонда, Всемирного банка и двух глобальных поставщиков услуг по регистрации долговых инструментов и отслеживанию операций с ними – Секретариата Содружества и Системы управления задолженностью и финансового анализа ЮНКТАД, требуют дальнейшей активизации.

IV. Урегулирование долговых кризисов: совершенствование механизмов реструктуризации суверенного долга

36. В связи с ростом числа случаев острых долговых проблем и дефолта по долгам в развивающихся странах давние споры о необходимости совершенствования существующих механизмов реструктуризации суверенного долга приобретают новую актуальность. Существующие процедуры урегулирования кризисов суверенной задолженности являются разрозненными, медленными и часто приводят к несправедливому распределению бремени и высоким экономическим, социальным и политическим издержкам для суверенных должников⁴⁷. Стимулы для должников и кредиторов таковы, что откладывание официального объявления неплатежеспособности, в отличие от признания неликвидности, приобретает первостепенное значение: государства неохотно объявляют себя неплатежеспособными, опасаясь возникновения финансового кризиса у себя дома. Готовые на сотрудничество кредиторы заинтересованы в недопущении такого хаоса, с тем чтобы сохранить рыночную стоимость своих активов. Субоптимальный коллективный итог можно выразить словами: «слишком мало и слишком поздно». Важно отметить, что после запуска реструктуризации суверенной задолженности должник должен применительно к разным видам долговых контрактов проводить переговоры по отдельности с каждой категорией кредиторов (двусторонними, многосторонними и частными).

37. Один из основных подходов к проведению реформ подразумевает совершенствование в первоочередном порядке уже существующих рыночных механизмов реструктуризации суверенной задолженности, в частности по суверенным облигациям, находящимся в частных руках. Помимо условных государственных долговых инструментов в ходе прений пристальное внимание уделялось также более широкому и продуманному использованию при выпуске государственных облигационных займов положений о коллективных действиях. Эти положения включаются в первоначальный долговой контракт и позволяют объявлять обязательную для всех кредиторов реструктуризации долга в том случае, когда согласованный текст соглашения получает минимально необходимый уровень поддержки, заранее оговариваемый в контракте. Другие предложения, которые могут рассматриваться как рыночные, касаются уточнения положения *pari passu* (равное обращение), которое привлекло к себе внимание в контексте рассмотрения дел Аргентины в судах Соединенных Штатов до 2016 года.

⁴⁷ ЮНКТАД, 2015 год, *Доклад о торговле и развитии, 2014 год: Поставить международную финансовую архитектуру на службу развития* (Издание Организации Объединенных Наций, в продаже под № R.15.P.D.4, Нью-Йорк и Женева).

38. Преимуществом таких рыночных подходов является их добровольный характер и тот факт, что они согласовываются заранее до начала любого кризиса и позволяют проводить поэтапную реформу, что может быть полезным для обеспечения рыночной стабильности и снижения уровня неопределенности. Хотя такой подход к реформам направлен на совершенствование переговоров о реструктуризации задолженности между частными сторонами, что можно только приветствовать, он ограничивается задолженностью по облигациям и не применяется ретроактивно к их предыдущим выпускам или для решения проблем потенциальных провалов переговоров. Таким образом, предложения по реформированию положений о коллективных действиях и уточнению оговорки *pari passu* не позволяют реально ограничить роль держателей облигаций, отказывающихся от сотрудничества («уклоняющиеся кредиторы»), и кредиторов, специализирующихся на проблемных долговых инструментах. Несмотря на то, что в связи с последним аспектом на уровне национального законодательства был достигнут определенный прогресс, он не коснулся основных правовых систем, правила которых обычно регулируют выпуск облигационных займов.

39. С учетом этих недостатков повысилось внимание к более системным подходам к реформированию механизмов реструктуризации суверенной задолженности на многостороннем уровне. С начала первых крупных кризисов задолженности в развивающихся странах в конце 1970-х и начале 1980-х годов⁴⁸ ЮНКТАД утверждала, что процедуры упорядоченного урегулирования проблемы суверенного долга должны отвечать двум целям: они должны помогать не допустить разрушения финансовой системы в странах, испытывающих трудности с обслуживанием своих внешних обязательств, и они должны обеспечивать механизмы, облегчающие справедливую реструктуризацию долга, который уже не может обслуживаться по условиям первоначального договора. Эти цели можно достичь и без полномасштабной международной процедуры банкротства, как, например, предложил Международный валютный фонд в начале 2000-х годов. В основу многостороннего рамочного механизма реструктуризации суверенного долга могут лечь следующие основные характеристики:

a) временный мораторий на погашение государственных и/или частных долговых обязательств, объявляемый в одностороннем порядке страной-должником с одобрения независимой группы, с тем чтобы избежать конфликт интересов;

b) мораторий на погашение долга должен сопровождаться введением валютного контроля, в том числе приостановкой конвертации валютных депозитов и других активов как резидентов, так и нерезидентов;

c) следует предусмотреть возможность финансирования «должников во владении», причем долги, полученные после введения моратория, должны подлежать погашению в первую очередь, а также кредитования в случае наличия просроченной задолженности на цели финансирования импорта и других жизненно важных сделок по счету текущих операций;

d) реструктуризация долга, в том числе на условиях пролонгации и списания, должна проводиться по итогам переговоров между должниками и кредиторами.

40. Базовые принципы в отношении процессов реструктуризации суверенного долга (2015 год), содержащиеся в резолюции 69/319 Генеральной Ассамблеи, представляют собой самый свежий предлагаемый полноценный рамочный механизм проведения таких переговоров и опираются на руководящие указания, содержащиеся в публикации ЮНКТАД 2015 года *Sovereign Debt Workouts: Going Forward – Road Map and Guide*. В основе этой работы должны лежать пять общих правовых принципов – легитимность, беспристрастность, прозрачность, добросовестность и устойчивость, – которые закладывают толковательную правовую базу поэтапного перехода к более справедливой и эффективной процедуре урегулирования кризисов суверенной

⁴⁸ В 1977 году ЮНКТАД призвала разработать четкие принципы реструктуризации задолженности, а в 1980 году ее руководящий орган одобрил подробные характеристики будущих операций по решению долговых проблем заинтересованных развивающихся стран.

задолженности, охватывающей все стадии: от принятия решения о реструктуризации до подготовки и проведения переговоров и решения последующих вопросов.

41. Международный валютный фонд недавно утвердил новые положения, касающиеся финансирования «должников во владении» и кредитования в случае наличия просроченной задолженности, которые можно только приветствовать и которые облегчают упорядоченное урегулирование проблем суверенной задолженности. Вместе с тем процесс консенсусного принятия и применения многостороннего механизма реструктуризации суверенного долга по-прежнему идет медленно. Это связано с конфликтами интересов и вызванным этим отсутствием политического консенсуса, а также с опасениями по поводу правовых несоответствий, насущными потребностями в проведении институциональной реформы и, как следствие, с необходимостью уточнения конкретных предложений в отношении институциональных механизмов, которые могут помочь в улучшении мер надзора, координации и технической поддержки в связи с процессом реструктуризации суверенного долга и управления им. Важно отметить, что подходы к реструктуризации суверенного долга на основе рыночных принципов, «мягкого права» и формальных многосторонних договоренностей следует рассматривать как взаимодополняющие, а не взаимоисключающие, с тем чтобы как можно более эффективно реагировать на растущее число кризисов суверенной задолженности и сводить к минимуму их последствия для осуществления Повестки дня в области устойчивого развития на период до 2030 года.

V. Заключение

42. Нет никаких сомнений в том, что усиление долговой и финансовой уязвимости развивающихся стран быстро превращается в серьезнейшее препятствие для устойчивого развития в целом и для осуществления Повестки дня в области устойчивого развития на период до 2030 года в частности. Облегчение непосильных долговых и финансовых проблем требует искоренения их причин. Первостепенное значение в этой связи приобретают политические меры и меры регулирования, помогающие снизить волатильность международных потоков капитала и гарантировать, чтобы внешнее финансирование действительно предназначалось для долгосрочных производственных инвестиций и проектов развития.

43. Для содержательного обсуждения и анализа на политическом уровне приемлемости уровня задолженности развивающихся стран требуется целостный подход к реформам на международном, региональном и национальном уровнях. В конечном счете, следует сосредоточить внимание на создании на всех уровнях условий, согласующихся с двумя главными целями: во-первых, содействовать восстановлению чистого притока ресурсов из развитых в развивающиеся страны в краткосрочной перспективе; во-вторых, обеспечивать создание в развивающихся странах в долгосрочной перспективе производственного и экспортного потенциала, необходимого для снижения зависимости от внешнего финансирования и поддержки их собственного процесса развития. Трудность этой задачи заключается в том, что она требует не только обзора и обсуждения широкого круга вариантов политики, но и нахождения тонкого баланса между пространством для маневра на национальном уровне, необходимым для реагирования на проблемы задолженности, и международным регулированием, направленным на поддержание задолженности развивающихся стран на приемлемом уровне.



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

Distr.: General
23 October 2018
Russian
Original: English

Совет по торговле и развитию
Межправительственная группа экспертов
по финансированию развития
Вторая сессия
Женева, 7–9 ноября 2018 года
Пункт 3 предварительной повестки дня

**Финансирование развития: задолженность
и ее приемлемый уровень, а также связанные
с этим системные вопросы**

Записка секретариата ЮНКТАД

Исправление

Пункт 29, строка 20

Вместо Руководящих принципов ответственного финансирования *читать*
Руководящих принципов устойчивого финансирования

Сноска 41, стр. 13

Соответствующую сноску читать следующим образом:

См. [www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/
G20-2016/g20-operational-guidelines-for-sustainable-financing](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/G20-2016/g20-operational-guidelines-for-sustainable-financing) (по состоянию на 5 июля
2018 года).





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

Distr.: General
26 October 2018
Russian
Original: English

Совет по торговле и развитию
Межправительственная группа экспертов
по финансированию развития
Вторая сессия
Женева, 7–9 ноября 2018 года
Пункт 3 предварительной повестки дня

**Финансирование развития: задолженность
и ее приемлемый уровень, а также связанные
с этим системные вопросы**

Записка секретариата ЮНКТАД

Исправление

Стр. 11, пункт 23

Данное исправление к тексту на русском языке не относится.

Стр. 15, продолжение пункта 33

Данное исправление к тексту на русском языке не относится.

Сноска 46, стр. 15

Текст сноски должен быть следующим:

См. TD/B/EFD/1/2.

