

АКРА

Методология присвоения кредитных рейтингов суверенным эмитентам по международной шкале

14 мая 2021

Оглавление

1 Общие положения	3
2 Введение	3
3 Рейтинговые определения	5
3.1. Суверенный эмитент	5
3.2. Суверенный рейтинг	5
3.3. Суверенный дефолт	6
3.4. Кредитные рейтинги в национальной и иностранной валюте.....	6
3.5. Долгосрочные и краткосрочные кредитные рейтинги	8
3.6. Прогноз по кредитному рейтингу и процесс пересмотра.....	10
4 Структура рейтингового анализа	11
4.1. Описание модели	11
4.2. Базовая часть модели	13
4.2.1. Базовая часть: весовые коэффициенты	13
4.2.2. Базовая часть: преобразование данных.....	14
4.2.3. Базовая часть: индикативный кредитный рейтинг	16
4.3. Модификаторы	17
4.4. Ожидаемые уровни вероятности дефолта на горизонте в один год	17
5 Аналитические блоки оценки суверенного кредитного риска	18
5.1. Макроэкономика	18
5.1.1. Основные показатели блока «Макроэкономика»	18
5.1.2. Модификаторы блока «Макроэкономика»	20
5.2. Государственные финансы.....	23
5.2.1. Базовые показатели блока «Государственные финансы»	23
5.2.2. Модификаторы блока «Государственные финансы»	24
5.3. Внешняя позиция.....	28
5.3.1. Базовые показатели блока «Внешняя позиция»	28
5.3.2. Модификаторы блока «Внешняя позиция»	29
5.4. Институты	31
5.4.1. Базовые показатели аналитического блока «Институты»	32
5.4.2. Модификаторы блока «Институты».....	32
Приложение 1. Показатели, используемые в базовой части модели	35
Приложение 2. Модификаторы: определения	40
Приложение 3. Модификаторы: баллы	43
Приложение 4. Модель анализа суверенных эмитентов	45
Приложение 5. Список литературы	46

1 Общие положения

Настоящая методология объясняет подход АКРА к присвоению кредитных рейтингов и кредитных оценок суверенным эмитентам и их эмиссиям по международной шкале. Суверенная рейтинговая модель включает в себя набор количественных показателей, составляющих базовую часть анализа, а также качественные и количественные модификаторы, составляющие корректирующую часть. Корректирующая часть призвана изменить индикативный кредитный рейтинг, полученный в результате использования базового компонента. Как в базовой, так и в корректирующей частях методологии используются наиболее информативные переменные и факторы, которые, по мнению АКРА, надлежащим образом характеризуют кредитоспособность суверенного эмитента. Весовые коэффициенты, используемые в рамках каждого блока базовой части модели и для взвешивания блоков, отражают мнение АКРА о степени значимости каждого из факторов для кредитоспособности эмитента.

2 Введение

Настоящая методология АКРА формирует аналитическую базу для присвоения кредитных рейтингов суверенным эмитентам и их эмиссиям. Данная база включает в себя ключевые рейтинговые определения, описание структуры суверенной модели и обоснования для каждого ее аналитического блока, веса показателей внутри каждого аналитического блока и для взвешивания блоков, подход к присвоению балльных оценок странам на основе величин индикаторов, а также преобразование балльных оценок в рейтинговую категорию.

АКРА признает, что разработка суверенной модели, способной сигнализировать о финансовых кризисах, и тем более о суверенных дефолтах, — очень сложная задача. Суверенные эмитенты, находящиеся в состоянии стресса и на грани дефолта перед частными кредиторами могут выглядеть по-разному. Ситуация осложняется тем, что страны находятся на различных этапах экономического развития, их правительства сталкиваются с самыми разными обстоятельствами, а предугадать конкретные драйверы дефолта иногда не представляется возможным.

Прежде всего, для построения надежной количественной модели недостаточно того числа стран, которые фактически допустили дефолты, а опыт кризисов столь же незначителен. В связи с этим необходим динамичный и гибкий инструментарий для моделирования, выходящий за рамки простой оценки макроэкономических реалий страны. Признавая это, АКРА учитывает традиционные суверенные факторы риска и качественные корректировки.

Методологический подход АКРА — это сочетание ключевых количественных показателей, которые являются базовой частью модели, и набора количественных и качественных модификаторов. Эти модификаторы содержат экспертные оценки различных направлений государственной политики и показателей эффективности такой политики. Качественные модификаторы позволяют корректировать базовую часть модели и фиксировать тенденции, которые не в полной мере отражены количественными показателями в базовой части модели.

Важно отметить, что в базовую часть модели входят не только традиционные суверенные факторы риска, но и институциональные индексы, составляемые международными организациями и отражающие политическую и социально-экономическую динамику внутри страны (особенно в рамках деловых и политических циклов). Кроме того, данные индикаторы дополняются индексом, разработанным АКРА и позволяющим оценить качество человеческого капитала (здоровье населения и уровень его образования) — ключевые факторы для формирования долгосрочного экономического потенциала страны и ее способности устойчиво генерировать доходы для обслуживания долга.

В процессе отбора данных для базовой части модели АКРА ограничивает перечень факторов только наиболее важными во избежание излишних положительных корреляций и дублирования. Кроме того, АКРА стремится к стандартизации и унификации данных по широкому кругу стран, используя единые методы при выборе показателей и индикаторов для их оценки. Наконец, важным критерием отбора является охват большого количества как развитых, так и развивающихся стран.

В результате источниками значительного объема данных, используемых АКРА, выступают международные организации, такие как Международный валютный фонд (МВФ), Всемирный банк, ООН, Евростат и Банк международных расчетов (БМР). Перечень используемых данных не исчерпывается этим списком. АКРА также напрямую использует данные национальных статистических агентств в том случае, если качество и сопоставимость данных являются достаточными для их использования.

По умолчанию АКРА исходит из допущения, что данные, предоставляемые международными организациями, органами государственной власти или представителями суверенных эмитентов, являются точными и достоверными. В случае выявления недостатков с точки зрения охвата и надежности этих данных АКРА использует встречные данные. Если указанные недостатки представляются существенными, АКРА может либо отозвать ранее присвоенный кредитный рейтинг, либо отказаться от его присвоения.

АКРА проводит пересмотр настоящей методологии не позднее одного календарного года с даты последнего пересмотра. Пересмотр методологии может быть инициирован до истечения указанного срока в следующих случаях: если при осуществлении рейтинговых действий отступления от методологии были зафиксированы более трех раз за квартал, если стали доступны новые авторитетные источники информации или используемые на текущий момент базы данных потеряли актуальность. В результате пересмотра в методологию могут быть внесены изменения, или она может остаться без изменений.

3 Рейтинговые определения

3.1. Суверенный эмитент

С точки зрения рейтингового агентства суверенный эмитент — это национальное правительство (центральное или федеральное), обладающее исключительными полномочиями на реализацию фискальной политики¹, а также проводящее экономическую политику через систему стимулов и ограничений экономической активности в стране. Агентами суверенного правительства являются центральные банки, которые, как правило, независимы от правительства.

На национальном и зачастую даже на наднациональном уровне правительства обладают исключительными возможностями навязывать свою волю. Эта их особенность делает инвесторов зависимыми от воли и желания правительства расплачиваться по своим долгам. Учитывая это, АКРА принимает во внимание не только способность правительств, но и их желание исполнять обязательства по своим долгам в срок и в полном объеме. Уникальность суверенного эмитента заключается в том, что он не может перестать существовать², что дает инвесторам надежду на некоторую возможность возмещения их потерь при суверенном дефолте³ (за исключением кардинального изменения режима правления).

3.2. Суверенный рейтинг

Суверенный кредитный рейтинг — это мнение АКРА о способности суверенного эмитента расплатиться по определенным видам финансовых обязательств. Суверенные рейтинги, присвоенные АКРА, относятся к долгам правительства перед частными инвесторами. Оценка желания и возможности суверенного эмитента выплатить долги международным кредиторам — таким наднациональным организациям, как МВФ, Всемирный банк или другие правительства, кредитующие на основе двухсторонних договоров или через Парижский клуб кредиторов, — находится вне рамок данной методологии.

Вместе с тем АКРА обращает внимание на проблемы, возникающие у суверенного эмитента при обслуживании этого вида долга. Если АКРА располагает достаточным объемом информации для принятия решения о влиянии возможности по реструктуризации долга/снижению долговой нагрузки перед международными кредиторами на полное и своевременное обслуживание долга перед частными кредиторами, то Агентство делает соответствующие корректировки суверенного рейтинга в рамках настоящей методологии.

АКРА присваивает кредитные рейтинги суверенным эмитентам, а также их долговым обязательствам. Старшему необеспеченному долгу, выпущенному суверенным эмитентом, обычно присваивается кредитный рейтинг на уровне суверенного. Суверенные эмитенты редко выпускают субординированный долг или структурированные обязательства.

¹ Если государство является участником какого-либо союза, то данный союз может накладывать ограничения на реализуемую государством политику.

² Государственные образования иногда распадаются, что может приводить, а может и не приводить к суверенному дефолту.

³ Р. Майер, К. Рейнхарт и К. Требеш (2019) доказали, что нулевое возмещение — довольно редкое явление, и медианная величина потерь инвесторов при суверенных дефолтах находится на уровне ниже 50%.

3.3. Суверенный дефолт

АКРА определяет суверенный дефолт как одно или несколько следующих событий⁴:

- неспособность эмитента производить купонные выплаты или выплаты по основному долгу (будь то суверенные облигации или кредиты) на определенную дату или за пределами льготного периода, если он предусмотрен;
- невыплата купона или основного долга по обязательству, имеющему недвусмысленную, безотзывную и безусловную гарантию суверенного эмитента;
- неспособность обслужить долг (помимо облигаций и кредитов) перед частными инвесторами;
- любое существенное изменение первоначальных условий кредитного договора, например, удлинение срока платежей, уменьшение основного долга, купонного платежа или процента по кредиту, изменение валюты платежа, переход от платежа в монетарной форме на немонетарный платеж, включая платеж в натуральной форме и фактический перевод старшего долга в субординированный.

Если суверенный эмитент объявляет о реструктуризации долга, то АКРА устанавливает его кредитный рейтинг на уровне C, указывая на высокую вероятность дефолта. АКРА будет удерживать рейтинг суверенного эмитента на этом уровне до момента окончания реструктуризации. Когда реструктуризация будет завершена (то есть будет достигнут обязательный минимальный порог участия инвесторов) АКРА переведет кредитный рейтинг суверенного эмитента в категорию D, если подавляющая часть суверенного долга будет реструктурирована. Если реструктуризации подвергается небольшая часть долга, то суверенный рейтинг попадает в категорию SD.

3.4. Кредитные рейтинги в национальной и иностранной валюте

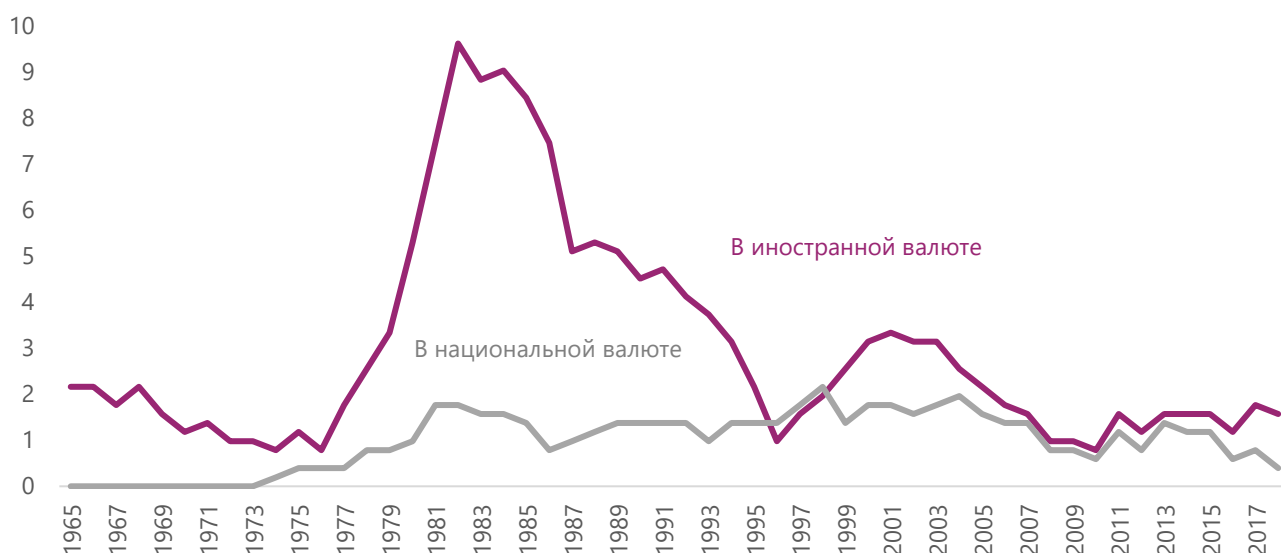
Используя международную шкалу, АКРА присваивает суверенным эмитентам кредитные рейтинги в национальной и иностранной валюте. Данные рейтинги позволяют оценить способность и желание суверенного эмитента обслуживать свой долг в национальной и иностранной валюте.

АКРА полагает, что для большинства стран рейтинги в национальной и иностранной валюте окажутся на одном уровне. Основные причины этого — все большая открытость финансовых счетов платежных балансов стран и растущая доля нерезидентов, инвестирующих в обязательства, номинированные в национальной валюте. Данной тенденции способствует глобализация рынков капитала, а также меры, предпринимаемые суверенными правительствами развивающихся стран по управлению волатильностью национальных валют (как правило, в форме накопления существенных международных золотовалютных резервов).

⁴ Обесценение долга в результате высокой инфляции, согласно определению АКРА, не является суверенным дефолтом.

Данные тенденции нашли отражение в недавней истории суверенных дефолтов (Рисунок 1).⁵ Исследования АКРА по данной теме (анализ проводился по дефолтам, начиная с середины 2000-х годов) показывают, что существенным образом количественно не преобладали дефолты ни в национальной, ни в иностранной валюте. Это не дает достаточных оснований для присвоения разного уровня кредитных рейтингов в национальной валюте и в иностранной. Суверенные эмитенты, являющиеся членами монетарных союзов или отличающиеся высоким уровнем долларизации экономики, имеют не отличающиеся друг от друга рейтинги в национальной и иностранной валюте.

Рисунок 1. Количество суверенных дефолтов (пятилетнее скользящее среднее)



Источник: оценка АКРА на основе данных рейтинговых агентств и на базе определений, которые дали К. Рейнхарт и К. Рогофф

Однако исключения возможны. Рейтинг суверенного эмитента в национальной валюте может быть выше рейтинга в иностранной валюте (не более чем на одну-две ступени) при следующих обстоятельствах:

- а) преференции суверенного эмитента в исполнении своих долговых обязательств в национальной валюте в прошлом;
- б) исключительно сильное состояние государственных финансов в сочетании со слабой внешней позицией;
- в) глубокий и диверсифицированный национальный долговой рынок;
- г) низкая и управляемая инфляция в сочетании со свободно обращающейся национальной валютой;
- д) низкая доля долга в национальной валюте в долговом портфеле суверенного эмитента.

⁵ АКРА отмечает, что суверенные дефолты в иностранной валюте возникали чаще, чем дефолты в национальной валюте с середины 1970-х по середину 1990-х. См. К. Рейнхарт и К. Рогофф (2009), Д. Бирс и Дж. Мавалвалла (2016). Это может быть обусловлено более значительным объемом заимствований в иностранной валюте со стороны сырьевых экспортеров в 1970-х и 1980-х годах, а также режимом фиксированного валютного курса в странах Азии, действовавшим в 1990-х. С того времени многие экспортеры усилили устойчивость своих финансовых систем к валютным шокам, аккумулировав достаточные валютные резервы в качестве своего рода страховки на неблагоприятный экономический период, тогда как режим фиксированного валютного курса стал использоваться реже.

Решение о присвоении рейтингов в национальной и иностранной валюте на разном уровне, а также относительно величины этой разницы АКРА принимает в каждом конкретном случае.

3.5. Долгосрочные и краткосрочные кредитные рейтинги

АКРА вводит понятие долгосрочных и краткосрочных кредитных рейтингов. Долгосрочные рейтинги отражают мнение АКРА о кредитоспособности суверенного эмитента с точки зрения обслуживания обязательств со сроком погашения свыше одного года. Краткосрочные рейтинги присваиваются обязательствам, срок до погашения которых составляет менее года (*Рисунок 2*).

Уровень краткосрочного рейтинга зависит от уровня ликвидности суверенного эмитента, а также от долгосрочного рейтинга самого суверенного эмитента. Способность суверенного эмитента обслуживать свои краткосрочные обязательства (краткосрочные долговые ценные бумаги или подобные им обязательства) зависит от доступа к ликвидности и краткосрочному финансированию. Все эти обстоятельства принимаются во внимание при принятии решения о краткосрочном рейтинге. Как правило, краткосрочный рейтинг зависит от уровня долгосрочного рейтинга.

Соответствия долгосрочных и краткосрочных рейтингов представлены на *Рисунке 3*.

Рисунок 2. Аналитические отличия различных типов суверенных рейтингов



Источник: АКРА

Таблица 1. Типы кредитных рейтингов суверенных эмитентов

Название рейтинга	Объект рейтинга	Валюта долга	Месяцы до погашения	Кредитор
Долгосрочный в иностранной валюте	Старший необеспеченный долг (планируемый или в обращении) с соответствующими параметрами	Иностранная	>12	Частный
Долгосрочный в национальной валюте	Старший необеспеченный долг (планируемый или в обращении) с соответствующими параметрами	Национальная	>12	
Краткосрочный в иностранной валюте	Старший необеспеченный долг (планируемый или в обращении) с соответствующими параметрами	Иностранная	≤12	
Краткосрочный в национальной валюте	Старший необеспеченный долг (планируемый или в обращении) с соответствующими параметрами	Национальная	≤12	

Источник: АКРА

3.6. Прогноз по кредитному рейтингу и процесс пересмотра

АКРА присваивает прогноз по долгосрочному кредитному рейтингу в иностранной и национальной валюте, который действует в течение последующих 12–18 месяцев. Прогноз по рейтингу может быть позитивным, негативным, стабильным или развивающимся. Он отражает тенденцию в развитии кредитного рейтинга, но не предопределяет его повышение или понижение. Развивающийся прогноз означает, что рейтинг может измениться в любую сторону.

Суверенный рейтинг может быть поставлен на пересмотр в сторону возможного повышения, понижения или получить развивающийся прогноз. Статус «Рейтинг на пересмотре» означает, что решение по нему должно быть принято в течение 90 дней. По истечении этого срока указанный статус снимается, а кредитный рейтинг, как правило, либо повышается, либо понижается, либо остается без изменений.

АКРА пересматривает долгосрочный и краткосрочный кредитные рейтинги в национальной и иностранной валюте по суверенному эмитенту и его эмиссиям не позднее 182 дней с даты последнего подтверждения или пересмотра рейтинга.

4 Структура рейтингового анализа

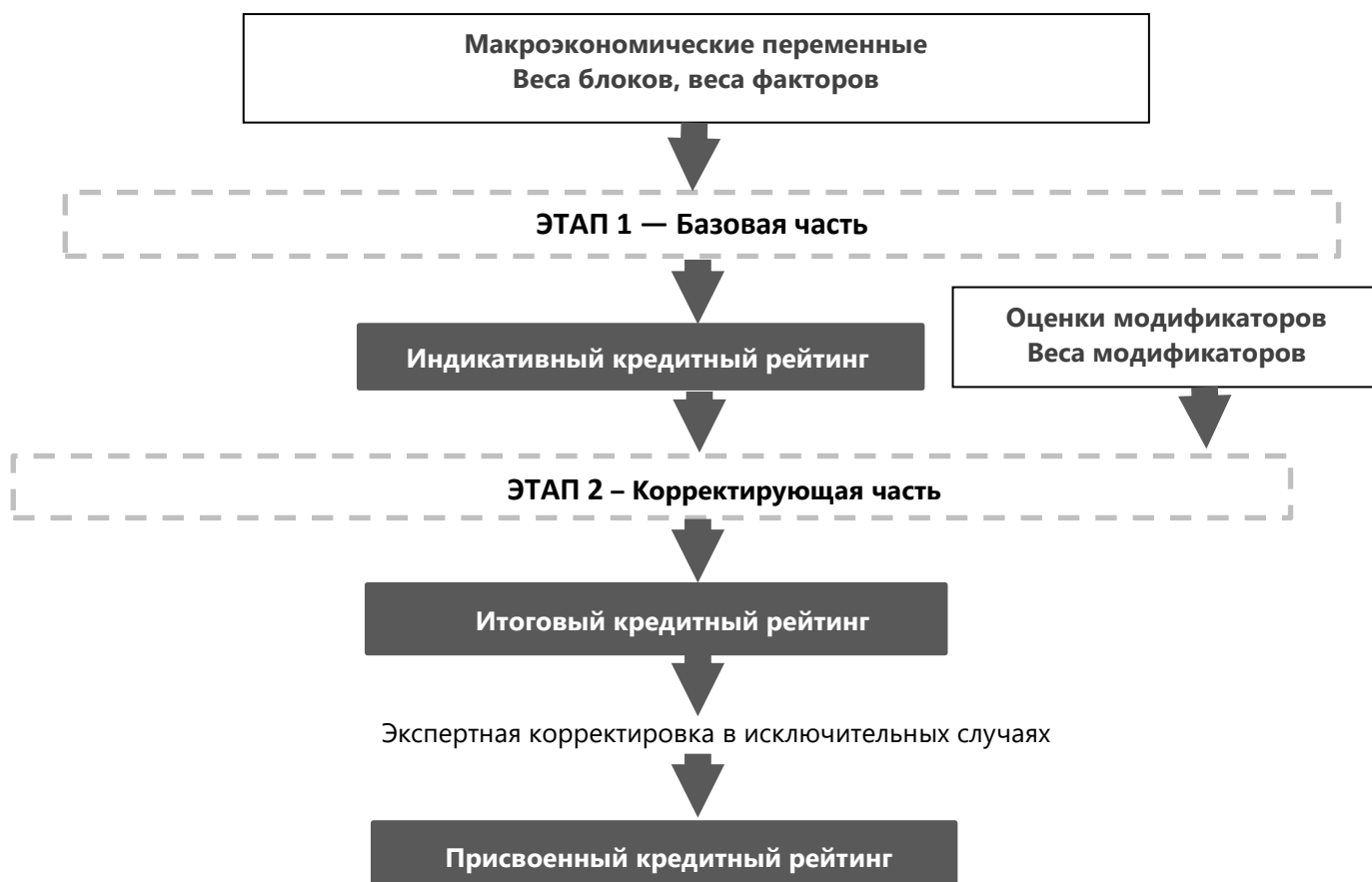
4.1. Описание модели

АКРА определяет долгосрочный кредитный рейтинг в иностранной валюте в рамках процесса, состоящего из двух этапов (см. Рисунок 4 и Приложение 4). Первый этап, или отправная точка процесса — это присвоение *индикативного кредитного рейтинга*, не отражающего вероятности дефолта. Данный рейтинг позволяет проводить сравнительный анализ той или иной страны с остальным миром по ряду переменных, которые обладают значительной прогнозной силой по суверенным дефолтам и были протестированы на большом количестве стран по всему миру.

После присвоения индикативного кредитного рейтинга он может быть скорректирован в рамках второго этапа рейтингового процесса путем применения определенного числа модификаторов. В результате рейтинг может быть повышен, понижен или остаться неизменным. Изменение рейтинга проводится с применением корректировок с диапазоном +3 /-3 ступени для каждого аналитического блока базовой модели. Общая величина потенциальной корректировки не может превышать +3 /-4 ступени. Результатом второго этапа процесса становится *итоговый кредитный рейтинг*.

Итоговый рейтинг может подвергнуться дальнейшим экспертным корректировкам в ряде исключительных случаев, отраженных ниже. *Присвоенный кредитный рейтинг* становится итогом рейтингового процесса, на этом этапе он отражает вероятность дефолта суверенного эмитента. *Присвоенный кредитный рейтинг* является кредитным рейтингом по международной шкале в иностранной валюте для долгосрочных обязательств эмитента.

Рисунок 4. Рейтинговый процесс



Источник: АКРА

Перечисленные ниже исключительные случаи, выходящие за рамки как базовой части модели, так и корректирующей, могут послужить основанием для корректировки итогового кредитного рейтинга:

- суверенный эмитент стремительно движется к обвалу экономики в связи с рецессией, сопровождающейся банковским кризисом и недоступностью внутренних и внешних источников рефинансирования;
- суверенный эмитент сталкивается с маловероятными, но очень серьезными событиями: стихийными бедствиями, военными конфликтами или гражданскими беспорядками, эпидемией, пандемией;
- у суверенного эмитента возникает высокая вероятность реализации очень крупных условных обязательств на балансе;
- суверенный эмитент сталкивается с гиперинфляцией и принудительной конвертацией валютных активов/обязательств банковского сектора в национальные инструменты;
- иные исключительные случаи, не указанные выше.

Могут возникнуть ситуации, когда мы вынуждены переоценить балльную оценку, служащую основой индикативного рейтинга (*Приложение 4*) и полученную в результате использования базовой части модели.

Первая ситуация — потенциальное смещение в базовой модели от одной рейтинговой ступени к другой в сторону повышения или понижения. Это может произойти, когда балльная оценка указала на изменение индикативного кредитного рейтинга, но находится близко к границе диапазона индикативного рейтинга в соответствии с *Таблицей 3*. В этом случае по решению рейтингового комитета (заседания) может быть выбрана рейтинговая ступень, используемая в качестве отправной точки для применения модификаторов.

Вторая ситуация — ретроспективный пересмотр статистических данных, используемых в процессе присвоения рейтинга. Если пересмотр является существенным, то вопрос о потенциальном влиянии данных на рейтинг решается в ходе очередного пересмотра рейтинга.

Наконец, в аналитическом блоке на уровне базовой или корректирующей части принимаются во внимание ограничения и/или высокая неопределенность в отношении исходных данных, имеющих существенное значение для рейтинга, в случае если их качество негативно сказывается на качестве итогового рейтинга.

В дополнение отметим, что в качестве исходной точки для применения модификаторов может быть взят диапазон рейтингов в том случае, если по индикативному рейтингу наблюдается высокая волатильность — то есть ситуация, когда за последние 15 лет индикативный рейтинг меняется на две и более ступеней в течение года. Уровень индикативного кредитного рейтинга в пределах диапазона выбирается в зависимости от следующих факторов: глубины изменения рейтинга, количества случаев изменения рейтинга и применимости в будущем тех предпосылок, которые исторически вызывали данную волатильность.

4.2. Базовая часть модели

Базовая часть рейтинговой модели состоит из четырех аналитических блоков: макроэкономика, государственные финансы, внешняя позиция и институты. Каждый из этих блоков содержит ряд факторов.

4.2.1. Базовая часть: весовые коэффициенты

Весовые коэффициенты, относящиеся к различным аналитическим блокам, отражают мнение АКРА о роли каждого из них в оценке кредитоспособности суверенных эмитентов. Распределение весовых коэффициентов представлено следующим образом:

- макроэкономика — 25%;
- государственные финансы — 30%;
- внешняя позиция — 22,5%;
- институты — 22,5%.

В рамках базовой части рейтинговой модели каждый блок анализируется с точки зрения ряда факторов (Таблица 2). Как правило, каждый из факторов оценивается на основании одного индикатора (Глава 6) за исключением редких случаев (например, см. фактор «Долговая нагрузка»). АКРА регулярно пересматривает величину весовых коэффициентов блоков и факторов с учетом эволюции суверенной методологии Агентства и новых тенденций, влияющих на оценку кредитного риска суверенных эмитентов.

Таблица 2. Структура балльной оценки долгосрочной кредитоспособности в иностранной валюте

Блок	Вес блока	Вес фактора внутри блока	Фактор
Макроэкономика	25%	30%	Уровень благосостояния
		20%	Экономический рост
		20%	Волатильность экономического роста
		30%	Инфляция
Государственные финансы	30%	10%	Сбалансированность бюджета
		65%	Долговая нагрузка
		25%	Внешний государственный долг
Внешняя позиция	22,5%	15%	Счет текущих операций
		15%	Покрытие импорта резервами
		15%	Внешний долг
		25%	Диверсификация экспорта
		30%	Волатильность валютного курса
Институты	22,5%	37,5%	Политическая стабильность
		37,5%	Качество государственного управления
		25%	Качество человеческого капитала

Источник: АКРА

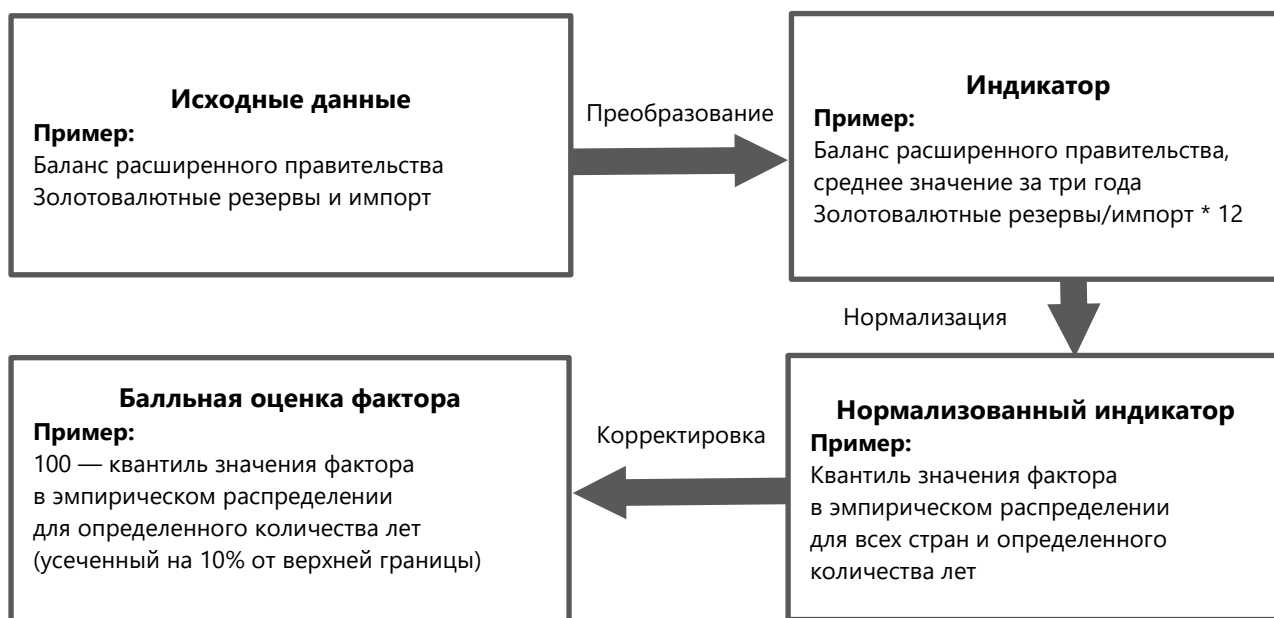
4.2.2. Базовая часть: преобразование данных

АКРА отобрало 16 количественных переменных на основе исследований суверенных дефолтов с 1970 года по настоящее время, экономической литературы, посвященной суверенным дефолтам, а также истории суверенных и финансовых кризисов. Базовая часть заметно ограничивает субъективность аналитической оценки, обеспечивая прозрачность расчетов и единство подхода, что позволяет проводить межстрановое сопоставление на длительных временных периодах.

Все переменные были изучены на предмет прогнозной силы в отношении суверенных дефолтов, и, как было статистически доказано, основная часть индикаторов действительно имеет существенную корреляцию с предстоящей финансовой неустойчивостью суверенного эмитента. Используемый набор переменных также был отобран на основании их доступности, единого подхода к их расчету и области применения. В результате этого подавляющая часть данных используется из баз данных, собранных и администрируемых международными организациями, такими как Всемирный банк, МВФ и ООН. Иногда (когда это имеет смысл с экономической точки зрения) АКРА прибегает к использованию прокси-переменных. Например, для некоторых стран Агентство считает возможным использовать переменные, сформированные для центрального, а не для расширенного правительства. Это возможно, когда структура правительства играет доминирующую роль для центрального правительства, тогда как другие составляющие государственной власти играют либо несуществующую, либо второстепенную роль.

Значения индикаторов нормализуются главным образом на основании рангового⁶ подхода, после чего балльная оценка индикатора проецируется на шкалу от 0 до 100. Страны с самыми сильными результатами по каждому значению индикатора получают более высокие баллы, а с самыми слабыми — более низкие (Рисунок 5).

Рисунок 5. Пример: общий алгоритм расчета балльной оценки для каждого фактора



Источник: АКРА

⁶ Ранговый подход использует квантиль нормализованного индикатора в качестве базы для оценки фактора; долевым подход учитывает величину индикатора в диапазоне между минимальным и максимальным значением.

Для оценки стран по разным факторам применяются два разных метода нормализации индикаторов: долевого и рангового.⁷ Долевой метод используется в тех случаях, когда мы считаем необходимым сделать акцент на информации о «хвостах» распределения индикатора (например, в случае инфляции, показателей государственного управления). В остальных случаях применяется ранговый метод.

В ходе анализа АКРА также использует два метода формирования выборки для нормализации индикатора: одногодичный или на основе всех доступных лет (с 1996 года). Агентство применяет одногодичный подход для таких показателей, как ВВП в расчете на душу населения или индекс человеческого капитала, так как они демонстрируют постоянный рост.

АКРА также корректирует ряд индикаторов, исходя из текущих тенденций на рынках капитала. Показатель обеспечения импорта корректируется для стран, национальная валюта которых имеет статус резервной (им присваивается максимальный балл несмотря на то, что значения таких индикаторов очень низкие). АКРА учитывает общую склонность инвесторов рассматривать активы, номинированные в таких валютах, особенно суверенный долг, как безопасные в неблагоприятных рыночных условиях. В то же время мы рассматриваем применимость резервного статуса этих валют с учетом текущих тенденций на мировом рынке.⁸

Стоит отметить, что развитые страны могут размещать свои долговые обязательства с более длинными сроками погашения по низкой стоимости, благодаря чему могут позволить себе относительно более высокие уровни государственного долга без ущерба для долговой устойчивости. Эта способность напрямую коррелирует с глубиной внутренних рынков капитала, более низкими уровнями инфляции и отсутствием дефолтов в недавнем прошлом, резервным статусом валют, незначительным или нулевым объемом внешних заимствований и более высоким качеством институтов, на которые приходится наиболее существенные суммы погашаемого долга. АКРА уделяет меньше внимания долговой нагрузке и больше — обслуживанию долга в странах с более высоким ВВП в расчете на душу населения и наоборот.

Наконец учитывается тот факт, что ряд стран осуществлял заимствования на нерыночных условиях, благодаря чему соотношение их расходов на выплату процентов к доходам выгодно отличается от стран, заимствующих на рыночных условиях. Хорошим примером является Греция, чей долговой портфель в значительной степени представлен обязательствами перед ESM (Европейский стабилизационный механизм) и EFSF (Европейский фонд финансовой стабильности), институтами ЕС, предоставившими финансовую помощь на льготных условиях стране еврозоны, находящейся в финансовом кризисе. Мы скорректировали соотношение расходов таких стран на выплату процентов к их доходам, чтобы уравнивать их с остальными. Подробное описание, обоснование и корректировки переменных, используемых в базовой части модели, представлены в *Приложении 1*.

⁷ См. определение в сноске 6.

⁸ АКРА отмечает, что в 2018 году доля номинированных в долларах США мировых золотовалютных резервов центральных банков упала до 61,7%, что стало минимумом с 1999 года. Доля, представленная в евро, напротив, немного выросла и составила 20,7%. Помимо этого, ряд стран выразили намерение создать ценовые ориентиры для нефти на основе других валют (включая евро). Общая обеспокоенность связана с готовностью правительства США использовать доминирующее положение на мировых финансовых рынках для достижения своих геополитических целей.

4.2.3. Базовая часть: индикативный кредитный рейтинг

Расчет *индикативного кредитного рейтинга* производится в несколько этапов. Сначала мы рассчитываем *базовые баллы блока* для каждого из четырех блоков, взвешивая оценки факторов на основе нашего мнения о важности каждого из них при прогнозировании суверенных дефолтов. После этого мы рассчитываем *взвешенную сумму баллов блоков* и получаем *индикативную оценку кредитоспособности*, которая преобразуется в *индикативный кредитный рейтинг* в соответствии с *Таблицей 3*. *Индикативные рейтинги блоков* также могут быть получены путем проекции *базовых баллов блоков* на рейтинговую шкалу в соответствии с *Таблицей 3*.

Таблица 3. Соответствие базовых баллов блоков (индикативной оценки кредитоспособности) индикативным (кредитным) рейтингам (блока) рейтинговой шкалы

Индикативный (кредитный) рейтинг (блока)	Нижняя граница диапазона базового балла блока / индикативной оценки кредитоспособности ⁹	Верхняя граница диапазона базового балла блока / индикативной оценки кредитоспособности
AAA	0,00000	1,00000
AA+	1,00000	1,17100
AA	1,17100	1,34200
AA-	1,34200	1,51300
A+	1,51300	1,68400
A	1,68400	1,85500
A-	1,85500	2,02600
BBB+	2,02600	2,19700
BBB	2,19700	2,36800
BBB-	2,36800	2,53900
BB+	2,53900	2,71000
BB	2,71000	2,88100
BB-	2,88100	3,05200
B+	3,05200	3,22300
B	3,22300	3,39400
B-	3,39400	3,56500
CCC	3,56500	3,90700
CC	3,90700	4,24900
C	4,24900	5,00000

Источник: АКРА

⁹ Только нижняя граница включается в диапазон для данного рейтинга.

4.3. Модификаторы

Негибкость базовой части модели компенсируется за счет использования модификаторов. Главной задачей модификаторов является учет экспертного мнения в отношении ключевых факторов, которые не могут быть количественно измерены и/или полностью отражены в базовой части каждого аналитического блока. Подробное описание модификаторов с разбивкой по аналитическим блокам представлено в *Приложении 2*, а их диапазоны даны в *Приложении 3*.

Процесс корректировки ступеней кредитного рейтинга с использованием модификаторов построен следующим образом. Сначала суверенный эмитент получает оценку от -2 до +2 на основании экспертного мнения АКРА в отношении характеристик эмитента в рамках каждого отдельно взятого модификатора. После этого мы рассчитываем *модификатор блока*, используя веса отдельных модификаторов внутри конкретного блока. Затем мы конвертируем *модификаторы блоков* в *корректировки рейтингов блоков* (выражены в степенях шкалы) и суммируем их. Наконец, мы трансформируем сумму корректировок рейтингов блоков в общую *корректировку кредитного рейтинга*. Итоговый кредитный рейтинг — это комбинация индикативного кредитного рейтинга и корректировки кредитного рейтинга. *Итоговые рейтинги блоков* могут быть получены как комбинация индикативного рейтинга блока и корректировки рейтинга блока (см. *Приложение 4*). На данном этапе возможен сравнительный анализ с группой сопоставимых стран.

4.4. Ожидаемые частоты дефолта на горизонте в один год

Мнение АКРА в отношении ожидаемой частоты наступления события дефолта на горизонте в один год для соответствующих присвоенных кредитных рейтингов отражено в *Таблице 4*.

Таблица 4. Соответствие ожидаемых частот наступления события дефолта и долгосрочных рейтингов АКРА по международной шкале в иностранной валюте

Присвоенный кредитный рейтинг	Ожидаемая частота наступления дефолта
AAA	0,003%
AA+	0,005%
AA	0,009%
AA-	0,017%
A+	0,031%
A	0,056%
A-	0,101%
BBB+	0,179%
BBB	0,315%
BBB-	0,547%
BB+	0,943%
BB	1,608%
BB-	2,714%
B+	4,537%
B	7,509%
B-	12,304%
CCC	19,961%
CC	32,063%
C	50,990%

Источник: АКРА

5 Аналитические блоки оценки суверенного кредитного риска

Для оценки суверенного риска АКРА использует четыре аналитических блока, имеющих ключевое значение для определения суверенных кредитных рейтингов: макроэкономика, государственные финансы, внешняя позиция и институты. В рамках каждого блока есть несколько экономических показателей, формирующих базовую часть модели, а также набор соответствующих модификаторов, которые дополняют и корректируют итоговый результат базовой части модели. Ниже приводится обоснование выбора конкретных показателей и модификаторов для каждого из блоков.

5.1. Макроэкономика

Данный аналитический блок оценивает способность суверенного эмитента продемонстрировать реальный долгосрочный экономический рост, основанный на прочном и устойчивом экономическом потенциале, а также на диверсифицированной и конкурентной структуре экономики и готовности органов государственной власти проводить адекватную монетарную и структурную политику. Устойчивый долгосрочный рост является ключевым показателем способности государства генерировать доходы, позволяющие обслуживать долг в среднесрочной перспективе и сохранять устойчивость к различным шокам.

Слабые фундаментальные показатели экономики сыграли важную роль в исторических прецедентах неисполнения обязательств суверенными заемщиками, став первопричиной дефолтов или обусловившим их фактором.¹⁰

5.1.1. Основные показатели блока «Макроэкономика»

Уровень благосостояния

АКРА измеряет уровень и относительную динамику некоторых макроэкономических показателей. Уровень благосостояния государства мы измеряем с помощью показателя ВВП на душу населения на основе паритета покупательной способности. Когда структура экономики достаточно диверсифицирована и не ограничивается небольшим набором сырьевых товаров, более высокий уровень ВВП на душу населения, как правило, отождествляется с более высоким уровнем экономического и финансового благосостояния. Это предполагает более широкую потенциальную налоговую базу, которую государство сможет использовать для обслуживания долга, а также повышенную способность государства выдержать более высокий уровень государственного долга. Описание, обоснование, показатели, корректировки и источники информации для основных индикаторов приводятся в *Приложении 1*.

¹⁰ М. Томз и Дж. Райт (2007) указали на отрицательную корреляцию вероятности суверенных дефолтов и экономической активности.

Экономический рост

Мы измеряем экономический рост, сравнивая средний уровень роста отдельной страны за десятилетний период со средним уровнем роста за те же десять лет, продемонстрированным группой стран, к которым она принадлежит. Мы выделяем две группы — развитые и развивающиеся страны. Экономические спады, в особенности те, что длятся несколько лет, существенно подрывают способность суверенных эмитентов генерировать доходы. Стагнация и даже истощение источников доходов на фоне высокого уровня государственного долга осложняют для стран задачу по обслуживанию долга в полном объеме и своевременно, что в итоге приводит к суверенному дефолту. Длительные периоды экономического спада и продолжительное восстановление экономики, как правило, наблюдаются в небольших по размеру экономиках или в более крупных странах со слабо диверсифицированной структурой экономики. Это выражается в сильной зависимости страны от экспорта сырья, в ограниченном числе видов экономической деятельности или недостаточно развитом внутреннем рынке капитала, обусловленном низким уровнем сбережений в экономике.

Волатильность экономического роста

АКРА также рассматривает волатильность темпов роста ВВП и его отклонение от средней волатильности роста мирового ВВП за десятилетний период. Высокая волатильность роста ВВП указывает на дисбаланс в экономике, который может повлиять на способность суверенного эмитента своевременно и в полном объеме погашать свой долг. Отрицательное отклонение от средних темпов роста мирового ВВП на отрезке в несколько лет указывает на снижение конкурентоспособности в условиях изменений в мировой экономике и на ослабление экономического потенциала, который может выдержать уже только более низкий уровень государственного долга.

Инфляция

В базовой части модели АКРА анализирует темпы инфляции, используя индекс потребительских цен (рассчитывается отклонение средней за три года инфляции от ближайшей точки, находящейся в диапазоне от 0 до 3%). Длительные периоды крайне высокой инфляции и колебания ее темпов искажают относительный уровень цен в экономике, отрицательно сказываются на покупательной способности экономических агентов, а в случае гиперинфляции — подрывают доверие к национальной валюте. Это оказывает негативное влияние на экономический рост и, следовательно, ослабляет способность страны обслуживать свой долг. Дефляция, т. е. затяжной период снижения цен, столь же вреден: он негативно сказывается на уверенности потребителей и бизнеса и, следовательно, ослабляет экономический рост. Кроме того, периоды высокой инфляции ограничивают возможность эмиссии долга на внутреннем рынке, а из-за периодов дефляции отношение долга к ВВП или долга к доходам возрастает.

5.1.2. Модификаторы блока «Макроэкономика»

АКРА корректирует основные индикаторы в данном аналитическом блоке путем применения экспертных суждений об экономическом потенциале страны, устойчивости ее роста, экономической эффективности, а также в отношении структурной и монетарной политики. Описание, обоснование и индикаторы для модификаторов приводятся в *Приложении 2*.

Потенциал экономического роста

Наблюдавшиеся в прошлом тенденции роста дают представление о возможном росте экономики страны в будущем, а способность страны обслуживать долг в долгосрочной перспективе (у суверенного долга обычно длительные сроки погашения) определяется ее экономическим потенциалом и его последующей реализацией.

АКРА анализирует перспективы роста экономики страны, сравнивая насколько темпы роста опережают или отстают от потенциальных. Фактическое опережение темпов потенциального роста может дать временный толчок экономическому росту. Учитывая этот фактор, продемонстрированные в прошлом темпы роста могут быть недостижимы в ближайшем будущем, что неизбежно приведет к замедлению экономики. И напротив, слабый в прошлом рост может быть переломлен благодаря эффективной политике стимулирования экономического роста в тот период.

Устойчивость экономического роста

Устойчивость экономического роста является еще одним элементом, используемым АКРА для анализа основных макроэкономических показателей. Устойчивый экономический рост позволяет стране пережить неблагоприятные экономические условия лучше, чем странам, сопоставимым по размеру экономики, и быстрее восстановиться. Из факторов, способных сдерживать экономический рост, мы обращаем внимание на чрезмерную зависимость от конкретной отрасли или вида экономической деятельности. Недостаточная диверсификация, непропорционально большая доля конкретной отрасли в экономике страны и/или конкретного сырьевого товара в общем объеме экспорта приводят к волатильности ВВП и доходов бюджета, особенно в случае ухудшения рыночных условий для конкретного вида деятельности/сырьевого товара.

АКРА уделяет особое внимание факторам финансовой уязвимости, которые могут проявляться вследствие слишком высокой зависимости от роста кредитования. АКРА старается выявлять ранние признаки формирования финансовых пузырей. Мы оцениваем уровень и доступность частного долга в экономике, динамику цен на жилье, его доступность, динамику фондового рынка и реальный валютный курс. Банковские кризисы в Испании (2008 год) и Ирландии (2008 год), причиной которых была закредитованность частного сектора в этих странах и падение цен на недвижимость, показали насколько разрушительными могут быть долгосрочные последствия лопнувшего пузыря для экономики пострадавших стран и, следовательно, кредитоспособности суверенных эмитентов. Влияние финансового дисбаланса тем сильнее, чем большее значение для экономики данной страны имеет банковский сектор, значимость которого мы определяем как объем совокупных активов банковского сектора к ВВП.

Еще один финансовый дисбаланс — это высокий уровень использования долларов/евро банками, выраженный как объем депозитов/кредитов в долларах/евро в общем объеме вкладов/кредитования. Это может указывать не только на низкое доверие к национальной валюте, но и на более высокую привлекательность долговых инструментов в иностранной валюте. В случае обесценения национальной валюты отечественные банки могут столкнуться с ростом объема просроченных кредитов, что неблагоприятно скажется на балансах самих банков и, в конечном счете, на балансах суверенных эмитентов.

Недостаточный уровень сбережений в экономике также может стать причиной возникновения уязвимостей. Такая ситуация приводит к зависимости различных отраслей от внешнего финансирования и к негативным последствиям для всей экономики в случае чрезмерного удорожания финансирования или его прекращения.

Верно и обратное — странам с высоким уровнем сбережений легче стимулировать экономический рост благодаря более широкому набору доступных инструментов. Но в их случае проблемы могут возникать вследствие неэффективного использования капитала.

Вероятность экологических и природных катастроф также принимается во внимание. В случае со странами с небольшой территорией одно наводнение или ураган могут привести к нарушению в работе существенной части экономики. Как правило, подобная ситуация оказывает давление одновременно на доходную и расходную части бюджета и может приводить к социальной напряженности, жертвам, необратимым изменениям в государственных приоритетах и, в частности, к снижению готовности обслуживать государственный долг.

Негибкость рынка труда, выраженная в институциональных барьерах, препятствующих эффективному перераспределению рабочей силы между различными сферами экономики, может сдерживать экономический рост и сказываться на способности страны адаптироваться к изменению условий. Негибкость рынка труда обычно связана с высокой безработицей и существенной долей структурной безработицы. Из-за старения населения рабочая сила вымывается с рынка труда, поэтому сохранение высоких темпов роста экономики требует более высокой производительности труда. Нехватку рабочей силы можно восполнить путем более эффективного ее использования, адекватного распределения инвестиций, а также за счет стремления к инновационному развитию и использования институтов, способных поддержать резкое повышение производительности труда.

Эффективность структурной, экономической и монетарной политики

Структурные дисбалансы в экономике страны можно сгладить с помощью ряда эффективных и скоординированных политических мер. Верно и обратное — оставленные без внимания структурные слабости или полумеры по решению данных вопросов усиливают их негативные последствия для экономики, особенно при возникновении неблагоприятных условий.

Оценка АКРА набора инструментов политики государства включает в себя оценку эффективности и гибкости структурной экономической и монетарной политики, а также способность органов власти поддерживать экономический рост за счет координации указанных политик (важный фактор для стран, входящих в экономический союз).

Мы также оцениваем тот факт, насколько структурная экономическая политика способствует реализации и расширению экономического потенциала страны. Особое внимание мы обращаем на способность государственных органов адекватно и своевременно реагировать на кризисы. Мы берем за основу оценки эффективности мер, принятых во время предыдущих кризисов, те усилия, которые были предприняты по внедрению институциональных изменений (для ограничения системных дисбалансов, приведших к кризисам в прошлом), а также существующие возможности государственных органов преодолеть будущие кризисы.

АКРА изучает эффективность монетарной политики центрального банка страны путем оценки того, насколько успешно он ранее справлялся с достижением поставленных целей. Показателем эффективности работы центрального банка с точки зрения рейтингового агентства является ценовая стабильность, которая измеряется длительностью периодов низкой инфляции.

Большое значение в рамках оценки имеет независимость центрального банка в использовании различных инструментов и определении сроков применения конкретных мер. Предпочтительно, когда независимость центробанка от политического вмешательства закреплена законодательно, и данный принцип последовательно соблюдается на практике. Мы изучаем способность центрального банка действовать в качестве кредитора последней инстанции, т. е. предоставить ликвидность банковскому сектору страны в моменты ее дефицита. В то же время продолжительное использование этого типа поддержки может указывать на наличие структурных проблем в банковском секторе.

АКРА полагает, что низкая диверсификация и неразвитость национальной финансовой системы и рынков капитала, выраженная в слабости механизма кредитно-денежной трансмиссии между финансовыми институтами и реальным сектором экономики, может осложнить для центрального банка выполнение его задач. Еще одним ограничением может стать негибкость режима валютного курса, не позволяющая центральному банку эффективно контролировать процентные ставки. Требование поддержания курса национальной валюты на определенном уровне может расходиться с другими целями центрального банка, особенно в тех случаях, когда логику решений в управлении режимом валютного курса диктует политическая повестка дня, а не макроэкономическая целесообразность.

Наш анализ монетарной политики валютного союза (например, в еврозоне или высоко долларизованной экономике) отличается от анализа этой политики в стране, которая определяет ее самостоятельно. Это связано с тем, что в первом случае суверенный эмитент обладает ограниченным контролем над собственной монетарной и валютной политикой. В таких случаях мы обращаем внимание на адекватность фискальной и структурной экономической политики, т. е. оцениваем их пригодность для реализации корректирующих мер, направленных на повышение конкурентоспособности и гибкости экономики, а не на использование валютного курса в качестве инструмента повышения конкурентоспособности.

С помощью модификаторов в данном аналитическом блоке индикативный рейтинг может быть скорректирован в сторону повышения или понижения (см. *Приложение 3*).

5.2. Государственные финансы

Данный аналитический блок оценивает способность правительства страны проводить сбалансированную бюджетную политику и поддерживать государственный долг на безопасном для страны уровне. Для этого мы используем следующие основные показатели: соотношение валового долга расширенного правительства¹¹ к доходам расширенного правительства, баланс бюджета расширенного правительства в процентах от ВВП и внешний долг расширенного правительства в процентах от ВВП. Описание, обоснование, показатели и источники информации приводятся в *Приложении 1*.

5.2.1. Базовые показатели блока «Государственные финансы»

Сбалансированность бюджета

Разбалансированность государственных финансов является одной из самых распространенных причин государственных дефолтов.¹² АКРА рассчитывает средний за три года размер баланса бюджета расширенного правительства (в процентах к ВВП). Устойчивый дефицит бюджета, выходящий за пределы контрциклической фискальной политики, указывает на наличие структурных дисбалансов и/или недостаток политической воли для их решения. Если оставить их без внимания, то такие структурные дисбалансы могут привести к накоплению чрезмерного объема государственного долга, своевременное обслуживание которого в полном объеме будет затруднительно.

Долговая нагрузка

Ключевым критерием приемлемости уровня государственного долга является то, насколько суверенный эмитент в состоянии обслуживать свой долг. Для оценки этого параметра мы используем отношение процентных платежей по государственному долгу всех уровней бюджетной системы к уровню бюджетных доходов расширенного правительства. Безопасный уровень госдолга отличается для разных суверенных эмитентов и определяется прежде всего графиком погашения долга и стоимостью его фондирования. Возможности страны по осуществлению заимствований тем выше, чем больше срок погашения долга и ниже стоимость фондирования.

Страны с развитым и диверсифицированным внутренним рынком капитала могут позволить себе более высокий уровень государственного долга. Кроме того, стоимость их заимствований ниже, а сроки размещения их обязательств длительнее. Постоянный доступ к рынку капитала позволяет им рефинансировать свои обязательства на приемлемых условиях и в любое время. Напротив, короткие сроки погашения и более высокая стоимость фондирования, приводят к росту долговой нагрузки, в этой связи возможности суверенного эмитента в части управления государственными финансами сокращаются. Это сказывается не только на платежеспособности страны, но и на способности государства поддерживать экономику в периоды спадов с помощью

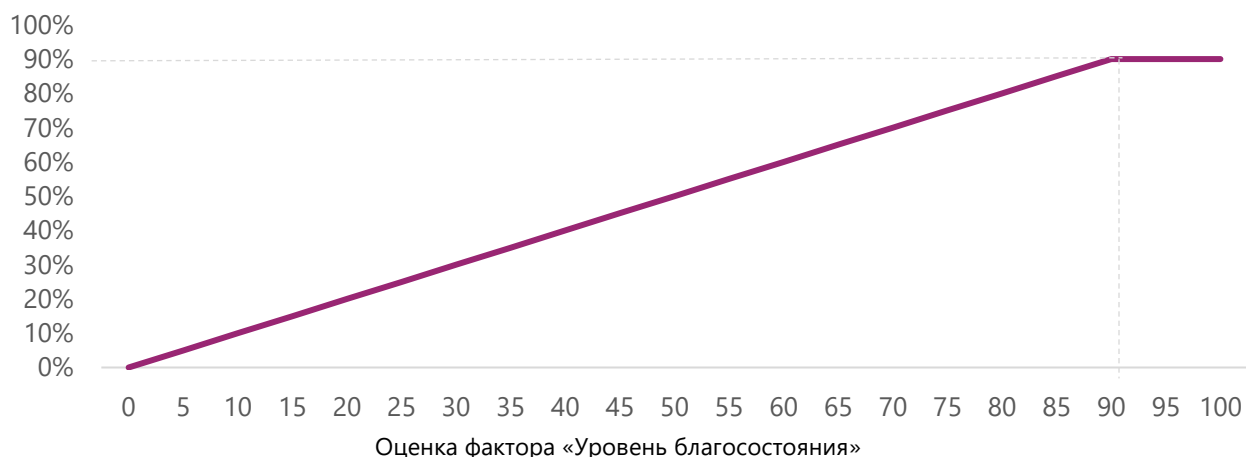
¹¹ Расширенное правительство обычно включает в себя центральные, местные и региональные органы исполнительной власти, а также фонды социального страхования. Учитывая формальное и фактическое распределение полномочий между центральным (федеральным) правительством и местным или региональным, долг последних может рассматриваться как условное обязательство. В данной ситуации АКРА дополнительно анализирует обстоятельства, при которых этот долг может материализоваться на балансе суверена.

¹² К. Рейнхарт, К. Рогофф и П. Савастано (2003) описывают влияние государственного внешнего долга; К. Рейнхарт и К. Рогофф (2008) описывают влияние государственного внутреннего долга на суверенные дефолты.

контрциклической фискальной политики. Оценка данного фактора осуществляется с использованием комбинированного показателя стоимости обслуживания долга и общей суммы долга:

$$\text{Долговая нагрузка (в баллах)} = \text{Размер долга (в баллах)} * (1 - f) + \text{Процентные платежи (в баллах)} * f^{13}$$

Рисунок 6. Расчет показателя f



Источник: АКРА

Внешний государственный долг

Еще одним показателем, который учитывает АКРА, является отношение государственного внешнего долга расширенного правительства (долга, принадлежащего нерезидентам) к ВВП. Большое внимание уделяется внешнему долгу как мере зависимости от иностранного рынка капитала, доступ к которому может быть затруднен в случае возникновения неблагоприятных условий. Данный индикатор более актуален для развивающихся экономик, которые характеризуются недостаточной развитостью локальных рынков капитала. Высокий уровень и рост внешнего долга развитых стран может свидетельствовать о бегстве инвесторов в качественные активы, особенно в тех случаях, когда национальные валюты таких стран обладают статусом резервных. Тем не менее, как мы считаем, даже тем странам, чьи валюты имеют статус резервных, не следует допускать бесконечного роста своего государственного долга.

5.2.2. Модификаторы блока «Государственные финансы»

В дополнение к основным показателям аналитического блока «Государственные финансы» АКРА проводит анализ качественных индикаторов, способных оказать существенное влияние на кредитоспособность эмитента: условные обязательства суверенного эмитента, фискальная политика, бюджетная гибкость, доступ на рынок капитала, источники фондирования и устойчивость госдолга. Описание, обоснование и индикаторы для модификаторов приведены в *Приложении 2*.

Условные обязательства и риск их реализации

Суверенный эмитент может быть подвержен риску реализации различных условных обязательств, реализация такого риска может значительно увеличить его долговую

¹³ Величина данного индикатора определяется оценкой фактора «уровень благосостояния».

нагрузку. Наша оценка влияния условных обязательств на кредитоспособность суверенного эмитента основана на размере таких обязательств и вероятности их реализации. Учет условных обязательств затруднен в силу недостаточности и противоречивости информации о них во многих странах. Мы стараемся компенсировать это при помощи экспертной оценки и «вознаграждаем» те страны, которые демонстрируют достаточную прозрачность своих условных обязательств. Особое внимание уделяется наличию прецедентов предоставления помощи финансовым и/или нефинансовым организациям от государства в кризисных ситуациях.

Мы выделяем три группы условных обязательств. Первая группа состоит из потенциальных обязательств, связанных с национальным банковским сектором.

Существенное количество суверенных дефолтов было вызвано системным банковским кризисом, для преодоления которого суверенным эмитентам пришлось резко наращивать государственный долг.¹⁴ При этом причиной многих банковских кризисов была неплатежеспособность суверенных эмитентов. В отличие от всех остальных отраслей обязательства банков являются по сути особым условным обязательством национального правительства, поскольку банки выполняют исключительно важную функцию посредника между сбережениями и инвестициями экономических агентов. Если банки перестают выполнять свои функции, то останавливается работа всей экономики.¹⁵

Мы оцениваем качество надзора в банковском секторе страны на основе способности государства контролировать системные риски в экономике, повышать устойчивость финансового сектора к шокам и минимизировать риск возникновения цепных реакций. Мы тщательно изучаем прошлые банковские кризисы, их причины и ответные меры на них органов власти, а также адекватность таких мер и время их принятия.

АКРА признает, что политика, применяемая конкретным правительством, может быть неадекватной и неэффективной в других экономических реалиях. Существуют примеры, когда неплатежеспособность банковского сектора совпадала с периодами экономической стабильности или даже стремительного экономического роста: например, некоторые крупные банки в Китае и Японии считались неплатежеспособными в соответствии с западными стандартами учета и деловой практики. Однако целый ряд принятых мер, включая смягчение требований учета и действий центральных банков, помог предотвратить развитие финансового кризиса, аналогичного кризису в Ирландии.

Поддержка банковского сектора государством за счет бюджета правительства может принимать различные формы: от прямой докапитализации до разделения проблемных банков на «хорошие» и «плохие» и включения обязательств последних в состав государственного долга или выпуска для них специальных гарантий. Объем и время предоставления поддержки банковскому сектору зависит от надежности и способности

¹⁴ К. Рейнхарт и К. Рогофф (2011) обнаружили, что объем государственного долга выросал в среднем на 86% в течение трех лет после финансовых кризисов.

¹⁵ На основе большой выборки развивающихся экономик И. Балтеню и А. Эрсе (2017) проанализировали механизмы, из-за которых трудности в банковском секторе и на уровне государства усугубляют друг друга; О. Йорда, М. Шуларик и А. Тейлор (2013) пришли к выводу, что снижение долговой нагрузки частного сектора после кризиса приводит к более глубокой рецессии и более длительному восстановлению в тех случаях, когда кризису предшествует высокий уровень государственного и частного долга; ситуация сложнее, если кризис спровоцирован кредитным бумом.

центрального банка действовать в качестве кредитора последней инстанции, готовности суверенного эмитента¹⁶ предоставить прямую поддержку без ущерба для собственной платежеспособности, а также его оценки степени влияния дефолта крупного системно значимого банка на макроэкономическую стабильность.

Во вторую группу входят условные обязательства, связанные с государственными компаниями нефинансового сектора. В отдельных случаях суверенный заемщик стремится добиться определенных социальных или политических целей с помощью таких компаний, что может негативно сказаться на их рентабельности и/или уровне долга, особенно в периоды экономического спада. Ухудшение финансового положения таких компаний может требовать их поддержки суверенным эмитентом. Мы уделяем внимание наличию в стране «мягких бюджетных ограничений», то есть ожиданию экономических агентов возмещения государством их убытков.

Последняя группа включает в себя прямые гарантии государства в отношении долга компаний. Мы рассматриваем твердые и безусловные гарантии, выданные суверенным эмитентом, в качестве сильного обязательства, позволяющего включать указанные гарантии в состав долговой нагрузки государства. Тем не менее, мы понимаем, что данные гарантии могут быть выданы в пользу финансово состоятельных компаний, способных самостоятельно обслуживать свой долг. В таких случаях включение гарантий избыточно увеличивает оценку долговой нагрузки государства. В эту группу входят также необеспеченные пенсионные обязательства и обязательства государства по проектам государственно-частного партнерства.

Фискальная политика и гибкость бюджета

В центре нашей оценки бюджетной гибкости лежит анализ устойчивости доходов и расходов бюджета. Отсутствие гибкости бюджета оставляет мало пространства для маневра в случае экономического спада или внешних шоков. Гибкость доходов предполагает наличие у правительства возможностей по их увеличению за счет поднятия налоговых ставок, расширения налоговой базы или продажи активов. Гибкость расходов бюджета определяется соотношением обязательных расходов к необязательным, т. е. долей политически чувствительных расходов (таких как зарплаты, социальные выплаты и субсидии) в совокупных расходах.

Конституционные, политические и демографические ограничения, например, связанные со старением населения расходы, а также накопленный опыт осуществления государственных мер строгой экономии принимаются нами во внимание при оценке потенциального масштаба бюджетной консолидации.

¹⁶ Принятое в разных странах законодательство по урегулированию несостоятельности банковского сектора демонстрирует снижение аппетита суверенов к оказанию прямой поддержки банкам.

Мы оцениваем прочность и стабильность бюджетных правил и следование им. Мы считаем фискальную политику эффективной, если она способствует снижению структурных дисбалансов между доходами и расходами бюджета и помогает регулировать долговую нагрузку на протяжении всего экономического цикла, что положительно сказывается на способности государства обслуживать свой долг.

Доступ к рынку и источники фондирования

При оценке доступа к рынку и источникам фондирования, мы уделяем основное внимание уровню развития внутреннего рынка капитала с учетом структуры инвесторов — пенсионных и прочих фондов сбережений — а также устойчивости внутреннего рынка капитала к шокам. На этапе рассмотрения зависимости от внешнеэкономических факторов мы оцениваем способность суверенного эмитента сохранять доступ к внешним рынкам и анализируем риск потери доступа к рынку не только для государства, но и для отраслей экономики с учетом подобных событий в прошлом.

Доступ к льготным и многосторонним источникам фондирования является преимуществом при условии готовности правительства обеспечить привлечение финансирования, привязанного к проведению определенной экономической политики, от МВФ или других международных финансовых институтов в условиях экономического стресса. При этом экстренная поддержка от международных организаций указывает на ухудшение риск-профиля суверенного эмитента.

Долговая устойчивость

Мы анализируем состав государственного долга по сроку погашения, типу купонных ставок, валюте обязательств, типу долга в разрезе рыночный/нерыночный и т. д. Высокая доля валютного долга может привести к существенному изменению долговой нагрузки суверенного эмитента в случае обесценения национальной валюты. История суверенных дефолтов содержит многочисленные примеры, когда развивающиеся страны сталкивались со сложностями в обслуживании валютного долга после серьезного обесценения национальной валюты. Риск рефинансирования можно снизить с помощью долгосрочного долга, привлеченного под более низкие ставки. Мы также анализируем периоды максимальных выплат в графике погашения государственного долга, которые ассоциируются с повышенным риском рефинансирования.

АКРА обращает особое внимание на объем ликвидных активов суверенного эмитента, в том числе суверенные фонды. Ликвидные активы государства, если они не направлены на другие цели, могут стать хорошим запасом прочности в ситуации спада на рынке, в особенности для стран с высоким уровнем долга. В анализе приемлемости уровня долга АКРА уделяет основное внимание динамике валового долга расширенного правительства и долговой нагрузки в среднесрочной перспективе. Мы отталкиваемся от прогноза баланса бюджета и делаем вывод о динамике государственного долга. Если правительство в ближайшие годы собирается сводить бюджет с дефицитом, будет обоснованным ожидать тенденцию к росту госдолга. Обратная тенденция возможна в случае профицита бюджета. На этом этапе наши предположения о потенциальном размере и сроках (если их можно определить) реализации условных обязательств играют важную роль для целей общей оценки перспектив госдолга.

Мы более гибко подходим к оценке стран с растущим госдолгом, когда темпы его роста совпадают или не превышают темпы роста номинального ВВП.

В заключение мы оцениваем способность суверенного эмитента обслуживать свой долг в рамках различных сценариев, актуальных для данной страны или иных аналогичных стран. Мы проверяем чувствительность долговой нагрузки и уровня обслуживания долга к различным допущениям по таким переменным, как первичный баланс бюджета расширенного правительства, процентные платежи, рост ВВП, валютный курс и т. д. Сопоставление графика погашаемых обязательств с ликвидными активами суверенного эмитента показывает, какое время он сможет соблюдать свои обязательства в случае неприемлемо высокой стоимости фондирования или закрытия рынков капитала.

Модификаторы в данном аналитическом блоке могут скорректировать индикативный рейтинг страны в сторону повышения или понижения (см. *Приложение 3*).

5.3. Внешняя позиция

Данный аналитический блок предусматривает оценку устойчивости суверенного эмитента к воздействию внешних шоков. В истории суверенных дефолтов есть много примеров дефолтов развивающихся стран вследствие глубокого валютного кризиса, приведшего к банковскому и бюджетному кризису. Кроме того, примеры Греции (2011 год) и Кипра (2012 год) показали, что чрезмерная зависимость от внешнего финансирования, даже если валюта фондирования не отличается от национальной, но среди источников преобладают нерезиденты, может привести к суверенному дефолту и в развитых странах. Мы оцениваем этот параметр в контексте всей экономики с учетом того, что государство и частный сектор являются своего рода сообщающимися сосудами, а банковский сектор выступает проводником внешних шоков в национальную экономику в периоды напряженности на мировом рынке. В этом контексте также играет роль связь между государством и расширенным государственным сектором экономики.

5.3.1. Базовые показатели блока «Внешняя позиция»

Для оценки степени зависимости от внешних факторов мы используем целый ряд показателей, включая счет текущих операций, коэффициент покрытия импорта, внешний долг (за вычетом внешнего долга расширенного правительства), индекс диверсификации экспорта и волатильность валютного курса. Описание, обоснование, параметры и источники информации для базовых показателей приведены в *Приложении 1*.

Счет текущих операций

Относительно большой и постоянный дефицит счета текущих операций указывает на формирование обязательств перед нерезидентами, в то время как профицит текущего счета говорит о том, что страна является кредитором остальных стран мира. Дефицит счета текущих операций в краткосрочной и среднесрочной перспективе не так важен для стран с высоким уровнем доходов, особенно для тех из них, которые обладают существенным объемом активов за рубежом. Однако этот риск может оказаться существенным для стран с развивающейся экономикой и более низким уровнем трансграничных операций. Дефицит счета текущих операций в стране, входящей в валютный союз, может служить среднесрочным индикатором общей конкурентоспособности страны.

Покрытие импорта

Данный коэффициент показывает количество месяцев, на которое стране будет достаточно ее международных резервов для покрытия объемов импорта в случае резкого прекращения притока иностранной валюты. Чем выше значение этого показателя, тем больше инвесторы могут быть уверены в способности страны справиться с внешними шоками. Это содержательный среднесрочный индикатор для развивающихся стран, имеющих фиксированный курс или находящихся в процессе перехода на свободно плавающий курс; однако он не так важен для стран со свободно плавающим курсом национальной валюты. Еще менее показательным данный индикатор является для развитых стран, особенно тех, чьи валюты имеют статус резервных.

Внешний долг

Высокий уровень внешнего долга вкупе с несоответствием валюты активов и пассивов могут привести к кризису платежного баланса и/или валютному кризису, что негативно отразится на платежеспособности суверенного эмитента. Мы используем отношение объема внешнего долга к ВВП для оценки фактора.

Диверсификация экспорта

Индекс диверсификации экспорта помогает оценить, насколько структура экспорта конкретной страны отличается от данной структуры в остальных странах мира. Чем она ближе к общемировой, тем более диверсифицирован экспорт такой страны, что указывает, при прочих равных условиях, на более низкую вероятность внешних шоков.

Волатильность валютного курса

Страны с высокой волатильностью национальных валют предрасположены к катаклизмам в экономике, что может иметь негативные последствия для их кредитоспособности. Волатильность измеряется с помощью стандартного отклонения валютного курса к доллару США за десятилетний период (скользящее среднее).

5.3.2. Модификаторы блока «Внешняя позиция»

Мы дополняем основные показатели качественной оценкой уязвимости платежного баланса, устойчивости внешнего долга и стабильности валютного режима. Описание, обоснование и индикаторы для модификаторов приведены в *Приложении 2*.

Уязвимость платежного баланса

Мы оцениваем среднесрочную динамику текущего счета при помощи анализа его уязвимостей и фундаментальных факторов, обуславливающих его сбалансированность (например, структура сбережений/инвестиций в экономике). Волатильность поступлений по текущему счету (включая продажу продукции, экспорт услуг, а также первичные и вторичные доходы) подрывает способность страны стабильно и надежно генерировать доходы от внешнеэкономической деятельности.

Чрезмерная зависимость от одного сырьевого товара или услуги (нефть, соевые бобы, туризм и т. д.) либо от одной страны-донора денежных переводов подвергает суверенного эмитента риску в случае резких спадов на товарных рынках, в странах-торговых партнерах или странах-донорах. Структурная уязвимость импорта связана с зависимостью от импорта какого-то конкретного товара, например, топлива.

Странам со свободным обменным курсом национальной валюты легче подстроиться под внешнее давление, возникающее вследствие колебаний нефтяных цен или экономических успехов основных стран-доноров или торговых партнеров. Таким странам легче контролировать возникающие дисбалансы текущего счета.

Прогноз текущего счета зависит также от соотношения уровней сбережений и инвестиций в национальной экономике. Если норма сбережений в стране гораздо выше объема инвестиций в собственную экономику, страна становится экспортером капитала и, при прочих равных, весьма вероятно сохранит положительное сальдо текущего счета. Верно и обратное — в стране с отрицательным сальдо текущего счета уровень внутренних инвестиций, вероятно, серьезно превышает уровень внутренних сбережений, что приводит к необходимости импорта капитала для их финансирования.

Еще одним важным элементом анализа уязвимости текущего счета является определение ключевого субъекта, способствующего дефициту текущего счета (т.е. частный или государственный сектор).

Важный аспект анализа — характер потоков капитала для финансирования отрицательного сальдо текущего счета. Если инвестиции от нерезидентов по большей части представляют собой прямые иностранные инвестиции (ПИИ) и приток капитала в акционерный капитал, то приток внешних инвестиций не вызывает очень сильных опасений. Эти типы внешних инвестиций часто ассоциируются с ростом производственных мощностей в стране, а не с потреблением. С другой стороны, намного более высокая доля внешних портфельных инвестиций, особенно краткосрочных, вызывает большую обеспокоенность. Портфельные инвестиции характеризуются более высокой волатильностью, чем ПИИ, и их внезапное прекращение в силу изменений в настроениях инвесторов может ускорить девальвацию валюты и, возможно, вызвать рецессию. Падение рынка жилья в Испании (2008 год) и в Ирландии (2008 год) — хорошие примеры такой ситуации. Высокое отрицательное сальдо текущего счета в ходе формирования пузыря на рынке недвижимости указывало на переток средств, заимствованных отечественными банками за рубежом, в пользу покупателей жилья и застройщиков, вместо стимулирования создания экспортно ориентированных производственных мощностей. Как только настроение инвесторов изменилось, а рынок недвижимости обвалился, застройщики и собственники жилья остались почти без средств на обслуживание и погашение импортированного капитала.

Устойчивость внешнего долга

В ходе анализа устойчивости уровня долга АКРА изучает соотношение зарубежных активов к пассивам для экономики в целом и суверенного эмитента в частности. Мы также анализируем краткосрочные компоненты в составе зарубежных активов и пассивов и рассчитываем коэффициент ликвидности. Мы используем чистую международную инвестиционную позицию для оценки разницы между рыночной стоимостью зарубежных активов и рыночной стоимостью пассивов страны по отношению к ВВП с учетом как долговых инвестиций, так и инвестиций в акционерный капитал. Данный коэффициент служит индикатором возможного стресса для платежного баланса. Страна считается кредитором внешнего мира, если ее активное сальдо является положительным. И наоборот, отрицательное активное сальдо означает, что страна выступает заемщиком, что повышает ее уязвимость перед внешними шоками.

АКРА использует коэффициент внешней ликвидности для оценки способности экономики справиться с временной утратой доверия со стороны инвесторов и продолжить обслуживать внешний долг за счет собственных источников. В этом случае международные резервы страны сопоставляются с ее потребностями в обслуживании и погашении внешнего долга, включая краткосрочный (рассчитываемый как долг с первоначальным коротким сроком погашения и подлежащая погашению в текущем периоде основная сумма долгосрочного долга) и депозиты нерезидентов в национальных банках.

Благодаря более пристальному изучению состава активов и пассивов суверенного эмитента можно оценить подверженность государства внешнему риску, в частности валютному. Мы рассчитываем чистые иностранные активы суверенного эмитента путем сравнения объема международных резервов и активов правительства, выраженных (или индексируемых) в иностранной валюте, т. е. объем средств фондов национального благосостояния и стабилизационных фондов в иностранной валюте и долг расширенного правительства и центрального банка, номинированный (или индексируемый) в иностранной валюте, вне зависимости от резидентства. Как и в целом для всей экономики, положение нетто-кредитора дает суверенному эмитенту больше гибкости во внешнеэкономической деятельности, чем положение нетто-дебитора. Структура валютных активов и пассивов имеет большее значение для развивающихся стран, чем для развитых.

Стабильность валютного режима

Устойчивость к внешним шокам стран с высоким уровнем долга, имеющих режим управляемого либо фиксированного валютного курса, сильно зависит от их способности поддерживать стабильность выбранного валютного режима. Стабильность режима курсовой привязки определяется размером международных резервов, заслуживающих доверия инвесторов. Существенное и резкое снижение международных резервов указывает на попытку центрального банка поддержать курс национальной валюты на определенном уровне.

Модификаторы в данном аналитическом блоке, кроме модификатора валютного режима, могут корректировать индикативный рейтинг страны как в сторону повышения, так и в сторону понижения. (см. Приложение 3). Модификатор стабильности валютного режима дает только корректировку в сторону понижения индикативного рейтинга.

5.4. Институты

Аналитический блок «Институты» включает в себя оценку готовности правительства финансировать оплату долговых обязательств и оценку его эффективности в решении данной задачи.¹⁷ Оценка также учитывает риск негативного влияния на платежеспособность правительства, которое может быть обусловлено политической нестабильностью, массовыми беспорядками или международным конфликтом.

¹⁷ Д. Норт и Б. Вайнгаст (1989) изучали, как изменения институциональной среды трансформировали экономику и подстегнули развитие рынков капитала в XVII веке в Англии.

5.4.1. Базовые показатели аналитического блока «Институты»

В рамках базовой части модели используется шесть показателей государственного управления, а именно: верховенство закона, контроль коррупции, эффективность правительства, качество регулирования, право голоса и подотчетность, политическая стабильность и отсутствие насилия.

Мы сгруппировали первые четыре показателя в группу **«Качество государственного управления»** в связи с наличием высокой положительной корреляции между ними. Данная группа отражает мнения участников рынка о различных аспектах государственного управления. По той же причине мы объединили два последних показателя в группу **«Политическая стабильность»**.

Мы исследуем социально-экономические условия для обслуживания долга в среднесрочной перспективе, используя сформированную АКРА группу показателей под названием **«Индекс человеческого капитала»**, которая в меньшей степени коррелирует с общемировыми показателями государственного управления. Данная группа включает в себя три показателя, оценивающих качество образования и уровень здоровья взрослого населения, в том числе субиндекс образования в индексе «Развитие человеческого капитала», который рассчитывается ООН, а также уровни смертности взрослого населения и ожидаемой продолжительности жизни при рождении.

Отметим, что показатели государственного управления и факторы человеческого капитала стали иметь меньшую прогнозную силу в отношении суверенных дефолтов за последние 20 лет (по сравнению с 1965–1996 годами). Тем не менее, как мы считаем, в будущем они не утратят своей важности для рейтингового анализа по ряду причин. Во-первых, институциональные особенности страны, начиная с фактора политической нестабильности и заканчивая неэффективным госуправлением и управлением бюджетом, связаны со способностью и готовностью выплачивать долг и поэтому должны оцениваться. Во-вторых, показатели государственного управления в настоящее время являются наиболее всеобъемлющими показателями институциональных факторов, объединенными в рамках унифицированного подхода; они охватывают очень широкий круг стран и стабильно публикуются на ежегодной основе. Описание, обоснование, расчет и источники информации по основным показателям приведены в *Приложении 1*.

5.4.2. Модификаторы блока «Институты»

Мы дополняем наши базовые показатели качественной оценкой предполагаемой готовности выплачивать долг, недавних политических событий и подверженности геополитическим рискам. Описание, обоснование и индикаторы для модификаторов приводятся в *Приложении 2*.

Желание и готовность платить по долгам

Мнение о желании и готовности выплачивать долг должно приниматься во внимание, поскольку в отличие от частных предприятий, таких как организации или банки, правительства не подпадают под действие законов о банкротстве или под правоприменительные процедуры. Бывают ситуации, когда государство способно выплатить долг, однако по разным причинам решает, что ему проще объявить дефолт. События 2008-го в Эквадоре и 2014-го в Аргентине являются хорошими примерами

подобных случаев: первый — примером отказа нового правительства выполнять обязательства, взятые на себя предыдущим; вторая — примером решения правительства не платить держателям облигаций из-за решения суда в пользу несогласных на реструктуризацию кредиторов. Выполнение обязательств перед ними могло бы привести к необходимости выплат другим держателям облигаций в объеме, значительно превышающем тот, который страна была готова выплатить.

История дефолтов

В целом готовность государства платить по долгам может быть оценена с помощью анализа истории дефолтов. Исторические данные по суверенным дефолтам указывают на то, что страны, в истории которых уже случались дефолты, с большей долей вероятности могут прибегнуть к варианту объявления дефолта.¹⁸ АКРА учитывает время, прошедшее с момента последнего дефолта, тип дефолта (просрочка платежей, вынужденная реструктуризация и т. д.) и степень потерь держателей облигаций.

Мы пытаемся проанализировать (при наличии такой информации), решила ли реструктуризация долга проблему неплатежеспособности страны вкуче с ее проблемами с ликвидностью. Готовность выплачивать долг полностью и своевременно может быть также оценена с помощью анализа истории взаимоотношений страны с международными донорами и кредиторами по двусторонним договорам. Еще один важный момент — будет ли долг, понесенный предыдущей администрацией, публично оспариваться новыми властями. Наличие истории повторных дефолтов (более одного раза) оказывает негативное влияние на оценку суверенного эмитента.

Политическая нестабильность и недавние политические решения

Обновление¹⁹ общемировых показателей государственного управления, как правило, происходит с задержкой. Мы компенсируем отсутствие актуальных данных, анализируя последние политические события и ключевые политические решения (например, частота изменений в составе правительства или порядок передачи власти), которые могут повлиять на кредитоспособность суверенного эмитента. Мы не делаем никаких заключений о политическом устройстве до момента, пока оно не начинает оказывать влияние на выплату долга. По мнению АКРА, авторитарное государство с высоким уровнем правовой определенности и низким уровнем коррупции может быть кредитоспособным, несмотря на отсутствие политических свобод и гражданских прав. Напротив, государство с высоким уровнем демократии может столкнуться с проблемами при определении направлений и приоритетов монетарной политики и своевременного погашения своих обязательств.

Вовлеченность в геополитические конфликты, подверженность геополитическим рискам

Подверженность геополитическим рискам и/или вовлеченность в геополитические конфликты могут стать фактором риска для способности и готовности правительства

¹⁸ Т. Аносума (2016) считает, что развивающиеся страны, допустившие дефолт по своим долговым обязательствам в прошлом, в большей степени подвержены риску повторного дефолта по сравнению со странами, в чьей истории отсутствуют дефолты, даже при условии одинакового соотношения внешнего долга к ВВП.

¹⁹ Некоторые индикаторы основываются на данных двух-трехлетней давности.

выплачивать долг. Мы принимаем во внимание геополитические риски, которые могут нарушить экономическую деятельность и оказать негативное влияние на инвестиционные потоки, а также на уверенность бизнеса и потребителей.

Модификаторы в рамках этого аналитического блока могут корректировать индикативный суверенный рейтинг как в сторону повышения, так и в сторону понижения (см. Приложение 3).

Приложение 1. Показатели, используемые в базовой части модели

№	Показатель	Определение	Обоснование	Единица измерения, преобразование и источники
1	ВВП по ППС, на душу населения	Это валовый внутренний продукт (ВВП), измеренный по паритету покупательной способности (ППС), разделенный на население страны. Использование ВВП по ППС позволяет добиться большей сопоставимости между странами, по сравнению с простым ВВП на душу населения по текущему обменному курсу. ППС помогает объяснить разницу в стоимости жизни, которая в значительной степени зависит от неторгуемых благ, которые менее подвержены изменениям внутренних цен, чем торгуемые. Расчет по ППС сокращает разрыв в доходах между богатыми и бедными странами. Хотя расчет ВВП по ППС является предметом споров, цифры, которые рассчитывает Всемирный банк, являются общепринятым показателем.	Чем выше ВВП на душу населения, тем шире потенциальная налоговая база, которую страна может использовать для обслуживания своего долга. Более высокий ВВП на душу населения означает более высокий уровень экономического и финансового благосостояния.	Ранговый подход для выборки за год. Источник: МВФ Период выборки: последние публикуемые данные.
2	Отклонение средних темпов роста реального ВВП за 10 лет от среднемировых ²⁰	Реальный ВВП определяется как годовое процентное изменение ВВП страны в постоянных ценах. Это показатель, который отражает фундаментальные изменения во внутреннем экономическом производстве и исключает инфляцию, которая может исказить экономическую картину.	Кредитоспособность страны зависит от ее способности генерировать долгосрочный экономический рост и показывать рост ВВП, по крайней мере, на одном уровне со странами со схожим уровнем доходов.	Ранговый подход для полной выборки отдельно для развитых и для развивающихся стран. Верхний порог для развивающихся стран составляет 20 тыс. международных долларов на душу населения. Нижний порог для развитых стран — 40 тыс. международных долларов на душу населения. Страны, у которых ВВП на душу населения находится между этими границами, сравниваются со средневзвешенными за десятилетний период. Это измеряется как разница между средними темпами роста реального ВВП страны за десять лет по сравнению со средним по ее группе за схожий период. Источники: МВФ, Всемирный банк, национальные статистические агентства. Период выборки: с 1987 года.
3	Волатильность темпов роста реального ВВП*	Волатильность ВВП является отклонением темпов роста реального ВВП относительно их тренда.	Крайняя неустойчивость экономического роста может оказать негативное влияние на способность страны полностью и своевременно погашать долг.	Долевой подход для полной выборки. Измеряется как разница между стандартным отклонением темпов роста ВВП страны за десять лет и таким же показателем для мирового ВВП за аналогичный период времени. Нижняя граница — -0,5%, верхняя граница — +3%. Источники: МВФ, Всемирный банк, национальные статистические агентства. Период выборки: с 1987 года.

²⁰ Для расчета средних значений используются средневзвешенные показатели; по мере удаления от расчетного года веса пропорционально убывают (показатели, к которым применима данная ссылка, далее в таблице отмечены «*»).

4	Отклонение от целевого уровня инфляции, среднее за три года*	Инфляция измеряется изменением среднегодового индекса потребительских цен (ИПЦ). ИПЦ рассчитывается для корзины потребления товаров и услуг «среднего» домохозяйства внутри страны. Более широкий ассортимент товаров отечественного производства учитывается в дефляторе ВВП. Кроме того, ИПЦ исключает цены на недвижимость (рост цен недвижимости может привести к возникновению пузырей на рынках активов).	Длительные периоды высокой и волатильной инфляции искажают относительные цены в экономике, что пагубно сказывается на экономическом росте и, следовательно, подрывает способность страны обслуживать свой долг. Дефляция, т. е. длительный период падения цен, не менее вредна для экономического роста. Она отрицательно сказывается на доверии потребителей и бизнеса.	Долевой подход для полной выборки. Наилучшее значение 0–3%, наихудшее — более 18%, или менее чем -5%. Источники: Всемирный банк, национальные статистические агентства. Период выборки: с 1996 года.
5	Валовый долг консолидированного правительства, % от доходов	Валовый непогашенный долг консолидированного правительства, включающий в себя центральные, местные и региональные органы управления, фонды социального обеспечения, сравнивается с доходами правительства в таком же определении. В тех случаях, когда центральный банк выпускает долговые обязательства для целей отличных от монетарных, эти обязательства включаются в валовый долг консолидированного правительства. Чтобы учитывать этот долг его объем и доля от ВВП должны быть достаточно большими и расти на протяжении многих лет. Это будет говорить о том, что это структурная тенденция, не носящая циклический характер. Этот долг учитывает внутренние и внешние обязательства, исключая при этом государственные гарантии.	Валовый долг консолидированного правительства, % от доходов является более точным показателем для оценки государственной кредитоспособности, чем обычно используемое соотношение валового долга консолидированного правительства к ВВП. Этот показатель обеспечивает оценку долгового бремени по отношению к существующему притоку государственных доходов. У страны может быть относительно низкое соотношение долга консолидированного правительства к ВВП и высокое — по отношению к доходам, что указывает на недостаточное пространство для маневра для решения фискальных проблем в случае возникновения неблагоприятных условий.	Ранговый подход для полной выборки. Корректировка происходит через плавающие веса между долгом консолидированного правительства и процентным платежом на душу населения: у самых богатых стран веса для долга и процентных платежей 10% : 90%, соответственно, а у самых бедных — 100% : 0%. Источники: МВФ, Всемирный банк, национальные статистические агентства. Период выборки: с 1996 года.
6	Средний за три года баланс бюджета консолидированного правительства, % ВВП*	Баланс бюджета консолидированного правительства это разница между его доходами и расходами, включая процентные платежи по существующим долговым обязательствам.	Постоянный дефицит бюджета консолидированного правительства указывает на ограниченный потенциал страны обслуживать свой долг, используя собственные ресурсы, и растущую зависимость рынка от рефинансирования своей задолженности. Сохраняющийся дефицит бюджета может свидетельствовать о росте долгового бремени.	Ранговый подход для полной выборки. Средний за последние три года баланс бюджета консолидированного правительства, % ВВП. Источники: МВФ, Всемирный банк, национальные статистические агентства. Период выборки: с 1996 года.

7	Процентные платежи, % дохода	Процентные платежи включают в себя все платежи по государственному долгу, вне зависимости от валюты, в котором долг номинирован, от его резидентства, срока погашения, по сравнению с общими государственными доходами.	Важный индикатор того, насколько дорого правительству выплачивать проценты относительно его доходов. Растущее бремя обслуживания существующих долговых обязательств может ограничивать другие государственные расходы, сокращая выбор политических мер.	Ранговый подход для полной выборки. Первая корректировка учитывает долю нерыночного долга в процентных платежах; вторая — такая же, как для показателя «валовый долг консолидированного правительства, % от доходов». Источники: МВФ, Всемирный банк, национальные статистические агентства. Период выборки: с 1996 года.
8	Валовый внешний долг консолидированного правительства, % ВВП	Валовый долг консолидированного правительства, находящийся в обращении, который принадлежит нерезидентам, включая вложения нерезидентов в облигации консолидированного правительства, номинированные в национальной валюте и размещенные на внутреннем рынке.	Чрезмерная зависимость правительства от внешних инвесторов, независимо от валюты долга, может затруднить его доступ на рынок в случае неблагоприятных условий.	Ранговый подход для полной выборки. Корректировка производится для резервных валют на основе их доли в глобальных резервах: наивысший балл для доли выше 50%, убывающие баллы для долей ниже 50%; для стран еврозоны и стран с «другой валютой» используются данные о вложениях в облигации с целью формирования резервов в отдельных странах. Источники: МВФ, Всемирный банк, национальные статистические агентства. Период выборки: с 1996 года.
9	Баланс счета текущих операций, % ВВП*	Текущий счет включает в себя чистый баланс товаров и услуг, чистый первичный доход (дивиденды, проценты и т.д.) и вторичный доход (денежные переводы и иностранная помощь). Баланс текущего счета рассчитывается по отношению к ВВП.	Относительно большой и постоянный дефицит счета текущих операций указывает на накопление внешнего долга. Если долг финансируется за счет прямых иностранных инвестиций и притока капитала, долговое бремя является менее существенным. Негативный счет текущих операций на протяжении длительного промежутка времени, который финансируется за счет выпуска внешнего долга может стать проблемой даже для стран, у которых их валюта является резервной. Еще больший риск это представляет для развивающихся стран с недостаточно большим объемом внешних активов. Страна с большим объемом внешней задолженности и с ограниченным объемом иностранных активов, возможно, будет испытывать трудности при рефинансировании.	Ранговый подход для полной выборки. Рассчитывается как среднее за три года, % от ВВП. Источники: МВФ, Всемирный банк, национальные статистические агентства. Период выборки: с 1996 года.

10	Покрытие импорта (резервы по отношению к импорту), в месяцах	Покрытие импорта определяется как отношение международных резервов к ежемесячному импорту товаров, выраженное в месяцах.	Этот показатель говорит о количестве месяцев, когда международные резервы страны достаточны для покрытия импорта в случае резкого сокращения притока иностранной валюты. Это менее важно для страны с режимами свободно плавающего валютного курса. Однако это значимый показатель для стран с формирующимся рынком, которые находятся в процессе перехода на режим свободно плавающего валютного курса. Чем выше значение показателя, тем в большей степени инвесторы могут быть уверены в способности страны противостоять внешним шокам.	Ранговый подход для полной выборки. Корректировка делается для стран, валюта которых имеет статус резервной, они получают наивысший балл. Источники: МВФ, Всемирный банк, национальные статистические агентства. Период выборки: с 1996 года.
11	Внешний долг, % ВВП	Непогашенная задолженность резидентов перед нерезидентами, выраженная в процентах от ВВП. Эти обязательства могут быть номинированы в национальной валюте и иностранной и включают в себя только долговые инструменты. Чтобы избежать двойного учета, этот показатель исключает внешний долг государственного сектора.	Этот показатель показывает восприимчивость страны к внешним/внутренним шокам.	Ранговый подход для полной выборки. Источник: Всемирный банк, национальные статистические агентства. Период выборки: с 1996 года.
12	Волатильность национальной валюты*	Стандартное отклонение курса национальной валюты к доллару США (скользящее среднее за десятилетний период).	Чем выше волатильность национальной валюты, тем больше негативных последствий это может принести национальной экономике и суверенной кредитоспособности.	Долевой подход для полной выборки. Диапазон ограничен: верхний порог ниже 0,1 (наивысший балл), нижний порог выше 0,4 (самый низкий балл). Источник: МВФ, Всемирный банк, национальные статистические агентства. Период выборки: с 1996 года.
13	Индекс диверсификации	Чем больше структура экспорта товаров и страны отличается от мировой, тем менее диверсифицированной является ее экономика.	Индекс диверсификации помогает оценить, в какой степени структура экспорта товаров той или иной страны отклоняется от структуры мирового экспорта. Чем она ближе к мировой структуре, тем более диверсифицированными является экспорт. При прочих равных индекс сигнализирует об устойчивости страны к внешним шокам.	Ранговый подход для полной выборки. Измеряется как модуль отклонения структуры торговли страны относительно мировой структуры. Источник: UNCTAD. Период выборки: с 1996 года.
14	Политическая стабильность	Это комплексный индикатор, который состоит из двух индексов World Governance Indicators (WGI), которые рассчитывает Всемирный банк: «Voice and Accountability» и «Political Stability and Absence of Violence». Индекс «Voice and Accountability» оценивает степень свободы выбора	Этот показатель, который помогает сигнализировать о грядущих кризисах, предоставляя относительную оценку институциональной силы страны с точки	Долевой подход для полной выборки. Измеряется как среднее значение для индексов WGI. Источник: Всемирный банк. Период выборки: с 2000 года.

		правительства гражданами страны, а свободу выражения мнений, свободу объединений и степень свободы средств массовой информации. Индекс «Political Stability and Absence of Violence» измеряет вероятность политической нестабильности и/или политически мотивированного насилия, включая терроризм.	зрения политической стабильности и свободы слова.	
15	Адекватность и эффективность правительства	Это комплексный индикатор, который состоит из четырех индексов World Governance Indicators (WGI), которые рассчитывает Всемирный банк: «Control of Corruption», «Rule of Law», «Regulatory Quality» и «Governance effectiveness». «Control of Corruption» измеряет степень, в которой государственная власть осуществляется в личных целях, включая различные формы коррупции, а также «захват» государства элитами и частными интересами. «Rule of Law» измеряет степень доверия агентов к нормам общества и их соблюдению, в частности, качества исполнения контрактов, имущественных прав, полиции и судов, а также вероятность совершения преступлений и насилия. «Regulatory Quality» измеряет способность правительства разрабатывать и осуществлять разумную политику и правила, которые позволяют и способствуют развитию частного сектора. «Governance effectiveness» отражает качество предоставления государственных услуг, качество государственной службы и степени ее независимости от политического давления, а также свидетельствует о качестве осуществления политики и доверии к тому, что правительство привержено такой политике.	Это показатель, который помогает сигнализировать о грядущих кризисах, предоставляя относительную оценку институциональной силы страны в отношении коррупции, имущественных прав, качества государственных услуг и способности содействовать развитию частного сектора.	Долевой подход для полной выборки. Измеряется как среднее значение для индексов WGI. Источник: Всемирный банк. Период выборки: с 2000 года.
16	Индекс человеческого капитала	Индекс АКРА, состоящий из трех показателей, которые отражают качество человеческого капитала страны. Эти показатели включают субиндекс образования в индексе «Развитие человеческого капитала», рассчитываемый ООН, уровень смертности среди взрослого населения и ожидаемую продолжительность жизни при рождении.	Это опережающий индикатор. Его уровень говорит о том, улучшает ли страна свой человеческий капитал, который является движущей силой долгосрочного экономического роста.	Долевой подход для выборки за текущий год. Оценивается как сумма экспонент показателей, входящих в индекс. Источники: ООН. Период выборки: последние опубликованные данные.

Приложение 2. Модификаторы: определения

№	Модификатор	Описание	Обоснование	Индикаторы
Макроэкономика	Потенциал экономического роста	Оценивает среднесрочный и долгосрочный потенциал экономики и его реализацию: способность страны в своем развитии выйти на уровень выше или ниже потенциального.	Экономический потенциал является ключевым фактором в оценке способности страны обслуживать свой долг (особенно в долгосрочной перспективе).	Индикатор экономического потенциала составляется МВФ, Евростатом и посредством экспертной оценки.
	Устойчивость экономического роста	Оценивает макроэкономический дисбаланс, возникающий из-за недостатка конкурентоспособности, чрезмерного использования кредитования для ускорения экономического роста, диверсификации экономики/экспорта, низкого уровня инвестиций, недостатка инноваций и адаптивности, ухудшения демографической ситуации, регулирования рынка и способности создавать рабочие места (гибкость рынка труда, низкое качество человеческого капитала), из-за неравенства в доходах и богатстве, а также из-за препятствий к социальной мобильности.	Стабильный экономический рост позволяет стране пройти через негативные экономические условия лучше, чем другим странам с сопоставимым уровнем развития, и быстрее восстановиться.	Концентрация в товарах/услугах/торговых партнерах, исследование конкурентоспособности, индексы экономической свободы и легкости ведения бизнеса, отношение кредитования к ВВП, уровень сбережений/инвестиций в экономике, затраты на НИОКР, индикаторы распределения доходов и богатства, демография и индикаторы рабочей силы и прогнозы (общая структурная безработица и безработица молодой части населения, трудоустройство в теневом секторе экономики, доля рабочих мест, подверженных риску автоматизации).
	Эффективность структурной, экономической и монетарной политики	Оценивает надежность и гибкость структурной, экономической и монетарной политики, способность страны координировать их (важный фактор для стран, состоящих в союзе), эффективность политики в достижении целей, касающихся монетарной политики, способствующих экономическому развитию и/или достижению экономического потенциала, касающегося структурной и экономической политики, качества социального страхования, способности адекватно и своевременно реагировать на кризисы.	Эффективный и скоординированный набор практик может в некоторой степени смягчить структурную несбалансированность страны, в то время как обратная ситуация может ее усугубить.	Экспертная оценка политики центрального банка и его независимость, способность устанавливать адекватные, существенные и своевременные приоритеты, равно как и осуществлять структурную и экономическую политику; истории урегулирования прошлых кризисов страной; выполнения институциональных изменений, страхующих от системного дисбаланса, которые в свою очередь были вызваны прошлыми кризисами; его текущей способности взаимодействовать с будущими кризисами.

Государственные финансы	Условные обязательства и риск их реализации	Анализирует природу и размер условных обязательств (гарантии, слабые места банковского сектора, финансовая устойчивость государственных компаний, международные обязательства, будущие пенсионные обязательства) и инструменты в распоряжении государства для минимизации их материализации (соответствующие установления, их эффективность и т.д.), а также история финансовой поддержки государством компаний, испытывающих финансовые трудности.	Недооцененные условные обязательства могут существенно исказить профиль обязательств суверенного эмитента и нанести ущерб его способности выполнить их без негативных последствий для кредитоспособности страны.	Данные Евростата по структуре и природе условных обязательств, экспертные оценки, основанные на национальной статистике и других источниках.
	Фискальная политика и гибкость бюджета	Оценивает гибкость бюджетных трат и диверсификацию доходов, эффективность фискальных правил, нацеленных на уменьшение волатильности уровня доходов и чрезмерных расходов и/или управление бюджетным балансом в течение экономического цикла.	Эффективность фискальной политики может смягчить структурную несбалансированность на стороне доходов и расходов и оптимизировать долговую нагрузку в течение экономического цикла с позитивными последствиями для способности суверенного эмитента обслуживать долг.	Экспертная оценка
	Доступ к рынкам и источникам фондирования	Оценивает структуру публичного долга по сроку к погашению, процентной ставке и валютной структуре. Анализирует историю и продолжительность стабильного рыночного доступа на национальном и международном уровнях, глубину национального долгового рынка и источники доступа из многосторонних организаций, включая льготное финансирование. Проверяет наличие больших депозитов/резервов и ликвидность, доступ к системе страхования в страновом союзе.	Долгосрочный долг с более низкой ценой уменьшает риск рефинансирования по более высоким ставкам, в то время как постоянный рыночный доступ (как внутренний, так и внешний) обеспечивает непрерывное рефинансирование. Существенный запас ликвидных суверенных активов позволяет суверенному эмитенту стабильно вести выплаты по обязательствам в случае запретительно высокой стоимости финансирования или закрытия рынка.	Экспертная оценка
	Долговая устойчивость	Очерчивает пики в графике обслуживания долга и плане долговой нагрузке, учитывая стоимость долга, условные обязательства, рыночный доступ и альтернативные источники финансирования при различных сценариях.	Описывает вызовы, перед которыми стоит суверенный эмитент в среднесрочной и долгосрочной перспективе, и его устойчивость к ним.	Экспертная оценка

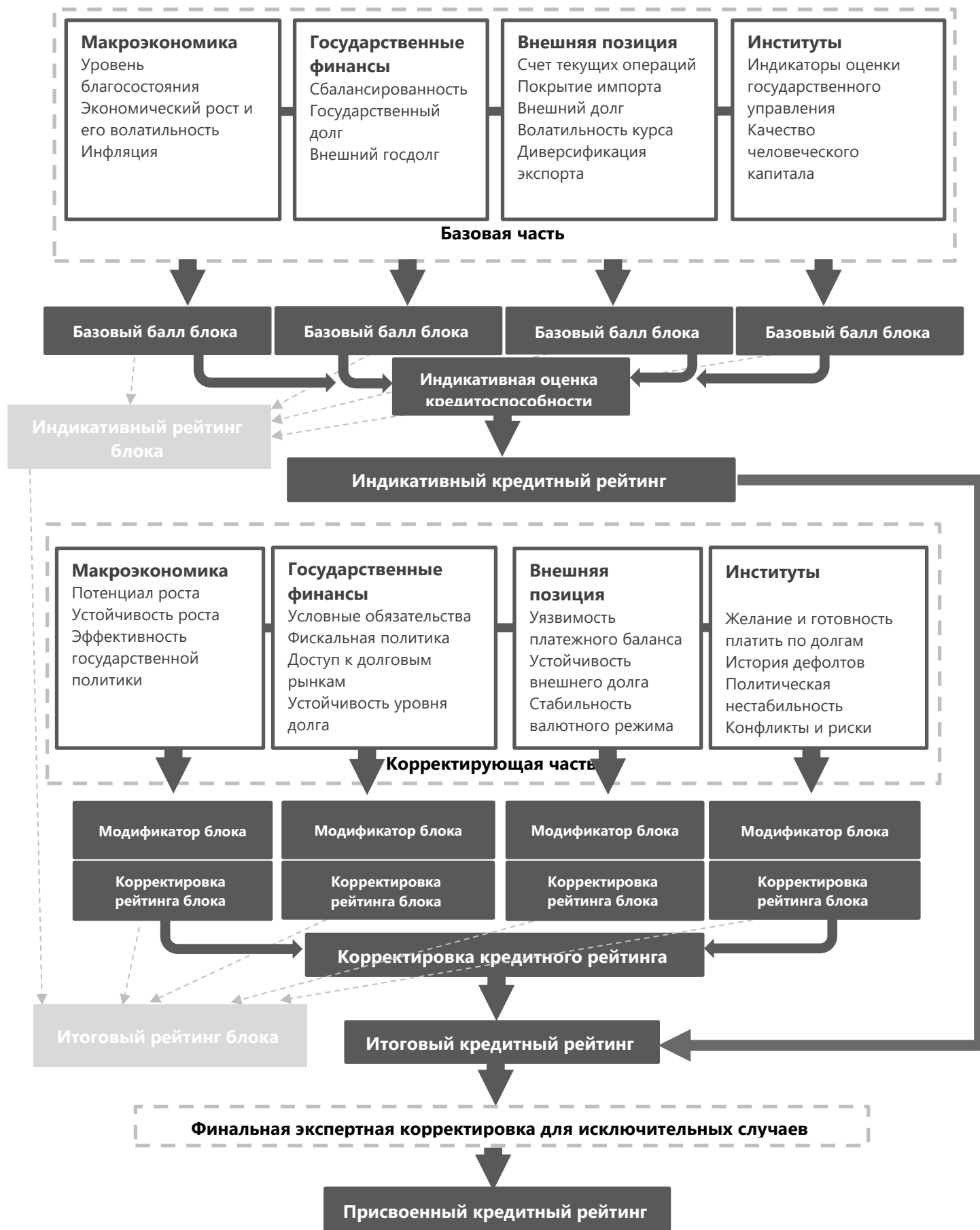
Внешняя позиция	Уязвимость платежного баланса	Проверяет причины постоянного дефицита текущего баланса, волатильность экспорта (товарная зависимость) и зависимость от импорта (денежные переводы, часть международной стоимостной цепочки), анализирует структуру притока капитала (прямые и портфельные инвестиции), а также проблему утечки капитала, если таковая имеется.	Уязвимость платежного баланса может оказать давление на национальную валюту с негативными последствиями для всех экономических агентов, обслуживающих долг в иностранной валюте, включая суверенный.	Экспертная оценка
	Устойчивость внешнего долга	Оценивает дисбаланс в сроке погашения и структуре валюты внешнего долга экономики, его уровень, тенденции и доступные источники финансирования, включая международные резервы.	Давление на национальную валюту может быть усилено из-за высокого уровня и дисбаланса внешнего долга, что ведет к снижению доверия иностранных инвесторов и уменьшению притока капитала.	Чистая международная инвестиционная позиция, коэффициент ликвидности и другие индикаторы внешнего долга и долга в иностранной валюте, предоставленные базами данных международных организаций, а также экспертной оценкой
	Стабильность валютного режима	Проверяет стабильность валютного режима, особенно в том случае, если страна имеет валютное правление или регулирует курс национальной валюты в соответствии с курсом одной из резервных валют.	Нестабильный валютный режим подрывает доверие к национальной валюте с существенными последствиями для банковского сектора, а следовательно, и для суверенного эмитента.	Ежегодные публикации МВФ по валютным режимам, а также экспертная оценка
Институты	Желание и готовность платить по долгам	Оценивает приверженность суверенного эмитента своевременно соблюдать график погашения долговых платежей в ситуации, когда этот выбор является непростым политическим и инвестиционным решением, учитывает его историю дефолтов.	Готовность и желание расплачиваться по долгам может быть решающим фактором с точки зрения дефолта суверенного эмитента; даже если данный эмитент способен производить выплаты, по нему наблюдается прямая корреляция между прошлыми и будущими дефолтами.	Экспертная оценка с учетом недавней истории дефолтов
	Политическая нестабильность и недавние политические решения	Оценивает воздействие основных политических событий на кредитоспособность суверенного эмитента.	Повышенный политический риск (более очевидные симпатии популистским партиям, риск изменения существующего режима, гражданский конфликт) могут подорвать кредитоспособность суверенного эмитента.	Экспертная оценка
	Вовлеченность в геополитические конфликты, подверженность геополитическим рискам	Оценивает риски, связанные с геополитикой и безопасностью, через вовлеченность страны в текущий и потенциальный конфликт с соседними странами, подверженность (потенциальная или текущая) геополитическим рискам, включая санкции, и способность правительства локализовать конфликт и/или минимизировать риск экономических санкций.	Угроза конфликтов или подверженность геополитическим рискам может привести к ухудшению делового климата, уменьшению притока капитала и снижению экономической активности.	Экспертная оценка

Приложение 3. Модификаторы: баллы

Модификатор Баллы	Макроэкономика			Государственные финансы			
	<i>Потенциал экономического роста</i>	<i>Устойчивость экономического роста</i>	<i>Эффективность структурной, экономической и монетарной политики</i>	<i>Условные обязательства и риск их реализации</i>	<i>Фискальная политика и гибкость бюджета</i>	<i>Доступ к рынкам и источники фондирования</i>	<i>Долговая устойчивость</i>
+2	Очень большой	Устойчивый рост без значимых дисбалансов	Исключительно адекватная политика и ее эффективная реализация	Практически все обязательства учтены, риск их материализации крайне низок	Очень сильная	Предельно свободный	Очень высокая
+1	Большой	Устойчивый рост, дисбалансы управляемы	Адекватная политика и ее эффективная реализация	Большая часть обязательств учтена, риск их материализации низок	Сильная	Свободный	Высокая
0	Средний	Средняя устойчивость роста, значимые дисбалансы	В достаточной степени адекватная политика и ее реализация	Обязательства учитываются, существует риск их материализации	Средняя	Средний	Средняя
-1	Слабый	Неустойчивый рост, сильные дисбалансы	Неадекватная политика и ее неэффективная реализация	Недостоверность учета обязательств и/или высокий риск их материализации	Ограниченная	Затрудненный	Низкая
-2	Очень слабый	Очень нестабильный рост, очень сильные дисбалансы	Совершенно неадекватная политика и ее неэффективная реализация	Очень низкий уровень учета обязательств и/или очень высокий риск их материализации	Очень ограниченная	Очень затрудненный	Очень низкая

Модификатор Баллы	Внешняя позиция			Институты			
	Уязвимость платежного баланса	Устойчивость внешнего долга	Стабильность валютного режима	Желание и готовность платить по долгам	История дефолтов	Политическая нестабильность и недавние политические решения	Вовлеченность в геополитические конфликты, подверженность геополитическим рискам
+2	Практически отсутствует	Долг устойчив, отсутствие дисбалансов				Очень сильная	
+1	Дисбаланс существует и управляем	Долг достаточно устойчив, дисбалансы управляемы				Сильная	
0	Средняя	Долг достаточно устойчив, дисбалансы в значительной степени беспроблемные	Средняя	Среднее	Средняя	Средняя	Средняя
-1	Сильная	Проблемы с устойчивостью и дисбалансом долга	Слабая	Слабое	Наблюдалась дефолты	Сильная политическая нестабильность	Умеренная
-2	Очень сильная	Неустойчивый долг	Очень слабая	Очень слабое	Неоднократно наблюдались дефолты в недавней истории	Очень сильная политическая нестабильность	Сильная

Приложение 4. Модель анализа суверенных эмитентов



Приложение 5. Список литературы

- Balima, H., Combes, J., & Minea, A. (2015). Sovereign debt risk in emerging countries: does inflation targeting adoption make any difference?
- Balteanu, I., & Erce, A. (2017). Linking Bank Crises and Sovereign Defaults: Evidence from Emerging Markets. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2972818>
- Catao, L., & Sutton, B. (2002). Sovereign Defaults the Role of Volatility. IMF Working Paper. <https://ssrn.com/abstract=879960>
- Drehmann, M., & Juselius, M. (2012). Do Debt Service Costs Affect Macroeconomic and Financial Stability? In BIS Quarterly Review.
- Hilscher, J., & Nosbusch, Y. (2010). Determinants of Sovereign Risk: Macroeconomic Fundamentals and the Pricing of Sovereign Debt. *Review of Finance*, 14(2), 235–262. <https://doi.org/10.1093/rof/rfq005>
- Hur, S., Kondo, I., & Perri, F. (2013). Inflation, Debt, and Default. ECB conference paper. https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/131128/09-Paper-Kondo-with_Perri_Hur.pdf
- Jorda, O., Schularick, M. H., & Taylor, A. (2013). Sovereigns versus Banks: Credit, Crises, and Consequences. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w19506>
- Kremer, M., & Mehta, P. (2000). Globalization and International Public Finance. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w7575>
- Kuruc, E., Tissot, B., & Turner, P. (2017). Looking at aggregate currency mismatches and beyond. BIS Conference Paper, Bank for International Settlements.
- Li, S., de Haan, J., & Scholtens, B. (2018). Sudden stops of international fund flows: Occurrence and magnitude. *Review of International Economics*, 27(1), 468–497. <https://doi.org/10.1111/roie.12385>
- Mauro, P., & Levchenko, A. A. (2006). Do Some Forms of Financial Flows Help Protect From Sudden Stops? IMF Working Papers, 6(202). <https://doi.org/10.5089/9781451864625.001>
- Mellios, C., & Paget-Blanc, E. (2006). Which factors determine sovereign credit ratings? *The European Journal of Finance*, 12(4), 361–377. <https://doi.org/10.1080/13518470500377406>
- Reinhart, C., Rogoff, K., & Savastano, M. (2003). Debt Intolerance. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w9908>
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2008). The Forgotten History of Domestic Debt. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w13946>
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2010). Growth in a Time of Debt. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w15639>
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2011). A Decade of Debt. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w16827>
- Reinhart, C. & Rogoff, K. (2014). This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. *Annals of Economics and Finance*, Society for AEF, vol. 15(2), pages 1065-1188, November.
- Restrepo-Echavarria, P., Mendoza, E., & Hamann, F. (2016). Commodity Prices and Sovereign Default: A New Perspective on The Harberger-Laursen-Metzler Effect. Society for Economic Dynamics Meeting Papers № 806.
- Tomz, M., & Wright, M. L. J. (2007). Do Countries Default in “Bad times”? *Journal of the European Economic Association*, 5(2–3), 352–360. <https://doi.org/10.1162/jeea.2007.5.2-3.35>.

(С) 2021

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Садовническая набережная, д. 75
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 нарушение 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.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — 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 должным 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 негубличной 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.