Левон КАМЕРЯН,
заместитель директора
по суверенным рейтингам,
Scope Ratings

Деннис ШЕН,
директор по суверенным
рейтингам,
Scope Ratings

Страны Центральной и Восточной Европы выходят на рынок устойчивого финансирования

Государства-члены ЕС в Центральной и Восточной Европе выпускают растущие объемы ESG-облигаций, несмотря на то что общий рост европейского рынка заемного капитала в этом сегменте замедлился в 2022 году после периода быстрого роста. Долгосрочная тенденция роста спроса на ESG-облигации повышает гибкость правительств в отношении финансирования.

Выпуск суверенных долговых обязательств, связанный с ESG-факторами, увеличивается в Европе по мере того, как все больше эмитентов выходят на этот рынок. Европейские правительства все чаще рассматривают ESG-финансирование в качестве приоритетного направления.

В 2021 году в Европе были выпущены зеленые облигации на сумму около €230 млрд (Рисунок 1), что составляет половину совокупного объема выпуска зеленых облигаций в мире. Четверть этой суммы, эквивалентной примерно €55 млрд, была выпущена суверенными эмитентами. Правительства Великобритании (€19 млрд), Италии (€8.5 млрд) и Испании (€5 млрд) вышли на рынок с дебютными облигациями.

Правительства стран Центральной и Восточной Европы также активизировали выпуск ESG-облигаций в последние годы, что является признаком их приверженности решению экологических проблем, связанных с изменением климата — одним из основных направлений политики ЕС. Латвия и Словения выпустили дебютные восьмилетние и десятилетние облигации устойчивого развития на сумму €600 млн и €1 млрд соответственно

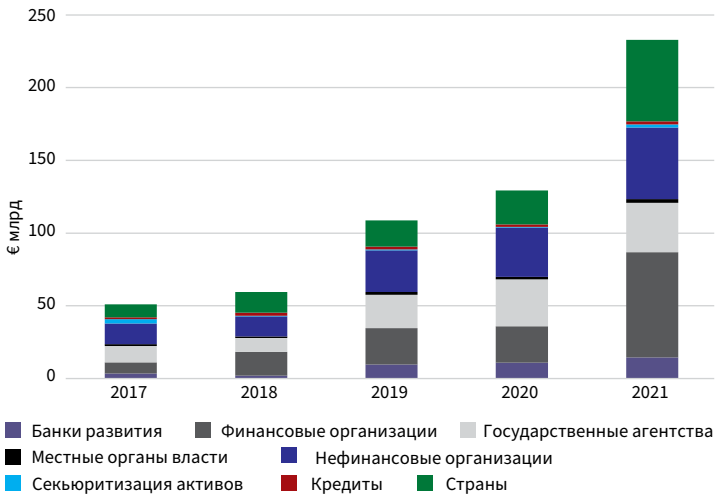

Рисунок 1
Динамика выпуска зеленых облигаций в Европе, разбивка по типам эмитентов

Источник: Climate Bonds Initiative, Scope Ratings

в 2021 году после выпуска облигаций правительствами Венгрии, Польши и Литвы.

Ожидается, что в будущем больше правительств стран Центральной и Восточной Европы будут использовать рынки зеленых и устойчивых облигаций, чтобы финансировать важные инфраструктурные проекты, необходимые ЕС для достижения долгосрочной цели по выбросам CO_2. Выпуск таких инструментов, возможно, будет дополнен продолжающимся взятием на себя обязательств по учету принципов устойчивого развития в стратегиях правительств по управлению долгом и финансированию, что проложит путь для перехода стран к более устойчивому экономическому росту.

РОСТ РЫНКА ESG-ОБЛИГАЦИЙ ПОВЫШАЕТ ГИБКОСТЬ ФИНАНСИРОВАНИЯ

«Озеленение» государственных облигаций и иных рынков облигаций может повысить гибкость финансирования и улучшить совокупные условия финансирования для эмитентов государственного и частного секторов стран Центральной и Восточной Европы с учетом роста спроса со стороны инвесторов. Например, облигации устойчивого развития Словении на сумму €1 млрд привлекли заявки на сумму более €8.4 млрд.

Страны Центральной и Восточной Европы, не входящие в ЕС, также могут извлечь выгоду из роли евро в качестве одной из базовых валют для выпуска зеленых облигаций, учитывая, что в прошлом году около 40% выпущенных зеленых облигаций были номинированы в евро.

Хорошим примером является Сербия. После разработки необходимой нормативно-правовой базы для зеленых облигаций Сербия в сентябре 2021 года выпустила свои дебютные зеленые еврооблигации на сумму €1 млрд со сроком погашения семь лет и самой низкой на сегодняшний день купонной ставкой 1.0%, привлекая спрос инвесторов на сумму более €3 млрд.

Важной движущей силой роста выпуска зеленых облигаций в странах Центральной и Восточной Европы является снижение политического сопротивления мерам по смягчению последствий изменения климата, особенно в Венгрии и Польше. Стремительный рост цен на энергоносители усилил стремление правительств одобрить меры по дальнейшему переходу к более устойчивым моделям экономического роста. Однако в этом году рост рынка зеленых облигаций может временно замедлиться, поскольку правительства стран Центральной и Восточной Европы неизбежно сосредоточатся на том, как минимизировать влияние событий в Украине на их экономику.

Деятельность ЕС способствовала созданию более глубокого и ликвидного

европейского рынка ESG-инструментов, обеспечивая при этом бенчмарки для других эмитентов, выходящих на рынок ESG-облигаций. Так, Европейская комиссия планирует до 2026 года выпустить зеленые облигации на сумму до €250 млрд, тесно связанных с таксономией ЕС.

Этот тренд дополняет выпуск социальных облигаций на сумму до €100 млрд в рамках SURE — программы ЕС по перестрахованию от безработицы. Вместе это увеличивает предложение зеленых и социальных облигаций, подкрепляя роль ЕС как катализатора создания более устойчивого финансирования для своих государств-членов.

Кроме того, социальные факторы — S в ESG — вышли на первый план из-за событий в Украине, поскольку конфликт привел к миллионам беженцев. Ни одно европейское правительство еще не выпустило социальные облигации, но это может измениться в зависимости от геополитических событий.

МНОГИМ СУВЕРЕННЫМ ГОСУДАРСТВАМ ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ ЕЩЕ ПРЕДСТОИТ ВЫЙТИ НА РЫНОК ЗЕЛЕНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Многие правительства Центральной и Восточной Европы еще не вышли на рынок зеленых облигаций. Впереди еще много потенциальных препятствий. Одно из важных узких мест связано со скоростью перехода к зеленой экономике. Эта скорость перехода значительно варьируется в разных странах Центральной и Восточной Европы. Хорошим примером является производство электроэнергии. Возобновляемые источники энергии вырабатывают около 60% электроэнергии в Латвии, но Польша по-прежнему в значительной степени зависит от угля, вырабатывающего около 70% электроэнергии.

Еще одна проблема связана с тем, как используются доходы от зеленых облигаций, учитывая отсутствие юридически обязывающих ограничений и трудности некоторых правительств в обеспечении инвесторов информацией о том, как и куда в конечном итоге будут потрачены средства. Правительства могут решить проблему отсутствия прозрачности, четко определив области инвестиций, указав, как финансирование будет распределяться между новыми и существующими проектами, создав отдельные счета для потоков средств от зеленых облигаций, а также приняв соответствующие поправки в законодательство.

Страны Центральной и Восточной Европы обладают потенциалом для ускорения перехода к более устойчивому росту, поскольку у них больше возможностей, чем у более развитых западных экономик, для повышения энергоэффективности, производства и потребления при более низких затратах на рабочую силу.

УЧЕТ ESG-РИСКОВ В СТРУКТУРЕ СУВЕРЕННОГО КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА SCOPE

ESG-факторы становятся все более актуальными для суверенных кредитных рейтингов, что подчеркивается экономическими и финансовыми последствиями пандемии COVID-19 и событиями на Украине. Они привели, соответственно, к напряжению в системах общественного здравоохранения и глобальных поставках продовольствия и энергоресурсов. Таким образом, ESG-факторы отражают основные структурные и социальные особенности экономики, связанные с кредитованием, важные для долгосрочного экономического роста и устойчивости государственных финансов.

Scope Ratings стало первым ведущим рейтинговым агентством в Европе, которое в 2020 году интегрировало ESG в качестве основы независимой оценки в свою методологию суверенного рейтинга, тем самым поддержав переход рынка к увеличению инвестиций в ESG-проекты. В настоящее время мы придаем существенный 20-процентный вес компоненту ESG в нашей методологии суверенного рейтинга, обеспечивая прозрачную и перспективную оценку суверенного риска.

В то время как некоторые переменные ESG, которые мы используем в рейтингах (Таблица 1), явно включают долгосрочные прогнозы, такие как «доля пожилого населения» в обществе, другие факторы отражают только самые последние данные, в случае «интенсивности выбросов CO_2» и «биоемкость и экологический

Категория риска	Индикатор
Окружающая среда	Выбросы CO_2 на $1000 ВВП
	Мировой индекс риска: риск, связанный с экстремальными природными явлениями
	Ресурсный риск: экологический след потребления страны по отношению к ее имеющейся биоемкости
Социальные вопросы	Доля пожилого населения: соотношение населения в возрасте 65 лет и старше на 100 человек в возрасте 15–64 года
	Распределение доходов: доля доходов, приходящаяся на лиц с самыми высокими 20% распределения доходов и доля доходов, приходящаяся на лиц с самыми низкими 20%
	Коэффициент участия в рабочей силе в возрасте 15–64 лет
Внутрикорпоративные отношения	Общемировые показатели управления Всемирного банка: среднее арифметическое баллов по критериям «Право голоса и подотчетность», «Политическая стабильность и отсутствие насилия/терроризма», «Эффективность правительства», «Эффективность регулирования», «Верховенство закона», «Борьба с коррупцией»

Таблица 1
Количественные переменные ОСВО, используемые в методологии суверенного кредитного рейтинга Scope

Источник: рейтинговое агентство Scope Ratings. Для получения более подробной информации ознакомьтесь с методологией оценки суверенных рейтингов (scoperatings.com).

след» — переменные, отраженные в нашей количественной модели суверенного риска. Подробная информация о нашей системе рейтингов и обоснование предположения о каждой независимой переменной доступны в нашей методологии суверенного рейтинга.

ESG-РИСКИ ВСЕ ЧАЩЕ ПРЕДСТАВЛЯЮТ СОБОЙ РАЗРУШИТЕЛЬНУЮ СИЛУ ДЛЯ ЭКОНОМИКИ

Экологический риск, вероятно, будет иметь долгосрочные последствия для экономики со стороны спроса и предложения и может привести к все большему нарушению экономических и финансовых систем. Примерами такого потенциального разрушения являются растущие издержки, связанные с увеличением частоты и серьезности экстремальных погодных условий, а также структурные изменения, которые должны произойти в экономике, поскольку политики и регулирующие органы внедряют и расширяют механизмы ценообразования на выбросы углерода и меры по противодействию изменению климата.

Кроме того, социальные риски, связанные с изменениями на рынке труда и старением населения, оказывают существенное влияние на перспективы экономического роста и государственные финансы. Наконец, сила, надежность и стабильность политических институтов страны определяют способность суверенного государства проводить структурные реформы, включая политику, направленную на устранение экологических и социальных рисков.

ЦЕНТРАЛЬНАЯ И ВОСТОЧНАЯ ЕВРОПА СТАЛКИВАЕТСЯ С СЕРЬЕЗНЫМИ ПРОБЛЕМАМИ, СВЯЗАННЫМИ С ESG

Регион Центральной и Восточной Европы сталкивается с важными проблемами в связи с ESG. Повышение производительности необходимо для макроэкономической стабильности и устойчивости, а также для устойчивого сближения доходов с Западной Европой, учитывая сохраняющуюся нехватку квалифицированных кадров, которая только усугубляется неблагоприятными демографическими тенденциями в регионе. Дальнейшее укрепление физической и социальной инфраструктуры, систем образования и здравоохранения имеет жизненно важное значение для повышения конкурентоспособности региональных рынков труда.

Долгосрочный переход от углеродоемкой экономической деятельности имеет решающее значение, учитывая преобладающее экономическое значение производства электроэнергии на основе угля в регионе. В этом отношении инвестиционные фонды ЕС в сочетании с выпуском ESG-облигаций предоставляют правительствам Центральной и Восточной Европы возможность финансировать кли-

матическую и экологическую политику за счет крупномасштабных инвестиций в инфраструктуру и в то же время устранять узкие места на рынке труда.

ПОСТОЯННЫЙ МОНИТОРИНГ АКТУАЛЬНОСТИ ESG-РИСКОВ С ПОМОЩЬЮ НАШИХ МЕТОДОЛОГИЧЕСКИХ ОБНОВЛЕНИЙ

Включив явным образом ESG-риски в нашу рейтинговую модель в качестве независимых переменных, мы экзогенно определяем степень влияния таких переменных на суверенный риск. Так мы получаем дополнительную информацию за счет включения указанных переменных в фреймворк, что делает суверенные рейтинги агентства более дальновидными из-за присущего долгосрочного характера ESG-рисков.

При этом роль ESG в суверенном риске продолжает развиваться. Это связано с возможностью влиять на экономику и финансовую систему через каналы, которые еще не учтены и не отражены с помощью обычных макроэкономических и фискальных переменных в наших моделях.

Например, взаимодействие между ESG и традиционными переменными кредитного риска имеет решающее значение. Мы ожидаем, что это взаимодействие будет оставаться динамичным. В частности, взаимодействие между переменными экологического риска и другими фундаментальными переменными кредитного риска в настоящее время является низким. Но вместо своевременной политики адаптации к изменению климата экономика может столкнуться с гораздо большими издержками из-за возрастающих физических рисков, в то время как меры по сокращению выбросов углерода, такие как налогообложение углерода, будут расширяться, что приведет к увеличению затрат на переходный период. В совокупности это может еще больше усилить корреляцию между ESG-рисками и обычным кредитным риском в долгосрочной перспективе, а также еще больше повысить основополагающее значение ESG-факторов в кредитном риске.

Аналогичным образом, в то время как социальные риски и демографические тенденции оказывают фундаментальное влияние на долгосрочную устойчивость государственных финансов, рынка труда и потенциальных темпов экономического роста, демографические прогнозы чувствительны к предположениям о миграции, изменениям коэффициентов рождаемости и ожидаемой продолжительности жизни. Кроме того, степень реализации таких рисков зависит от текущих, а также будущих мер политиков.

По этим причинам мы оцениваем способ и масштаб включения ESG-переменных при каждом обновлении методологии, чтобы продолжать информировать рынки о любых изменениях в основных отношениях, связанных с риском устойчивого развития, что актуально по мере того, как рынок ESG продолжает развиваться.