

28 апреля 2020

Ведущие аналитики:

Михаил Николаев, заместитель  
директора  
+7 (495) 139-0302, доб. 179  
mikhail.nikolaev@acra-ratings.ru

Василиса Баранова, старший  
аналитик  
+7 (495) 139-0480, доб. 136  
vasilisa.baranova@acra-ratings.ru

## Обоснование кредитного рейтинга

# АКРА присвоило Польше долгосрочные кредитные рейтинги по международной шкале на уровне А, прогноз «Стабильный»

Правительству [Республики Польша](#) (далее — Польша или страна) присвоены следующие рейтинги по международной шкале:

- **долгосрочный кредитный рейтинг** в иностранной валюте на уровне **A** и в национальной валюте — **A**;
- **краткосрочный кредитный рейтинг** в иностранной валюте на уровне **S1** и в национальной валюте — **S1**.

Прогноз по долгосрочному кредитному рейтингу: в иностранной валюте — «Стабильный», в национальной валюте — «Стабильный».

**«Стабильный» прогноз** предполагает с наиболее высокой долей вероятности неизменность рейтинга на горизонте 12–18 месяцев.

Суверенный кредитный рейтинг Польши на уровне А обусловлен высоким уровнем благосостояния экономики, ее диверсифицированным и сбалансированным характером, а также преимуществами от использования средств ЕС. У страны устойчивая бюджетная позиция и стабильная банковская система; проводится гибкая монетарная политика. К факторам, ограничивающим уровень рейтинга, относятся неблагоприятная демографическая ситуация, дефицит рабочей силы, затяжной период структурного дефицита, относительно низкий уровень частных инвестиций, умеренный уровень внешнего долга и ограниченный размер расходов на НИОКР по сравнению со средним значением в ЕС.

После 28 лет сильного роста экономика Польши, чей показатель ВВП на душу населения по ППС в 2018 году составил 71,8% от среднего показателя в ЕС, в 2020 году покажет спад. По прогнозам АКРА, снижение ВВП страны ожидается в диапазоне 4,0–7,0%. В первую очередь это обусловлено экономическими последствиями пандемии COVID-19, которая негативно сказывается на экономике Польши и на экономиках ее основных торговых партнеров.

В то же время благодаря относительно закрытому и диверсифицированному характеру экономики, а также чуть более низкой доле малых и средних предприятий в структуре ВВП страны ожидающееся сокращение ВВП может быть не таким сильным, как в других странах Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ). Антикризисные меры, принятые Национальным банком (НБП) и правительством Польши, могут стать важным сглаживающим фактором. Правительство недавно объявило о постепенном снятии карантинных мер, хотя скорость распространения вируса пока не начала снижаться. Если скорость инфицирования удастся взять под контроль, эти меры могут способствовать восстановлению экономики; в противном случае негативное воздействие может усилиться.

НБП оперативно среагировал на кризис, вызванный пандемией, утвердив масштабный пакет мер монетарного стимулирования экономики. НБП принял ряд традиционных и нетрадиционных мер: дважды снизил ключевую ставку в общей сложности на 100 б. п., до 0,5%, высвободил дополнительные средства за счет снижения нормативов резервирования в национальной и иностранной валюте, а также начал покупать на вторичном рынке не только государственные облигации, но и облигации с госгарантией. Учитывая, что стимулирующая монетарная политика проводилась на протяжении длительного времени, НБП будет крайне

важно начать сворачивание операций по покупке облигаций по мере восстановления экономики.

Бюджетную позицию Польши, которая была стабильной до кризиса, в 2020 году ждет ослабление. Размер государственного долга страны снизился с пиковых значений в 2013 году и на конец 2019 года составил 46,4% ВВП. Польша обладает пространством для бюджетного маневра, который должен поддержать экономику в ходе преодоления последствий пандемии. Тем не менее в результате такого маневра отношение долга расширенного правительства к ВВП вырастет и к концу 2020 года может составить около 55%.

Одной из основных причин роста размера государственного долга является увеличение дефицита бюджета в 2020 году. Фактический дефицит бюджета расширенного правительства в этом году, скорее всего, будет выше первоначально запланированного уровня 1,2% ВВП. По мнению АКРА, дефицит бюджета может достичь 5–6% ВВП, при этом более вероятно верхняя граница этого диапазона. Такой размер дефицита будет вызван падением доходов в связи со снижением ВВП и большим размером пакета антикризисных мер (312 млрд польских злотых, или около 14% ВВП). По оценкам АКРА, дополнительные расходы правительства в этом фискальном пакете составят минимум 3,0% ВВП. Пакет антикризисных мер также предусматривает дополнительное финансирование здравоохранения, субсидии пострадавшим компаниям на выплату зарплат, отсрочку выплат социального страхования, создание фонда поддержки инфраструктуры (он сможет выпускать облигации с государственной гарантией, с которыми НБП сможет осуществлять операции на вторичном рынке), а также помощь малым и средним предприятиям и финансовым компаниям.

Несмотря на рост потребности в финансировании и волатильность на рынках правительство сможет привлечь средства для финансирования дефицита на приемлемых условиях. По состоянию на конец марта 2020 года накопленный правительством запас ликвидности покрывал около 90% первоначально запланированного объема заимствований на текущий год. Операции на вторичном рынке помогут НБП сдерживать стоимость нового долга. В марте правительство начало выпускать краткосрочные облигации впервые с 2017 года; пока их доля в общем объеме долга центрального правительства составляет около 1% (10 млрд злотых), поэтому размер таких заимствований не несет в себе риска. Однако риски рефинансирования могут возникнуть, если правительство решит расширить использование этого инструмента.

В борьбе с кризисом Польше также могут помочь средства ЕС в рамках инвестиционной инициативы в ответ на распространение коронавируса: страна может получить разрешение на использование нераспределенной части средств, выделенных из структурного фонда ЕС, в размере около 6 млрд евро (1,1% ВВП).

Кроме умеренного размера прямого долга у Польши также отмечается существенный объем условных обязательств (43,3% ВВП согласно последним доступным данным за 2018 год), что делает страну одним из лидеров ЦВЕ по размеру условных обязательств. Поскольку в фискальном пакете правительства преобладают гарантии, размер условных обязательств вырастет. АКРА будет пристально отслеживать изменение размера условных обязательств на балансе правительства и объема прямого долга страны. Последний показатель будет зависеть от фактического размера выпущенных гарантий и сохранения финансовой устойчивости компаний в условиях пандемии.

Из-за кризиса банковскому сектору страны предстоит пройти проверку на прочность. До начала кризиса банковская отрасль была фундаментально устойчивой. Банки в Польше обладали достаточным капиталом, демонстрировали низкий уровень просроченной задолженности (4,0% совокупного валового

объема кредитов в третьем квартале 2019 года) и соблюдали требования к уровню ликвидности. При этом на балансе банков остается существенный объем ипотечных кредитов в иностранной валюте (около 5% ВВП). Недавние решения Суда Европейского союза (Суд ЕС) допускают аннулирование таких ипотечных кредитов, поэтому сохраняется высокая вероятность необходимости привлечения банками дополнительного капитала. К тому же внезапная остановка экономической активности в связи с пандемией привела к сокращению доходов населения и прибыли компаний. Это может повлечь за собой рост просроченной задолженности в самом ближайшем будущем.

Благодаря сокращению размера внешнего долга, который на конец 2019 года составил 53,9% ВВП, за последние три года Польша стала более устойчивой к внешним факторам. При этом покрытие внешнего долга остается ограниченным. В конце 2019 года объем золотовалютных резервов страны покрывал 36,7% совокупного внешнего долга и 59,1% внешнего долга в иностранной валюте. Чистая международная инвестиционная позиция Польши по итогам 2019 года была отрицательной (-50,5% ВВП); это один из самых слабых показателей в странах ЦВЕ.

Ограниченный уровень покрытия резервами нивелируется низкой волатильностью национальной валюты. С момента начала кризиса обесценение золота было умеренным (около 6% к евро), а уровень международных резервов не изменился. Благодаря режиму свободного обменного курса национальной валюты счет текущих операций, скорее всего, останется сбалансированным, поскольку сокращение объемов экспорта будет компенсировано снижением объемов импорта в силу ослабления национальной валюты, статусом страны в качестве импортера энергоресурсов и снижением уровня потребления. В то же время первичный дефицит сократится из-за снижения доходов дочерних иностранных компаний, что повлечет за собой уменьшение объема денежных переводов за рубеж.

Институциональная среда в Польше за последние годы несколько ухудшилась. С 2015 года значения почти всех индикаторов оценки государственного управления Польши снизились. Недавние решения Суда ЕС касательно снижения пенсионного возраста для судей и отказа страны принимать мигрантов могут привести к снижению отдельных индикаторов. В то же время поддержку оценке институционального фактора Польши оказывает значение индекса человеческого капитала — страна входит в тройку лидеров среди стран ЦВЕ.

В базовой части рейтинговой модели Республике Польша была присвоена оценка на уровне АА-. Рейтинговый комитет принял решение использовать Индикативный кредитный рейтинг на уровне А+. В соответствии с методологией, была применена консервативная корректировка вследствие ограниченности данных, имеющих существенное значение при присвоении рейтинга, что связано с высокой волатильностью макроэкономических факторов.

Ряд модификаторов в корректирующей части модели позволяет понизить Индикативный кредитный рейтинг. К ним относятся следующие модификаторы, определенные [Методологией присвоения кредитных рейтингов суверенным эмитентам по международной шкале](#):

- потенциал экономического роста;
- условные обязательства и риск их реализации;
- фискальная политика и гибкость бюджета.

Модификаторов, которые могли бы дать основания для повышения Индикативного кредитного рейтинга, не выявлено.

## Результаты применения суверенной модели

С учетом указанных выше модификаторов Индикативный кредитный рейтинг Польши снижается на одну ступень. Итоговый кредитный рейтинг определяется на уровне А. Экстраординарные факторы, которые могли бы скорректировать Итоговый кредитный рейтинг, отсутствуют. В связи с этим Присвоенный кредитный рейтинг остается на уровне А.

#### **Факторы, способные вызвать повышение рейтинга**

- Быстрое и существенное восстановление экономики;
- Устойчивое восстановление фискальной позиции после кризиса;
- Дальнейший прогресс в снижении зависимости от внешних факторов.

#### **Факторы, способные вызвать понижение рейтинга**

- Существенное ухудшение фискальной позиции;
- Рост зависимости от внешних факторов;
- Реализация рисков, связанных с условными обязательствами.

#### **Рейтинги выпусков**

Отсутствуют.

#### **Регуляторное раскрытие**

Суверенные кредитные рейтинги были присвоены Республике Польша по международной шкале на основе [Методологии присвоения кредитных рейтингов суверенным эмитентам по международной шкале](#), а также [Основных понятий, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности](#).

Суверенные кредитные рейтинги были присвоены Республике Польша впервые. Пересмотр суверенных кредитных рейтингов и прогнозов по суверенным кредитным рейтингам ожидается в течение 182 дней с даты опубликования настоящего пресс-релиза в соответствии с [Календарем планового пересмотра и раскрытия суверенных кредитных рейтингов](#).

Суверенные кредитные рейтинги были присвоены на основании публичных данных, информации из открытых источников, а также баз данных АКРА. Суверенные кредитные рейтинги являются незапрошенными. Правительство Республики Польша не принимало участие в процессе присвоения кредитных рейтингов.

АКРА не оказывало Правительству Республики Польша дополнительных услуг. Конфликты интересов в рамках процесса присвоения суверенных кредитных рейтингов выявлены не были.

(С) 2020

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

Москва, Садовническая набережная, д. 75

[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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