

АКРА

4 СЕНТЯБРЯ 2023

МЕТОДОЛОГИЯ

# МЕТОДОЛОГИЯ ПРИСВОЕНИЯ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ СУВЕРЕННЫМ ЭМИТЕНТАМ ПО МЕЖДУНАРОДНОЙ ШКАЛЕ

<b>1</b>	<b>ОБЛАСТЬ ПРИМЕНЕНИЯ .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>ИСТОЧНИКИ ДАННЫХ.....</b>	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>СТРУКТУРА РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА.....</b>	<b>6</b>
3.1.	БАЗОВАЯ ЧАСТЬ .....	7
3.2.	МОДИФИЦИРУЮЩАЯ ЧАСТЬ.....	8
3.3.	АНАЛИТИЧЕСКИЕ КОРРЕКТИРОВКИ И ОГРАНИЧЕНИЯ.....	9
3.3.1.	Корректировки на пограничное значение и на неопределенность данных .....	9
3.3.2.	Корректировка на риск неблагоприятного события .....	9
3.3.3.	Ограничение по истории дефолтов .....	10
3.4.	ПРИСВОЕНИЕ СУВЕРЕННЫХ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ.....	11
3.4.1.	Типы суверенных кредитных рейтингов .....	11
3.4.2.	Долгосрочный кредитный рейтинг в иностранной валюте .....	11
3.4.3.	Кредитные рейтинги в национальной и иностранной валюте .....	12
3.4.4.	Долгосрочные и краткосрочные кредитные рейтинги .....	13
3.5.	ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА.....	14
<b>4.</b>	<b>ДЕТАЛЬНОЕ ОПИСАНИЕ БАЗОВОЙ И МОДИФИЦИРУЮЩЕЙ ЧАСТЕЙ.....</b>	<b>14</b>
4.1.	МАКРОЭКОНОМИКА .....	14
4.1.1.	Описание индикаторов и порядок их оценки.....	14
4.1.2.	Описание корректировок .....	16
4.1.3.	Описание модификаторов.....	16
4.2.	ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ .....	20
4.2.1.	Описание индикаторов и порядок их оценки.....	20
4.2.2.	Описание корректировок .....	22
4.2.3.	Описание модификаторов.....	23
4.3.	ВНЕШНЯЯ ПОЗИЦИЯ.....	26
4.3.1.	Описание индикаторов и порядок их оценки.....	26
4.3.2.	Описание корректировок .....	28
4.3.3.	Описание модификаторов.....	28
4.4.	ИНСТИТУТЫ.....	30
4.4.1.	Описание индикаторов и порядок их оценки.....	30
4.4.2.	Описание корректировок .....	31
4.4.3.	Описание модификаторов.....	31
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 1.</b>	<b>.....</b>	<b>33</b>
	ДЕТАЛЬНАЯ СТРУКТУРА РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА.....	33
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 2.</b>	<b>.....</b>	<b>34</b>
	КОРРЕКТИРОВКИ БАЗОВОЙ ЧАСТИ МОДЕЛИ .....	34
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 3.</b>	<b>.....</b>	<b>35</b>
	ИНДИКАТОРЫ БАЗОВОЙ ЧАСТИ МОДЕЛИ.....	35
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 4.</b>	<b>.....</b>	<b>44</b>
	МОДИФИКАТОРЫ: ОПРЕДЕЛЕНИЯ.....	44
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 5.</b>	<b>.....</b>	<b>50</b>
	СООТВЕТСТВИЕ ОЖИДАЕМОЙ ЧАСТОТЫ НАСТУПЛЕНИЯ СОБЫТИЯ ДЕФОЛТА И УРОВНЯ ДОЛГОСРОЧНЫХ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ АКРА ПО МЕЖДУНАРОДНОЙ ШКАЛЕ .....	50

## 1 ОБЛАСТЬ ПРИМЕНЕНИЯ

Методология присвоения кредитных рейтингов суверенным эмитентам по международной шкале (далее — Методология) Аналитического Кредитного Рейтингового Агентства (Акционерное общество) (далее — АКРА, Агентство) определяет подход АКРА к присвоению кредитных рейтингов (кредитных оценок) суверенным эмитентам (рейтингуемым лицам) и их эмиссиям по международной шкале. Суверенным эмитентом является национальное правительство (центральное или федеральное), обладающее исключительными полномочиями на реализацию фискальной политики <sup>1</sup>, а также проводящее экономическую политику через систему стимулов и ограничений экономической активности в стране.

Суверенные кредитные рейтинги присваиваются АКРА публичным <sup>2</sup> долгам правительства <sup>3</sup> перед частными <sup>4</sup> инвесторами и отражают вероятность дефолта по такой задолженности. За рамками настоящей Методологии находится оценка желаний и возможностей суверенного эмитента погашать задолженность перед официальными кредиторами, в частности международными кредиторами (например, Международным валютным фондом, Всемирным банком и др.), по двусторонним межправительственным договорам или через Парижский клуб кредиторов (при этом АКРА обращает внимание на проблемы, возникающие у суверенного эмитента при обслуживании данного типа долга). Если АКРА располагает достаточным объемом информации для принятия решения о том, какое влияние окажут возможности суверенного эмитента по реструктуризации долга или снижению долговой нагрузки перед официальными кредиторами на полное и своевременное обслуживание долга перед частными инвесторами, то в рамках настоящей Методологии Агентство оценивает влияние факторов, приведших к реструктуризации долга, на суверенный кредитный рейтинг.

Методология также может быть использована для присвоения кредитных рейтингов старшим необеспеченным долговым обязательствам суверенных эмитентов. Старшему необеспеченному долгу, выпущенному суверенным эмитентом, как правило, присваивается кредитный рейтинг на уровне суверенного.

Настоящая Методология применяется на постоянной основе до утверждения новой редакции методологическим комитетом АКРА.

В целях поддержания Методологии в актуальном состоянии АКРА может досрочно осуществлять ее пересмотр и изменение в следующих случаях:

- отступление от настоящей Методологии более трех раз за квартал при выполнении рейтинговых действий;
- необходимость пересмотра на основании результатов мониторинга применения методологий, проводимого методологической группой АКРА;
- выявление несоответствия Методологии требованиям Федерального закона от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации»;
- запрос о немедленном пересмотре Методологии со стороны службы комплаенса и внутреннего контроля АКРА.

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

<sup>2</sup> Долг, информация о котором находится в открытом доступе.

<sup>3</sup> Включая безотзывные, безусловные и полные гарантии правительства.

<sup>4</sup> Включая государственные компании.

АКРА пересматривает Методологию в соответствии со своими внутренними документами не позднее одного календарного года с даты последнего пересмотра. В результате пересмотра в Методологию могут быть внесены изменения, или она может остаться без изменений.

Каждый случай отступления от настоящей Методологии документируется и раскрывается АКРА на официальном сайте по адресу [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru) при опубликовании кредитного рейтинга или прогноза по кредитному рейтингу с указанием причины такого отступления.

При обнаружении в данной Методологии ошибок, которые повлияли или могут повлиять на кредитные рейтинги и/или прогнозы по кредитным рейтингам, АКРА проводит ее анализ и пересмотр в соответствии с установленными в Агентстве процедурами. Информация о данных действиях, новая версия Методологии, а также информация о выявленных ошибках в случае, если они оказывают влияние на присвоенные ранее кредитные рейтинги, раскрывается АКРА на официальном сайте по адресу [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru).

Если планируемые изменения настоящей Методологии являются существенными (например, изменение отдельных индикаторов и/или текста Методологии) и оказывают или могут оказать влияние на действующие кредитные рейтинги, АКРА:

1. Размещает на своем официальном сайте по адресу <https://www.acra-ratings.ru> информацию о планируемых изменениях применяемой Методологии с указанием причин и последствий таких изменений, в том числе для кредитных рейтингов, присвоенных в соответствии с данной Методологией.
2. В срок не более шести месяцев со дня изменения применяемой Методологии осуществляет оценку необходимости пересмотра всех кредитных рейтингов, присвоенных в соответствии с данной Методологией.
3. В срок не более шести месяцев со дня завершения оценки, предусмотренной предыдущим пунктом, осуществляет пересмотр кредитных рейтингов, если по результатам сделанной оценки выявлена необходимость их пересмотра.

## 2 ИСТОЧНИКИ ДАННЫХ

АКРА стремится к использованию стандартизованных и унифицированных данных по рейтингуемым странам, опираясь по возможности на единые источники информации для анализа показателей и расчета индикаторов.

В ходе рейтингового анализа АКРА использует приведенные ниже источники данных.

1. Данные из открытых источников:
  - Международный валютный фонд (МВФ);
  - Всемирный банк;
  - Организация Объединенных Наций (ООН);
  - Евростат;
  - Банк международных расчетов (БМР);
  - Иные источники информации, если качество и сопоставимость данных являются, по мнению АКРА, достаточными для их использования<sup>5</sup>.
2. Информация, предоставляемая рейтингуемым лицом в ходе рейтинговой встречи или после нее в письменной и/или устной форме.

<sup>5</sup> В частности, данные национальных статистических агентств, публикации в СМИ, публикации различных министерств, служб и ведомств рейтингуемого лица (пресс-релизы, презентации для инвесторов и др.), эмиссионная документация по облигациям рейтингуемого лица.

### 3. Внутренняя информация Агентства:

- данные рейтингового анализа, проведенного АКРА ранее;
- агрегированные финансовые и операционные показатели других рейтингуемых лиц с учетом аналитических корректировок;
- макроэкономические и отраслевые прогнозы внутренних подразделений АКРА.

### 4. Данные из других источников, имеющие, по мнению АКРА, существенное значение для рейтингового анализа.

Указанный список источников информации не является исчерпывающим.

АКРА исходит из допущения о том, что данные, предоставляемые рейтингуемым лицом и/или международными организациями, являются точными и достоверными.

Если центральное правительство играет доминирующую роль в консолидированном <sup>6</sup> правительстве, то АКРА может использовать данные в отношении центрального, а не для консолидированного правительства.

В случае недостаточности информации для применения настоящей Методологии АКРА отказывается от присвоения кредитного рейтинга. В случае выявления недостаточности информации для поддержания существующего кредитного рейтинга АКРА осуществляет отзыв кредитного рейтинга, при этом другие действия в отношении кредитного рейтинга не предпринимаются. Все рейтинговые действия, осуществляемые АКРА, находят свое отражение в рейтинговых пресс-релизах и/или рейтинговых отчетах, публикуемых на официальном сайте по адресу [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru).

Достаточность информации определяется возможностью проведения рейтингового анализа в соответствии с общими принципами рейтингового процесса АКРА <sup>7</sup>. Основные критерии достаточности информации:

- возможность количественного и качественного анализа кредитоспособности рейтингуемого лица;
- возможность анализа внешних и внутренних факторов риска, которые могут повлиять на кредитоспособность рейтингуемого лица;
- возможность сравнительного анализа с сопоставимыми объектами рейтинга.

---

<sup>6</sup> Консолидированное правительство обычно включает в себя центральные, местные и региональные органы исполнительной власти, а также фонды социального страхования и другие внебюджетные фонды.

<sup>7</sup> Изложены в документе «Процедуры осуществления рейтинговых действий и общие принципы рейтингового процесса Аналитического Кредитного Рейтингового Агентства (Акционерное общество)».

### 3 СТРУКТУРА РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА

Рейтинговый анализ включает в себя четыре этапа, его общая структура показана на Рисунке 1.

- 1 этап** Базовая часть. Результатом базовой части анализа является присвоение базовых оценок блокам. Базовая оценка каждого отдельно взятого блока определяется как взвешенная сумма оценок индикаторов, входящих в его состав. Оценка индикатора присваивается в баллах исходя из соответствия его значения заданному диапазону.
- 2 этап** Модифицирующая часть. Результатом модифицирующей части анализа является присвоение итоговых оценок блокам, а также присвоение Итоговой оценки рейтингуемому лицу. Итоговая оценка каждого отдельно взятого блока присваивается путем применения к базовой оценке данного блока определенного набора количественных и качественных модификаторов. Итоговая оценка определяется как взвешенная сумма итоговых оценок блоков.
- 3 этап** Аналитические корректировки и ограничения. На данном этапе к Итоговой оценке могут последовательно применяться: корректировка на пограничное значение, корректировка на риск неблагоприятного события и ограничение по истории дефолтов.
- 4 этап** Присвоение суверенных кредитных рейтингов. Долгосрочный кредитный рейтинг в иностранной валюте присваивается на базе Итоговой оценки с учетом корректировок и ограничений. Иные типы суверенных кредитных рейтингов (см. п. 3.4.1) присваиваются на основе долгосрочного кредитного рейтинга в иностранной валюте в соответствии с настоящей Методологией.

Детальная структура рейтингового анализа представлена в Приложении 1.

РИСУНОК 1. ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА (СЛЕВА) И ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ЭТАПОВ (СПРАВА)



Источник: АКРА

### 3.1. БАЗОВАЯ ЧАСТЬ

В базовой части рейтингового анализа используются количественные показатели, что существенно ограничивает субъективность аналитической оценки и обеспечивает прозрачность расчетов и единство подхода. Базовые оценки присваиваются следующим блокам: макроэкономика, государственные финансы, внешняя позиция, институты.

Базовая оценка каждого блока формируется на основе взвешенной суммы оценок индикаторов, входящих в состав блока. Веса индикаторов внутри блока отражают мнение АКРА о степени значимости каждого индикатора для базовой оценки. Перечень индикаторов и их веса внутри блоков приведены в Таблице 1. При расчете базовых оценок могут применяться корректировки, перечисленные в Приложении 2.

Оценки присваиваются индикаторам на основе таблиц, представленных в Разделе 4, где диапазонам возможных значений индикаторов соответствует балл от 1 до 17 (1 — наилучшая оценка). Значения индикаторов рассчитываются путем преобразования исходных данных (см. Приложение 3).

ТАБЛИЦА 1. ПЕРЕЧЕНЬ ИНДИКАТОРОВ И ИХ ВЕСА В РАЗРЕЗЕ БЛОКОВ

НАИМЕНОВАНИЕ БЛОКА	ВЕС ИНДИКАТОРА	НАИМЕНОВАНИЕ ИНДИКАТОРА
Макроэкономика	35%	Уровень благосостояния
	10%	Экономический рост
	35%	Размер экономики
	20%	Инфляция
Государственные финансы	10%	Сбалансированность бюджета
	60%	Долговая нагрузка
	30%	Внешний государственный долг
Внешняя позиция	10%	Счет текущих операций
	15%	Покрытие импорта
	15%	Инвестиционная позиция
	35%	Диверсификация экспорта
Институты	25%	Волатильность валютного курса
	33,33%	Политическая стабильность
	33,33%	Качество государственного управления
	33,33%	Качество человеческого капитала

Источник: АКРА

### 3.2. МОДИФИЦИРУЮЩАЯ ЧАСТЬ

В рамках модифицирующей части рейтингового анализа присваиваются итоговые баллы блокам, а также присваивается Итоговая оценка рейтингуемому лицу. Применение к базовым баллам блоков количественных и качественных модификаторов позволяет учитывать экспертное мнение и отражает в том числе результаты сравнительного анализа рейтингуемого лица с группой сопоставимых объектов рейтинга.

Итоговая оценка присваивается по 17-ступенчатой рейтинговой шкале (от AAA до CCC/C) с учетом соответствия взвешенной суммы итоговых баллов блоков диапазону баллов, указанному в Таблице 2.

ТАБЛИЦА 2. СООТВЕТСТВИЕ ШКАЛ И ДИАПАЗОНОВ ОЦЕНКИ

ИТОГОВАЯ ОЦЕНКА	ДИАПАЗОН БАЛЛОВ
AAA	< 3,30
AA+	[3,30; 4,08)
AA	[4,08; 4,86)
AA-	[4,86; 5,64)
A+	[5,64; 6,42)
A	[6,42; 7,20)
A-	[7,20; 7,98)
BBB+	[7,98; 8,76)
BBB	[8,76; 9,54)
BBB-	[9,54; 10,32)
BB+	[10,32; 11,10)
BB	[11,10; 11,88)
BB-	[11,88; 12,66)
B+	[12,66; 13,44)
B	[13,44; 14,22)
B-	[14,22; 15,00)
CCC/C	≥ 15,00

Источник: АКРА

Взвешенная сумма итоговых баллов блоков рассчитывается путем перемножения итоговых баллов блоков на их веса, приведенные в Таблице 3. Весовые коэффициенты отражают мнение АКРА о степени значимости каждого блока для оценки кредитоспособности суверенного эмитента.

Итоговый балл каждого отдельного блока формируется как сумма базового балла блока и расчетных значений всех модификаторов для данного блока, приведенных к шагу шкалы в Таблице 2<sup>8</sup>. Перечень модификаторов и порядок их расчета представлены в Приложении 4.

**ТАБЛИЦА 3. ВЕСА БЛОКОВ ДЛЯ РАСЧЕТА ВЗВЕШЕННОЙ СУММЫ БАЛЛОВ**

НАИМЕНОВАНИЕ БЛОКА	ВЕС БЛОКА
Макроэкономика	25%
Государственные финансы	25%
Внешняя позиция	25%
Институты	25%

Источник: АКРА

### 3.3. АНАЛИТИЧЕСКИЕ КОРРЕКТИРОВКИ И ОГРАНИЧЕНИЯ

Учет перечисленных ниже корректировок и ограничений проводится путем их последовательного применения к Итоговой оценке.

#### 3.3.1. Корректировки на пограничное значение и на неопределенность данных

Корректировка на пограничное значение возможна в тех случаях, когда взвешенная сумма итоговых баллов блоков приближается к границе диапазона оценки, используемого для присвоения Итоговой оценки в соответствии с Таблицей 2.

Корректировка на неопределенность данных возможна в тех случаях, когда произошел существенный ретроспективный пересмотр (на уровне источника) статистических данных, используемых в процессе присвоения кредитного рейтинга, либо пересмотр этих данных осуществляется в период проведения рейтингового анализа, либо существует иного рода высокая неопределенность относительно качества исходных данных (например, макроэкономических прогнозов).

Применение описанных корректировок может изменить Итоговую оценку не более чем на одну ступень.

#### 3.3.2. Корректировка на риск неблагоприятного события

АКРА учитывает возможность наступления неблагоприятного события, способного привести к резкому снижению кредитоспособности рейтингуемого лица. Примерами таких событий являются:

- значительное ухудшение экономической ситуации в связи с рецессией, сопровождающейся банковским кризисом и недоступностью внутренних и внешних источников рефинансирования;
- наступление маловероятных событий, имеющих серьезные негативные последствия: стихийные бедствия, военные конфликты или гражданские беспорядки, эпидемии и пандемии;

<sup>8</sup> Для приведения суммы модификаторов к шкале производится домножение итоговой суммы модификаторов на 0,78. Итоговый балл блока ограничен диапазоном [-1, 22].

- повышение вероятности реализации очень значительного объема условных обязательств;
- возникновение гиперинфляции и принудительная конвертация валютных активов и обязательств банковского сектора в национальные инструменты.

Данный список не является исчерпывающим. АКРА анализирует каждое подобное событие с точки зрения влияния на Итоговую оценку рейтингуемого лица в индивидуальном порядке, поскольку степень воздействия данных событий может существенно различаться.

Как правило, риск неблагоприятного события оказывает исключительно понижающее воздействие на Итоговую оценку, при этом Агентство принимает во внимание нейтрализующие факторы, способные это негативное влияние смягчить. Число ступеней корректировки на конкретный риск неблагоприятного события определяется экспертно. Применение данной корректировки может ухудшить Итоговую оценку не более чем на три ступени.

### 3.3.3. Ограничение по истории дефолтов

Итоговая оценка может быть ограничена при наличии у рейтингуемого лица дефолтов за последние 30 лет. Сила влияния события дефолта на Итоговую оценку зависит от периода времени, прошедшего с момента такого события (см. Таблицу 4).

ТАБЛИЦА 4. ИТОГОВАЯ ОЦЕНКА ПРИ НАЛИЧИИ ДЕФОЛТОВ

КОЛИЧЕСТВО ЛЕТ С ДАТЫ ОБЪЯВЛЕНИЯ ПОСЛЕДНЕГО ДЕФОЛТА	ИТОГОВАЯ ОЦЕНКА С ОГРАНИЧЕНИЕМ	
	ОДИН ДЕФОЛТ ЗА ПОСЛЕДНИЕ 30 ЛЕТ	БОЛЕЕ ОДНОГО ДЕФОЛТА ЗА ПОСЛЕДНИЕ 30 ЛЕТ
1	ССС	ССС
2	В-	ССС
3	В	В-
4	В+	В-
5	ВВ-	В
6	ВВ	В
7	ВВ+	В+
8	ВВВ-	В+
9	ВВВ	ВВ-
10	ВВВ+	ВВ-
11	А-	ВВ
12	А	ВВ
13	А+	ВВ+
14	АА-	ВВ+
15	АА	ВВВ-

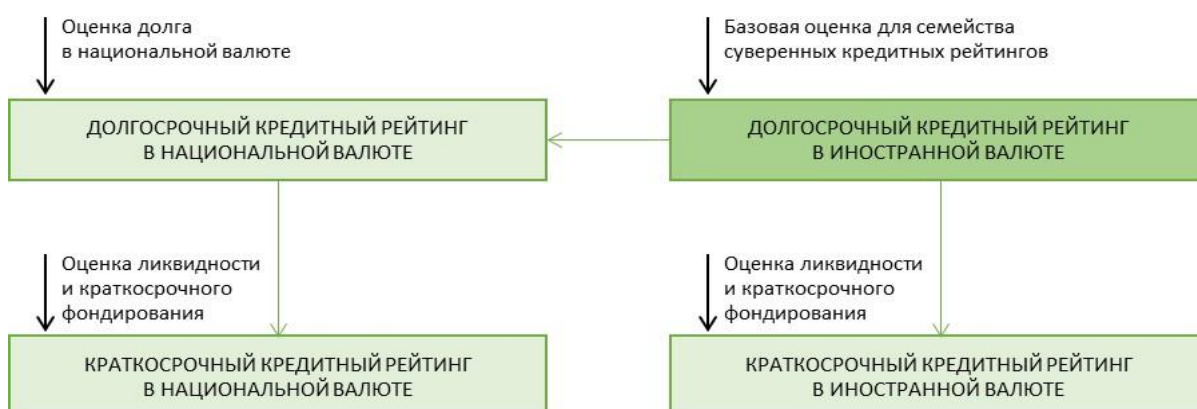
Источник: АКРА

### 3.4. ПРИСВОЕНИЕ СУВЕРЕННЫХ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ

#### 3.4.1. Типы суверенных кредитных рейтингов

В семействе суверенных кредитных рейтингов выделяются следующие типы: (1) по валюте долга — рейтинги в иностранной и в национальной валюте; (2) по сроку до погашения долга — долгосрочные и краткосрочные рейтинги. Отличия суверенных кредитных рейтингов по типам обуславливают различия в аналитических подходах, используемых для их присвоения (см. Рисунок 2). Долгосрочный кредитный рейтинг в иностранной валюте служит базой для рейтинговой оценки, тогда как прочие типы суверенных кредитных рейтингов по сути являются производными от него.

РИСУНОК 2. АНАЛИТИЧЕСКИЕ РАЗЛИЧИЯ ПО ТИПАМ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ СУВЕРЕННЫХ ЭМИТЕНТОВ



Источник: АКРА

АКРА пересматривает суверенные кредитные рейтинги всех типов, присвоенные рейтингуемому лицу и его эмиссиям, в соответствии с календарем планового пересмотра и раскрытия суверенных кредитных рейтингов, но не позднее 182 дней с даты последнего подтверждения или пересмотра.

Мнение АКРА относительно ожидаемой частоты наступления события дефолта на горизонте один год с момента присвоения или последнего пересмотра долгосрочных суверенных кредитных рейтингов отражено в Приложении 5.

По долгосрочным суверенным кредитным рейтингам АКРА присваивает прогноз, действующий в течение последующих 12–18 месяцев. Прогноз по кредитному рейтингу отражает тенденцию в развитии кредитного рейтинга, но не предопределяет обязательного изменения рейтинга.

#### 3.4.2. Долгосрочный кредитный рейтинг в иностранной валюте

Долгосрочный кредитный рейтинг в иностранной валюте устанавливается на уровне Итоговой оценки с учетом аналитических корректировок и ограничений во всех случаях, кроме перечисленных ниже.

Если Итоговая оценка с учетом аналитических корректировок и ограничений присвоена на уровне ССС/С, базовой оценкой является рейтинг ССС, однако возможно присвоение рейтингов СС и С при наличии дополнительных аргументов в пользу такого решения по итогам заседания рейтингового комитета.

В случае наступления события суверенного дефолта АКРА присваивает данному эмитенту кредитный рейтинг с учетом следующих факторов. Если суверенный эмитент объявляет о реструктуризации долга, АКРА присваивает ему кредитный рейтинг на уровне С до момента окончания реструктуризации. По факту завершения реструктуризации АКРА присваивает

суверенному эмитенту кредитный рейтинг на уровне D, если подавляющая часть суверенного долга будет реструктурирована. Если реструктуризации подвергается небольшая часть долга, то суверенный кредитный рейтинг присваивается на уровне SD.

Если это не противоречит **Основным понятиям, используемым Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности**, АКРА определяет суверенный дефолт как одно или несколько событий, указанных ниже<sup>9</sup>:

- неспособность эмитента производить купонные выплаты или выплаты по основному долгу (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 обслуживать долг (помимо облигаций и кредитов) перед частными инвесторами;
- любое существенное изменение первоначальных условий кредитного договора, например, удлинение срока платежей, уменьшение суммы 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.

### 3.4.3. Кредитные рейтинги в национальной и иностранной валюте

Кредитные рейтинги в национальной и иностранной валюте позволяют оценить способность и желание суверенного эмитента обслуживать свой долг в национальной и иностранной валюте.

Как правило, АКРА присваивает долгосрочный кредитный рейтинг в национальной валюте на одном уровне с долгосрочным кредитным рейтингом в иностранной валюте ввиду открытости финансовых счетов платежных балансов стран и растущей доли нерезидентов, инвестирующих в обязательства, номинированные в национальной валюте. В частности, суверенные эмитенты — члены монетарных союзов или страны с высоким уровнем валютизации экономики имеют не отличающиеся друг от друга кредитные рейтинги в национальной и иностранной валюте.

АКРА может установить кредитный рейтинг в национальной валюте выше уровня кредитного рейтинга в иностранной валюте (как правило, не более чем на одну–две ступени) при следующих обстоятельствах:

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

В исключительных случаях АКРА может устанавливать кредитный рейтинг в национальной валюте ниже уровня рейтинга в иностранной валюте. Критерием для принятия такого решения является небольшой размер экономики в сочетании со слаборазвитым и неглубоким внутренним рынком капитала, что заставляет суверенного эмитента прибегать к внешним

<sup>9</sup> Обесценение долга в результате высокой инфляции, согласно определению АКРА, не является суверенным дефолтом.

заимствованиям и делает его в значительной степени зависимым от внешнего рынка. Подобная зависимость существенно ограничивает желание суверенного эмитента реструктурировать долг и допускать просрочки в его обслуживании и погашении.

#### 3.4.4. Долгосрочные и краткосрочные кредитные рейтинги

Долгосрочные кредитные рейтинги отражают мнение АКРА о кредитоспособности суверенного эмитента с точки зрения обслуживания его долговых обязательств со сроком погашения свыше одного года. Краткосрочные кредитные рейтинги присваиваются обязательствам, срок до погашения которых составляет не более года.

Краткосрочный кредитный рейтинг присваивается с учетом долгосрочного кредитного рейтинга и уровня ликвидности суверенного эмитента в соответствии с Таблицей 5.

Способность суверенного эмитента обслуживать краткосрочные обязательства (краткосрочные долговые ценные бумаги и/или подобные им обязательства) зависит от его доступа к ликвидности и краткосрочному финансированию. При наличии у АКРА возможности выбора между двумя краткосрочными кредитными рейтингами, соответствующими одному долгосрочному, более высокий краткосрочный кредитный рейтинг получит суверенный эмитент, имеющий большую подушку ликвидности и обладающий неограниченным доступом к диверсифицированному и глубокому рынку капитала.

ТАБЛИЦА 5. СООТВЕТВИЕ ДОЛГОСРОЧНЫХ И КРАТКОСРОЧНЫХ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ

ДОЛГОСРОЧНЫЙ КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ	КРАТКОСРОЧНЫЙ КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ
AAA	S1+
AA+	S1+
AA	S1+
AA-	S1+, S1
A+	S1
A	S1, S2
A-	S1, S2
BBB+	S2
BBB	S2, S3
BBB-	S3
BB+	B
BB	B
BB-	B
B+	B
B	B
B-	B
CCC	C
CC	C
C	C
SD/D	D

Источник: АКРА

### 3.5. ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА

Рейтинговый анализ суверенного эмитента, как правило, содержит дополнительные элементы. Получение оценок, описанных в настоящем разделе, не является обязательным для присвоения суверенных кредитных рейтингов.

**Индикативный рейтинг блока** отражает уровень базовой оценки, присвоенной определенному блоку по 17-ступенчатой рейтинговой шкале (для обозначения используются строчные буквы). Индикативный рейтинг блока присваивается исходя из соответствия базового балла блока диапазону баллов, указанному в Таблице 2.

**Итоговая оценка блока** отражает уровень итоговой оценки, присвоенной определенному блоку по 17-ступенчатой рейтинговой шкале (для обозначения используются строчные буквы). Итоговая оценка блока присваивается исходя из соответствия итогового балла блока диапазону баллов, указанному в Таблице 2.

**Индикативный рейтинг** рейтингуемого лица отражает уровень базовой оценки, присвоенной рейтингуемому лицу по 17-ступенчатой рейтинговой шкале. Индикативный рейтинг говорит о кредитоспособности рейтингуемого лица, вывод о которой сформирован без применения экспертных корректировок. Индикативный рейтинг рейтингуемого лица присваивается исходя из соответствия взвешенной суммы базовых баллов блоков диапазону баллов, указанному в Таблице 2.

Дополнительные элементы рейтингового анализа отражены в детальной структуре рейтингового анализа, представленной в Приложении 1.

## 4. ДЕТАЛЬНОЕ ОПИСАНИЕ БАЗОВОЙ И МОДИФИЦИРУЮЩЕЙ ЧАСТЕЙ

В настоящем разделе приводится детальное описание блоков, используемых в ходе рейтингового анализа, описание индикаторов (и порядок их оценки), корректировок, а также модификаторов блоков. Дополнительная информация приведена в Приложениях 2–4.

### 4.1. МАКРОЭКОНОМИКА

В рамках данного блока оценивается способность суверенного эмитента демонстрировать 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 экономики является ключевым показателем способности государства генерировать доходы, позволяющие обслуживать долг в среднесрочной перспективе и сохранять устойчивость к различным шокам.

#### 4.1.1. Описание индикаторов и порядок их оценки

В данном блоке АКРА использует следующие индикаторы: (1) уровень благосостояния; (2) экономический рост; (3) размер экономики; (4) инфляция. Каждый индикатор оценивается исходя из соответствия его значения диапазону оценки, указанному в Таблице 6. Индикаторы рассчитываются в соответствии с подходом, представленным в Приложении 3.

### 1) Уровень благосостояния

Уровень благосостояния государства измеряется как объем ВВП на душу населения, рассчитанный на основе рыночного курса национальной валюты к доллару США. 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 может использовать для целей обслуживания долга, а также способность государства выдерживать более высокую долговую нагрузку.

### 2) Экономический рост

Индикатор экономического роста измеряется путем сравнения средних темпов роста экономики суверенного эмитента за десятилетний период (семь лет, предшествующих расчетному году, расчетный год и два последующих) со средневзвешенным темпом роста за те же десять лет, продемонстрированным группой стран, к которым принадлежит суверенный эмитент. Весовые коэффициенты являются линейно возрастающими к расчетному году (от 1,9% для показателя семилетней давности до 15,4% для расчетного года; для двух последующих лет используются весовые коэффициенты расчетного года). Для расчета данного показателя АКРА выделяет две группы стран на основе классификации МВФ: развитые и развивающиеся.

Стагнация в экономике и истощение источников доходов на фоне высокого уровня государственного долга осложняют для суверенного эмитента задачу по своевременному обслуживанию долга в полном объеме, что может привести в итоге 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.

### 3) Размер экономики

Небольшая по размерам экономика (даже с высоким уровнем благосостояния) в большей степени чувствительна к внешним шокам, чем экономика, которая имеет значительный размер, большой внутренний рынок и отличается высоким уровнем диверсификации. Размер экономики определяется в номинальном ВВП, выраженном в долларах США.

### 4) Инфляция

В качестве индикатора темпов инфляции АКРА использует среднегодовые темпы прироста индекса потребительских цен за пять лет (два года, предшествующих расчетному, расчетный год и два последующих).

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 и разрушают денежное обращение. Это оказывает негативное влияние на экономический рост и, следовательно, снижает способность суверенного эмитента обслуживать свой долг.

Дефляция (затяжной период снижения цен) оказывается столь же вредной, поскольку приводит к замедлению темпов роста номинальных доходов бюджета и негативно сказывается на возможностях суверенного эмитента обслуживать свой долг, так как его реальная стоимость начинает со временем расти, а реальные процентные ставки повышаются из-за близости номинальных ставок к нулю. Наряду с осложненной подстройкой относительных цен это ограничивает экономический рост.

ТАБЛИЦА 6. ОЦЕНКА ИНДИКАТОРОВ БЛОКА «МАКРОЭКОНОМИКА»

ОЦЕНКА ИНДИКАТОРА	УРОВЕНЬ БЛАГОСОСТОЯНИЯ, ДОЛЛ. США НА ДУШУ НАСЕЛЕНИЯ	ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ	РАЗМЕР ЭКОНОМИКИ, МЛРД ДОЛЛ. США	ИНФЛЯЦИЯ <sup>10</sup>
1	≥40 000	≥1,50%	≥1 500	≤3%
2	[32 000; 40 000)	[1,27%; 1,50%)	[1 241,67; 1 500)	(3%; 4%)
3	[24 000; 32 000)	[1,03%; 1,27%)	[983,33; 1 241,67)	(4%; 5%)
4	[16 000; 24 000)	[0,80%; 1,03%)	[725; 983,33)	(5%; 6%)
5	[14 000; 16 000)	[0,57%; 0,80%)	[600; 725)	(6%; 7%)
6	[12 000; 14 000)	[0,33%; 0,57%)	[475; 600)	(7%; 8%)
7	[10 000; 12 000)	[0,10%; 0,33%)	[350; 475)	(8%; 9%)
8	[8 783,33; 10 000)	[-0,02%; 0,10%)	[291,67; 350)	(9%; 10%)
9	[7 566,67; 8 783,33)	[-0,13%; -0,02%)	[233,33; 291,67)	(10%; 11%)
10	[6 350; 7 566,67)	[-0,25%; -0,13%)	[175; 233,33)	(11%; 12%)
11	[5 066,67; 6 350)	[-0,48%; -0,25%)	[131,67; 175)	(12%; 13%)
12	[3 783,33; 5 066,67)	[-0,72%; -0,48%)	[88,33; 131,67)	(13%; 14%)
13	[2 500; 3 783,33)	[-0,95%; -0,72%)	[45; 88,33)	(14%; 15%)
14	[2 200; 2 500)	[-1,30%; -0,95%)	[33,33; 45)	(15%; 16%)
15	[1 900; 2 200)	[-1,65%; -1,30%)	[21,67; 33,33)	(16%; 17%)
16	[1 600; 1 900)	[-2,00%; -1,65%)	[10; 21,67)	(17%; 18%)
17	<1 600	<-2%	<10	>18%

Источник: АКРА

#### 4.1.2. Описание корректировок

В данном блоке корректировки не применяются.

#### 4.1.3. Описание модификаторов

АКРА использует следующие модификаторы: (1) потенциал экономического роста; (2) качество и устойчивость экономического роста; (3) эффективность структурной экономической политики и недавних структурных реформ; (4) эффективность монетарной политики. Модификаторы рассчитываются в соответствии с подходом, представленным в Приложении 4.

<sup>10</sup> Если значение индикатора инфляции ≤0,5%, то присваивается балл 3.

## 1) Потенциал экономического роста

Наблюдавшиеся в прошлом тенденции роста экономики страны дают представление о возможном экономическом росте в будущем, а способность суверенного эмитента обслуживать свой долг в долгосрочной перспективе (у суверенного долга, как правило, длительные сроки погашения) определяется экономическим потенциалом эмитента и ожидаемыми темпами роста его экономики.

АКРА анализирует перспективы роста экономики страны и оценивает достижимость позитивной динамики показателя в будущем. Продемонстрированные в прошлом темпы экономического роста в дальнейшем могут оказаться недостижимыми, что приведет к замедлению экономики. Напротив, благодаря эффективной политике стимулирования экономического роста наблюдавшаяся ранее негативная тенденция может измениться.

## 2) Качество и устойчивость экономического роста

В рамках оценки волатильности темпов роста ВВП суверенного эмитента АКРА сравнивает коэффициент вариации темпов роста его ВВП за десятилетний исторический период с аналогичным показателем мирового ВВП. При этом АКРА принимает во внимание тот факт, что историческая волатильность показателя не всегда говорит о его возможной динамике в будущем. Высокая волатильность темпов роста ВВП снижает предсказуемость бюджетных доходов, а также указывает на потенциальный дисбаланс в экономике, который может повлиять на способность суверенного эмитента своевременно и в полном объеме погашать свой долг. Качество экономического роста характеризуется приведенными ниже критериями.

**Устойчивость.** Устойчивый экономический рост позволяет стране легче пережить период неблагоприятных условий в экономике и быстрее восстановиться по сравнению с другими странами, сопоставимыми по размерам экономики.

**Чувствительность к внешним и внутренним шокам.** Чувствительность к внешним шокам может быть обусловлена чрезмерной зависимостью экономики суверенного эмитента от конкретной отрасли или вида экономической деятельности. Недостаточная диверсификация (непропорционально большая доля в экономике страны либо конкретной отрасли, либо сырьевого товара и/или сильная зависимость от торгового партнера в общем объеме экспорта) приводит к волатильности ВВП и доходов бюджета. Особенно сильно это проявляется в случае ухудшения рыночных условий для того или иного торгового партнера, вида деятельности или сырьевого товара. Чувствительность к внутренним шокам АКРА связывает с высокой зависимостью темпов роста экономики от динамики кредитования. АКРА старается выявлять ранние признаки формирования финансовых пузырей, оценивая объем и доступность частного долга в экономике, динамику цен на жилье и его доступность для населения, динамику фондового рынка и динамику реального валютного курса.

**Размер и уровень валютизации банковской системы.** Влияние финансового дисбаланса оказывается тем сильнее, чем большее значение для экономики суверенного эмитента имеет банковский сектор. Его роль АКРА оценивает на базе отношения объема совокупных активов банковского сектора к ВВП. При этом высокий уровень зависимости банковской системы от иностранной валюты (доля депозитов и кредитов в иностранной валюте в общем объеме вкладов и кредитования) может указывать не только на низкое доверие к национальной валюте, но и на более высокую привлекательность иностранной валюты. В случае обесценения национальной валюты банки могут столкнуться с ростом объема просроченных кредитов, что неблагоприятно скажется на их балансах и, в конечном счете, может негативно повлиять на бюджет правительства.

Высокий уровень нерезидентов в банковских пассивах также может стать фактором нестабильности в банковской системе в случае переоценки рисков.

**Экологические риски.** Риски, связанные в том числе с изменением климата, могут привести к экологическим и природным катастрофам. Например, в странах, имеющих небольшую территорию, наводнение или ураган могут нарушить работу существенной части экономики. Как правило, это оказывает давление одновременно на доходную и расходную части бюджета и может приводить к росту социальной напряженности, необратимым изменениям в государственных приоритетах и, в частности, к снижению готовности суверенного эмитента обслуживать государственный долг.

**Норма сбережений в экономике и инвестиции.** Недостаточный уровень сбережений в экономике также может стать причиной возникновения уязвимостей, поскольку повышает зависимость разных отраслей от внешних источников ликвидности и приводит 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, однако в этом случае проблемы могут возникать вследствие неэффективного использования капитала. АКРА также анализирует распределение инвестиций по сферам экономической деятельности. Предрасположенность суверенного эмитента к инновациям — для ее оценки используют долю расходов на НИОКР в ВВП или рассчитываемые, например, Всемирным банком индексы конкурентоспособности экономики — позволяет надеяться на определенные «дивиденды» для экономики в будущем.

**Демография и трудовые ресурсы.** Негибкость рынка труда, которая выражается в институциональных барьерах, препятствующих эффективному перераспределению рабочей силы между различными отраслями, может сдерживать экономический рост и сказываться на способности страны адаптироваться к изменению условий функционирования экономики. Негибкость рынка труда обычно сопровождается высоким уровнем безработицы, существенной долей структурной безработицы, а также неформальной занятостью. Демографические изменения, связанные со старением населения и снижением темпов прироста рабочей силы, могут ограничивать экономический рост. В этой ситуации сохранение высоких темпов роста экономики требует более высокой производительности труда, которой можно добиться путем более эффективного использования рабочей силы, адекватного распределения инвестиций и применения инноваций, а также за счет опоры государства на институты, способные поддерживать высокую производительность труда.

АКРА учитывает влияние долгосрочных, но ограниченных во времени факторов экономического роста. К таковым, в частности, относится получение и использование средств структурных фондов Европейского союза странами Центральной и Восточной Европы, формат и бенефициары которых в настоящее время претерпевают значительные изменения. Статус суверенного эмитента как мировой или региональной супердержавы также принимается АКРА во внимание, поскольку это позволяет компаниям страны иметь более высокую рыночную власть и пользоваться преимуществами от сетевого эффекта для расширения рынков сбыта.

### 3) Эффективность структурной экономической политики и недавние структурные реформы

Структурные дисбалансы в экономике страны можно сгладить с помощью ряда эффективных и скоординированных экономических мер. Верно и обратное — оставленные без внимания структурные слабости экономики или полумеры в решении данных вопросов усиливают их негативные последствия, особенно в неблагоприятных условиях.

В данном блоке набор инструментов политики государства оценивается с точки зрения эффективности и гибкости структурной экономической и монетарной политик. Кроме того, анализируется способность органов власти поддерживать экономический рост за счет координации монетарной и фискальной политик (особо важный фактор для стран, входящих в экономические союзы). Элементы фискальной политики оцениваются в блоке «Государственные финансы».

АКРА также оценивает эффективность экономической политики для реализации и расширения экономического потенциала страны. Особое внимание уделяется способности государственных органов адекватно и своевременно реагировать на кризисы. В ходе анализа за основу берутся оценки эффективности мер, принятых во время предыдущих кризисов, а также усилия, которые были предприняты для внедрения институциональных изменений (для ограничения системных дисбалансов, приведших к кризисам в прошлом), и возможности госорганов преодолеть кризисы в будущем.

### 4) Эффективность монетарной политики

АКРА изучает эффективность монетарной политики центрального банка страны путем оценки успешности достижения целей, поставленных в предшествующие периоды. Например, одним из основных показателей эффективности работы центрального банка является ценовая стабильность, которая может измеряться длительностью периодов низкой инфляции в случае приверженности режиму таргетирования инфляции. Целью оценки является вывод о возможности достижения рассматриваемых целей в будущем.

В рамках оценки большое значение имеет независимость центрального банка с точки зрения использования различных инструментов монетарной политики и определения сроков применения конкретных мер. Оптимальными для оценки являются закреплённая законодательно независимость центрального банка от политического вмешательства в его деятельность и последовательное соблюдение данного принципа на практике. АКРА анализирует способность центрального банка действовать в качестве кредитора последней инстанции, то есть предоставлять банковскому сектору страны ликвидность в моменты ее дефицита. В то же время продолжительное использование такого типа поддержки может указывать на наличие структурных проблем в банковском секторе и/или на невозможность использования различных инструментов монетарной политики.

АКРА полагает, что низкая диверсификация и неразвитость национальной финансовой системы и рынков капитала, выражающиеся в слабости механизма кредитно-денежной трансмиссии между финансовыми институтами и реальным сектором экономики, могут 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. Фиксированный валютный курс либо

существование валютного коридора предполагает наличие у центрального банка большого объема золотовалютных резервов (далее — ЗВР). В кризисные периоды жесткость обменного курса может приводить к стремительному снижению ЗВР страны ввиду повышенного спроса на иностранную валюту и оттока зарубежных инвесторов из страны.

Подход АКРА к анализу монетарной политики валютного союза (например, еврозоны или экономики с высоким уровнем валютизации) отличается от анализа монетарной политики в стране, которая определяет ее самостоятельно, поскольку в первом случае суверенный эмитент обладает ограниченным контролем над собственной монетарной и валютной политикой. В таких случаях АКРА обращает внимание на адекватность фискальной и структурной экономической политик, то есть оценивает их пригодность для реализации корректирующих мер, направленных на повышение конкурентоспособности и гибкости экономики, а не на использование валютного курса в качестве инструмента повышения конкурентоспособности.

## 4.2. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ

В рамках данного блока оценивается способность правительства страны проводить сбалансированную бюджетную политику и поддерживать государственный долг на безопасном для страны уровне.

### 4.2.1. Описание индикаторов и порядок их оценки

В данном блоке АКРА применяет следующие индикаторы: (1) сбалансированность бюджета; (2) долговая нагрузка; (3) внешний государственный долг. Каждый индикатор оценивается исходя из соответствия его значения диапазону оценки, указанному в Таблице 7. Индикаторы рассчитываются в соответствии с подходом, представленным в Приложении 3.

#### 1) Сбалансированность бюджета

Сбалансированность бюджета оценивается на основе среднего за три года (год, предшествующий расчетному, расчетный год и последующий) размера баланса бюджета консолидированного правительства в процентах к ВВП. Вклад каждого года в общий расчет одинаков, что обеспечивается путем присвоения равных весов каждому отдельно взятому году на протяжении трехлетнего периода. Устойчивый дефицит бюджета, выходящий за пределы контрциклической фискальной политики, указывает на наличие структурных дисбалансов и/или недостаток политической воли для их устранения. Структурные дисбалансы могут привести к накоплению чрезмерного объема государственного долга, своевременное обслуживание которого в полном объеме будет затруднительным.

#### 2) Долговая нагрузка

Ключевым критерием приемлемости уровня государственного долга является способность суверенного эмитента обслуживать свой долг. Безопасный уровень госдолга различается для разных суверенных эмитентов и определяется прежде всего графиком погашения госдолга и стоимостью его фондирования. Возможности страны по осуществлению заимствований тем выше, чем более длинный срок погашения имеет ее госдолг и чем ниже стоимость его 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 погашения их обязательств длиннее. Постоянный доступ к рынку капитала позволяет таким суверенным эмитентам рефинансировать свои обязательства на приемлемых

условиях и в любое время. Короткие сроки погашения и более высокая стоимость фондирования, напротив, приводят к росту долговой нагрузки, в результате чего возможности суверенного эмитента по управлению государственными финансами сокращаются. Это сказывается не только на платежеспособности страны, но и на способности государства поддерживать экономику в периоды спадов с помощью контрциклической фискальной политики.

Для оценки индикатора «Долговая нагрузка» используются индикаторы «Валовый долг консолидированного правительства» и «Процентные платежи». При этом для более развитых стран больший вес приходится на расходы на обслуживание госдолга, для менее развитых — на размер госдолга. Оценка индикатора «Долговая нагрузка» рассчитывается по формуле:

$$\text{Долговая нагрузка} = \text{Валовый долг} * (1 - f) + \text{Процентные платежи} * f,$$

где валовый долг — оценка индикатора «Валовый долг консолидированного правительства» (Таблица 7); процентные платежи — оценка индикатора «Процентные платежи» (Таблица 7);  $f$  — весовой коэффициент, определяемый следующим образом:

- если ВВП рейтингуемого лица на душу населения по покупательной способности превышает 80 тыс. международных долларов<sup>11</sup> в ценах 2019 года, то для весового коэффициента устанавливается максимальное значение, равное 90%;
- если ВВП рейтингуемого лица на душу населения по покупательной способности составляет менее 20 тыс. международных долларов в ценах 2019 года, то для весового коэффициента устанавливается минимальное значение, равное 10%;
- если ВВП на душу населения по покупательной способности находится в диапазоне между 20 и 80 тыс. международных долларов в ценах 2019 года, то значение для весового коэффициента устанавливается пропорционально.

АКРА учитывает тот факт, что ряд стран осуществляет заимствования на нерыночных условиях (льготное финансирование), благодаря чему отношение их расходов на выплату процентов к доходам выгодно отличается от стран, заимствующих на рыночных условиях<sup>12</sup>. Таким образом, чтобы компенсировать низкую стоимость заимствований, для первой группы стран применяется корректировка индикатора «Процентные платежи» согласно Приложению 2.

### 3) Внешний государственный долг

Показателем, характеризующим внешний государственный долг, является отношение государственного внешнего долга консолидированного правительства (долга, принадлежащего нерезидентам) к ВВП.

Внешний долг характеризует зависимость суверенного эмитента 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 могут свидетельствовать о бегстве инвесторов

<sup>11</sup> Международный доллар — условная расчетная денежная единица, величина которой рассчитывается путем деления единицы валюты соответствующей страны на расчетный показатель паритета покупательной способности (ППС), которую доллар США имел внутри США в оговоренное время. Обычно в качестве эталона используют показатель 1990 или 2000 года. Основой такого подхода служит концепция взаимосвязи ППС валют и международных средних цен на предметы потребления. Такой способ сравнения ВВП на душу населения различных стран более адекватен, чем расчет на основании обменных курсов.

<sup>12</sup> Примером является Греция, долговой портфель которой 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.

в качественные активы, особенно в тех случаях, когда национальные валюты таких стран обладают статусом резервных. Тем не менее, по мнению АКРА, даже для стран, валюты которых имеют статус резервных, постоянный рост государственного долга может нести риски для долговой устойчивости.

ТАБЛИЦА 7. ОЦЕНКА ИНДИКАТОРОВ БЛОКА «ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ»

ОЦЕНКА ИНДИКАТОРА	СБАЛАНСИРОВАННОСТЬ БЮДЖЕТА	ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА		ВНЕШНИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ
		ВАЛОВЫЙ ДОЛГ	ПРОЦЕНТНЫЕ ПЛАТЕЖИ	
1	≥2,00%	≤80%	≤3%	≤10%
2	[1,53%; 2,00%]	(80%; 90%]	(3%; 3,33%]	(10%; 11,33%]
3	[1,07%; 1,53%]	(90%; 100%]	(3,33%; 3,67%]	(11,33%; 12,67%]
4	[0,60%; 1,07%]	(100%; 110%]	(3,67%; 4%]	(12,67%; 14%]
5	[0,13%; 0,60%]	(110%; 124%]	(4%; 4,67%]	(14%; 15,67%]
6	[-0,33%; 0,13%]	(124%; 138%]	(4,67%; 5,33%]	(15,67%; 17,33%]
7	[-0,80%; -0,33%]	(138%; 152%]	(5,33%; 6%]	(17,33%; 19%]
8	[-1,27%; -0,80%]	(152%; 171,33%]	(6%; 6,67%]	(19%; 21,33%]
9	[-1,73%; -1,27%]	(171,33%; 190,67%]	(6,67%; 7,33%]	(21,33%; 23,67%]
10	[-2,20%; -1,73%]	(190,67%; 210%]	(7,33%; 8%]	(23,67%; 26%]
11	[-2,67%; -2,20%]	(210%; 236,67%]	(8%; 9%]	(26%; 29,33%]
12	[-3,13%; -2,67%]	(236,67%; 263,33%]	(9%; 10%]	(29,33%; 32,67%]
13	[-3,60%; -3,13%]	(263,33%; 290%]	(10%; 11%]	(32,67%; 36%]
14	[-4,07%; -3,60%]	(290%; 326,67%]	(11%; 12,33%]	(36%; 40,67%]
15	[-4,53%; -4,07%]	(326,67%; 363,33%]	(12,33%; 13,67%]	(40,67%; 45,33%]
16	[-5,00%; -4,53%]	(363,33%; 400%]	(13,67%; 15%]	(45,33%; 50%]
17	<-5%	>400%	>15%	>50%

Источник: АКРА

#### 4.2.2. Описание корректировок

АКРА корректирует как в положительную, так и в отрицательную сторону балл, присвоенный блоку, с учетом следующих критериев: (1) уровень государственного долга в иностранной валюте относительно ВВП; (2) доля государственных обязательств рейтингуемой страны в ЗВР мировых центральных банков; (3) валовый долг консолидированного правительства относительно ВВП. Порядок расчета и влияние корректировок на Итоговый кредитный рейтинг приводятся в Приложении 2.

##### 1) Уровень государственного долга в иностранной валюте относительно ВВП

Данная корректировка отражает уровень валютного риска. Высокая доля валютного долга может привести к существенному изменению долговой нагрузки суверенного эмитента в случае обесценения национальной валюты. Применение данной корректировки оказывает негативное влияние на Итоговую оценку.

## 2) Доля государственных обязательств рейтингуемой страны в ЗВР мировых центральных банков

Данная корректировка снижает негативное влияние индикатора внешнего долга для тех стран, активы которых используются другими государствами в качестве высококачественных активов в периоды кризиса. Применение данной корректировки оказывает позитивное влияние на Итоговую оценку.

## 3) Валовый долг консолидированного правительства относительно ВВП

Данная корректировка используется, если уровень долга относительно ВВП превышает 90%, и тем самым учитывает сложности, которые могут возникнуть у суверенного эмитента при превышении указанного порогового значения. Применение данной корректировки оказывает негативное влияние на Итоговую оценку.

### 4.2.3. Описание модификаторов

В данном блоке АКРА применяет следующие модификаторы: (1) условные обязательства и риск их реализации; (2) фискальная политика и бюджетная гибкость; (3) суверенные фонды; (4) долговая устойчивость и доступ к рынкам и источникам фондирования. Модификаторы рассчитываются в соответствии с подходом, представленным в Приложении 4.

#### 1) Условные обязательства и риск их реализации

Реализация различных условных обязательств может значительно увеличить долговую нагрузку суверенного эмитента. 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, поэтому Агентство положительно оценивает прозрачность раскрытия суверенным эмитентом информации о его условных обязательствах. Особое внимание уделяется наличию прецедентов предоставления государством помощи финансовым и/или нефинансовым организациям в кризисных ситуациях. АКРА выделяет три группы условных обязательств.

#### **Потенциальные обязательства, связанные с национальным банковским сектором.**

Системный банковский кризис может привести к резкому росту долга суверенного эмитента, при этом неплатежеспособность суверенных эмитентов, в свою очередь, может стать причиной банковского кризиса. В отличие от всех остальных отраслей обязательства банковского сектора являются по сути особым условным обязательством национального правительства, поскольку банки выполняют исключительно важную функцию посредника между сбережениями и инвестициями экономических агентов.

АКРА оценивает 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. АКРА тщательно изучает прошлые банковские кризисы, их причины и ответные меры органов власти, а также адекватность таких мер и время их принятия.

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 зависят от надежности и способности

центрального банка действовать в качестве кредитора последней инстанции, готовности суверенного эмитента<sup>13</sup> предоставить прямую поддержку без ущерба для собственной платежеспособности и от его оценки степени влияния дефолта крупного системно значимого банка на макроэкономическую стабильность.

**Условные обязательства, связанные с государственными компаниями нефинансового сектора.** В отдельных случаях правительства стремятся 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. АКРА уделяет внимание наличию в стране мягких бюджетных ограничений, то есть ожиданию экономических агентов возмещения государством их убытков.

**Прямые гарантии государства в отношении долга компаний.** АКРА рассматривает твердые и безусловные гарантии, выданные суверенным эмитентом, в качестве веского обязательства, позволяющего включать указанные гарантии в состав долговой нагрузки государства, учитывая кредитоспособность компаний. При рассмотрении данного модификатора также учитываются необеспеченные пенсионные обязательства и обязательства государства по проектам государственно-частного партнерства.

## 2) Фискальная политика и гибкость бюджета

Оценка бюджетной гибкости основывается на анализе устойчивости доходов и расходов бюджета. 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 и необязательных расходов, то есть долей политически чувствительных расходов (таких как зарплаты, социальные выплаты и субсидии) в совокупных расходах. Важным аспектом анализа доходов является их волатильность, поскольку резкие колебания доходов, особенно при минимальных накоплениях, могут ограничить средства, доступные для обслуживания долга. Отсутствие гибкости бюджета оставляет мало пространства для маневра в случае экономического спада или внешних шоков.

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

АКРА оценивает прочность и стабильность бюджетных правил и их соблюдение. Фискальная политика считается 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.

## 3) Суверенные фонды

АКРА обращает особое внимание на объем ликвидных активов суверенного эмитента, в том числе на величину средств суверенных фондов. Ликвидные активы государства, в том числе в иностранной валюте, если они не зарезервированы на другие цели, могут стать хорошим

<sup>13</sup> Принятое в разных странах законодательство по урегулированию несостоятельности банковского сектора демонстрирует снижение аппетита суверенных эмитентов к оказанию банкам прямой поддержки.

запасом прочности для поддержания бюджетной устойчивости в странах с ограниченным внутренним рынком капитала или высокой стоимостью привлечения капитала из-за рубежа.

#### 4) Долговая устойчивость и доступ к рынку и источникам фондирования

АКРА анализирует структуру государственного долга по сроку погашения, типу купонных ставок, валюте обязательств, типу долга с точки зрения рыночный/нерыночный и так далее. Низкий риск рефинансирования характеризуется наличием долгосрочного долга, привлеченного под более низкие ставки. АКРА также проводит анализ периодов пиковых выплат в графике погашения государственного долга, которые ассоциируются с повышенным риском рефинансирования.

Положительным фактором для бюджета, особенно для управления стоимостью заимствований, могут быть программы выкупа государственного долга национальными центральными банками, если в результате центральный банк сохраняет независимость принимаемых решений, правительство не использует эти операции в целях устойчивого увеличения расходов и это не оказывает влияния на инфляцию.

В анализе приемлемости уровня долга АКРА уделяет основное внимание динамике валового долга консолидированного правительства и долговой нагрузки в среднесрочной перспективе. Агентство отталкивается от прогноза баланса бюджета, а также делает предположения о расходах, еще не попавших в расчет баланса бюджета (например, расходов, связанных со старением населения), и делает вывод о динамике государственного долга. Если правительство в ближайшие годы планирует дефицитный бюджет, будет обоснованным ожидать роста госдолга. Обратная тенденция возможна в случае профицита бюджета. На этом этапе АКРА делает допущение в отношении потенциального размера условных обязательств и срока их реализации (если их можно определить).

Агентство учитывает тот факт, что страны с номинально быстро растущим госдолгом необязательно теряют долговую устойчивость, так как этому могут сопутствовать высокие темпы роста ВВП и устойчиво высокая инфляция. В результате реальная долговая нагрузка не всегда демонстрирует рост.

АКРА также оценивает способность суверенного эмитента обслуживать свой долг в рамках различных сценариев, актуальных для данной страны. Агентство анализирует чувствительность долговой нагрузки и уровня обслуживания долга к различным допущениям по таким переменным, как первичный баланс бюджета консолидированного правительства, процентные платежи, рост ВВП, валютный курс и так далее. Сопоставление графика погашаемых обязательств с ликвидными активами суверенного эмитента показывает, как долго он сможет выполнять свои обязательства в случае неприемлемо высокой стоимости фондирования или потери доступа к рынкам капитала.

При оценке доступа к рынку и источникам фондирования АКРА уделяет основное внимание уровню развития внутреннего рынка капитала с учетом структуры инвесторов — пенсионных и прочих фондов, управляющих инвестициями, — а также устойчивости внутреннего рынка капитала к шокам. На этапе рассмотрения зависимости от внешнеэкономических факторов АКРА оценивает способность суверенного эмитента сохранять доступ к внешним рынкам и анализирует риск потери доступа к рынку не только для государства, но и для отраслей его 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.

### 4.3. ВНЕШНЯЯ ПОЗИЦИЯ

В рамках данного блока оценивается устойчивость суверенного эмитента к воздействию внешних шоков. Чрезмерная зависимость от внешнего финансирования (нерезидентов), даже если валюта фондирования является национальной, может привести к суверенному дефолту даже развитые страны. АКРА оценивает внешнее финансирование в контексте всей экономики с учетом того, что государство и частный сектор непосредственно связаны друг с другом, а банковский сектор может выступать одним из проводников 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.

#### 4.3.1. Описание индикаторов и порядок их оценки

В данном блоке АКРА использует следующие индикаторы: (1) счет текущих операций; (2) покрытие импорта; (3) международная инвестиционная позиция; (4) диверсификация экспорта; (5) волатильность валюты. Каждый индикатор оценивается исходя из соответствия его значения диапазону оценки, указанному в Таблице 8. Индикаторы рассчитываются в соответствии с подходом, представленным в Приложении 3.

##### 1) Счет текущих операций

Индикатор рассчитывается как среднее значение счета текущих операций за три года (год, предшествующий расчетному, расчетный год и последующий) по отношению к ВВП. Вклад каждого года в общий расчет одинаков, что обеспечивается путем присвоения равных весов каждому отдельно взятому году на протяжении трехлетнего периода. 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 аккумулирует иностранные активы. Дефицит счета текущих операций в краткосрочной и среднесрочной перспективе не так важен для стран с высоким уровнем доходов, особенно для обладающих существенным объемом активов за рубежом. Однако риск, связанный с дефицитом счета текущих операций, 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 ее общей конкурентоспособности.

##### 2) Покрытие импорта

Данный индикатор показывает, на какой период в месяцах стране будет достаточно ее международных резервов для покрытия объемов импорта в случае резкого прекращения притока иностранной валюты. Чем выше значение этого индикатора, тем в большей степени инвесторы могут быть уверены в способности страны справиться с внешними шоками. Это содержательный среднесрочный индикатор для развивающихся стран, имеющих фиксированный курс национальной валюты или находящихся в процессе перехода к свободно плавающему курсу; однако он не настолько важен для стран со свободно плавающим курсом национальной валюты. Еще менее показательным данный индикатор является для развитых стран, особенно тех, валюты которых имеют статус резервных. Этот факт находит отражение в корректировке, применяемой АКРА для этого показателя.

##### *Корректировка индикатора «Покрытие импорта»*

Странам, национальная валюта которых имеет статус резервной, присваивается максимальный балл вне зависимости от значения показателя ввиду склонности инвесторов рассматривать активы, номинированные в таких валютах (особенно суверенный долг), как безопасные в неблагоприятных рыночных условиях. В то же время АКРА рассматривает применимость

резервного статуса этих валют с учетом текущих тенденций на мировом рынке. Порядок расчета и максимальное влияние корректировки на Итоговый кредитный рейтинг приводятся в Приложении 2.

### 3) Международная инвестиционная позиция

Чистая международная инвестиционная позиция (за исключением консолидированного правительства и центрального банка) показывает разницу между внешними активами и внешними пассивами страны по отношению к ВВП с учетом как долговых инвестиций, так и инвестиций в акционерный капитал. Высокие отрицательные значения данного индикатора могут сигнализировать о возможном стрессе для платежного баланса.

Частный сектор страны является кредитором внешнего мира, если значение индикатора является положительным; отрицательное значение показывает, что частный сектор выступает заемщиком, что повышает его уязвимость для внешних шоков и рост вероятности необходимости господдержки.

### 4) Диверсификация экспорта

Данный индикатор помогает оценить степень отличия структуры экспорта рассматриваемой страны от структуры экспорта остальных стран мира. Чем более сопоставима структура экспорта с общемировой, тем выше уровень диверсификации экспорта в рассматриваемой стране, что указывает на более низкую вероятность внешних шоков при прочих равных условиях.

### 5) Волатильность валюты

Страны с высокой волатильностью национальных валют в большей степени подвержены внешним шокам, что может иметь негативные последствия для их кредитоспособности. Индикатор «Волатильность валюты» измеряется как коэффициент вариации отклонения номинального эффективного валютного курса<sup>14</sup> за десятилетний период (скользящее среднее). В случае недоступности значений для данного показателя АКРА осуществляет его расчет самостоятельно или использует курс национальной валюты к доллару США.

ТАБЛИЦА 8. ДИАПАЗОНЫ ИНДИКАТОРОВ БЛОКА «ВНЕШНЯЯ ПОЗИЦИЯ»

ОЦЕНКА ИНДИКАТОРА	СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ	ПОКРЫТИЕ ИМПОРТА	ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЗИЦИЯ	ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ЭКСПОРТА	ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ВАЛЮТЫ
1	≥5%	≥12,18	≥50%	≤0,30	≤3%
2	[4,2%; 5%)	[11,19; 12,18)	[41,67%; 50%)	(0,30; 0,33]	(3%; 5%)
3	[3,4%; 4,2%)	[10,20; 11,19)	[33,33%; 41,67%)	(0,33; 0,36]	(5%; 7%)
4	[2,6%; 3,4%)	[9,21; 10,20)	[25%; 33,33%)	(0,36; 0,39]	(7%; 9%)
5	[1,8%; 2,6%)	[8,46; 9,21)	[16,67%; 25%)	(0,39; 0,42]	(9%; 9,67%)
6	[1%; 1,8%)	[7,71; 8,46)	[8,33%; 16,67%)	(0,42; 0,45]	(9,67%; 10,33%)
7	[0,2%; 1%)	[6,96; 7,71)	[0%; 8,33%)	(0,45; 0,48]	(10,33%; 11%)
8	[-0,6%; 0,2%)	[6,39; 6,96)	[-8,33%; 0%)	(0,48; 0,51]	(11%; 11,67%)
9	[-1,4%; -0,6%)	[5,83; 6,39)	[-16,67%; -8,33%)	(0,51; 0,54]	(11,67%; 12,33%)

<sup>14</sup> Номинальный эффективный валютный курс рассчитывается как среднее отношение курса национальной валюты к валютам стран, являющихся основными торговыми партнерами, которое взвешивается в соответствии с долей каждого партнера в общем объеме торговли.

10	[-2,2%; -1,4%)	[5,26; 5,8)	[-25%; -16,67%)	(0,54; 0,57]	(12,33%; 13%]
11	[-3%; -2,2%)	[4,83; 5,26)	[-33,33%; -25%)	(0,57; 0,60]	(13%; 14%]
12	[-3,8%; -3%)	[4,40; 4,83)	[-41,67%; -33,33%)	(0,60; 0,63]	(14%; 15%]
13	[-4,6%; -3,8%)	[3,97; 4,40)	[-50%; -41,67%)	(0,63; 0,66]	(15%; 16%]
14	[-5,4%; -4,6%)	[3,65; 3,97)	[-58,33%; -50%)	(0,66; 0,69]	(16%; 19%]
15	[-6,2%; -5,4%)	[3,32; 3,65)	[-66,67%; -58,33%)	(0,69; 0,72]	(19%; 22%]
16	[-7%; -6,2%)	[3,00; 3,32)	[-75%; -66,67%)	(0,72; 0,75]	(22%; 25%]
17	<-7%	<3	<-75%	>0,75	>25%

Источник: АКРА

#### 4.3.2. Описание корректировок

Корректировки, применимые ко всему блоку «Внешняя позиция», не предусмотрены. К индикаторам данного блока применяются корректировки, влияние которых на итоговую оценку описано в Приложении 2.

#### 4.3.3. Описание модификаторов

В данном блоке АКРА применяет следующие модификаторы: (1) уязвимость платежного баланса; (2) устойчивость внешнего долга; (3) стабильность валютного режима. Модификаторы рассчитываются в соответствии с подходом, представленным в Приложении 4.

##### 1) Уязвимость платежного баланса

АКРА оценивает среднесрочную динамику текущего счета при помощи анализа его уязвимости и фундаментальных факторов, обуславливающих его сбалансированность (например, структуры сбережений/инвестиций в экономике). Высокая волатильность поступлений по текущему счету (включая продажу продукции, экспорт услуг, а также первичные и вторичные доходы) негативно влияет на способность страны стабильно генерировать доходы от внешнеэкономической деятельности.

Чрезмерная зависимость от одного сырьевого товара или услуги (нефть, соевые бобы, туризм и так далее) 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-либо конкретного товара, например, топлива.

Странам с рыночным ценообразованием национальной валюты легче адаптироваться к внешнему давлению, возникающему вследствие колебаний цен на товарных рынках или состояния экономики основных стран-доноров или торговых партнеров. Таким странам проще контролировать возникающие дисбалансы текущего счета.

Прогноз баланса счета текущих операций зависит также от соотношения уровней сбережений и инвестиций в национальной экономике. Если норма сбережений в стране существенно превышает объем инвестиций в собственную экономику, страна становится экспортером капитала и, весьма вероятно, сохранит положительное сальдо текущего счета при прочих равных.

В стране с отрицательным сальдо текущего счета уровень внутренних инвестиций может существенно превышать уровень внутренних сбережений, что приводит к необходимости импорта капитала для финансирования инвестиций.

АКРА также анализирует характер потоков капитала для финансирования дефицита счета текущих операций. Если инвестиции от нерезидентов по большей части представляют собой прямые иностранные инвестиции и приток капитала в акционерный капитал, то приток внешних инвестиций не вызывает сильных опасений, так как данные типы внешних инвестиций часто ассоциируются с ростом производственных мощностей в стране, а не с потреблением. С другой стороны, намного более значительная доля внешних портфельных инвестиций, особенно краткосрочных, характеризуется более высокой волатильностью по сравнению с прямыми иностранными инвестициями, и внезапное прекращение внешних портфельных инвестиций в силу изменения настроений инвесторов может ускорить ослабление национальной валюты и, возможно, вызвать рецессию.

## 2) Устойчивость внешнего долга

Показателем устойчивости внешнего долга является отношение зарубежных активов к пассивам (обязательствам), анализируемое как для экономики рейтингуемого лица в целом, так и для его правительства в частности. АКРА изучает ликвидные внешние активы и краткосрочные пассивы, а также структуру обязательств по секторам экономики. Концентрация обязательств в более стабильных секторах с высоким уровнем внутрифирменной задолженности, например, в государственном или корпоративном секторе, а также возможность мобилизовать активы в различных секторах положительно влияют на способность обслуживать внешний долг.

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 долг (рассчитываемый как сумма долга с первоначальным коротким сроком погашения и основного объема долгосрочного долга, подлежащего погашению в течение ближайшего года) и депозиты нерезидентов в национальных банках. Важным показателем внешней устойчивости является отношение доходов от экспорта товаров и услуг к объемам погашения внешнего долга, приходящегося на рассматриваемый год. Данная характеристика демонстрирует способность экономики обеспечивать поступление валюты в страну для обслуживания долга.

Анализ структуры активов и пассивов суверенного эмитента помогает оценить подверженность государства внешнему риску, в частности валютному. АКРА рассчитывает чистые иностранные активы суверенного эмитента путем сравнения объемов международных резервов и активов правительства, выраженных (или индексируемых) в иностранной валюте, то есть объема средств суверенных (резервных) фондов в иностранной валюте и долга консолидированного правительства и центрального банка, номинированного (или индексируемого) в иностранной валюте. Как и в целом для экономики рейтингуемого лица, 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.

### 3) Стабильность валютного режима

Устойчивость к внешним шокам стран с высоким уровнем долга, имеющих режим управляемого либо фиксированного валютного курса, в существенной степени зависит от их способности поддерживать стабильность выбранного валютного режима. Стабильность режима курсовой привязки определяется достаточностью международных резервов. Значительное использование резервов для поддержания национальной валюты на определенном уровне ведет к снижению достаточности международных резервов и, как следствие, приводит к ослаблению способности поддерживать выбранный валютный режим.

#### 4.4. ИНСТИТУТЫ

В рамках данного блока оценивается готовность правительства финансировать оплату долговых обязательств и его эффективность в решении этой задачи. Оценка также учитывает риск негативного влияния на платежеспособность правительства, которое может быть обусловлено политической нестабильностью, массовыми беспорядками или вовлеченностью в международный конфликт.

##### 4.4.1. Описание индикаторов и порядок их оценки

В данном блоке АКРА применяет следующие индикаторы: (1) политическая стабильность; (2) качество государственного управления; (3) качество человеческого капитала. Каждый индикатор оценивается исходя из соответствия его значения диапазону оценки, указанному в Таблице 9. Индикаторы рассчитываются в соответствии с подходом, представленным в Приложении 3.

##### 1) Политическая стабильность

Политическая стабильность учитывает такие характеристики, как право голоса и подотчетность, устойчивость политической системы и отсутствие насилия.

##### 2) Качество государственного управления

Индикатор «Качество государственного управления» включает в себя оценку верховенства закона, контроля коррупции, эффективности правительства, качества регулирования. Данная группа отражает мнения участников рынка о различных аспектах государственного управления.

##### 3) Качество человеческого капитала

АКРА анализирует социально-экономические условия для обслуживания долга в среднесрочной перспективе, используя индикатор «Качество человеческого капитала», включающий в себя показатели качества образования (в том числе субиндекс образования в Индексе человеческого развития<sup>15</sup>), а также уровни смертности взрослого населения и ожидаемой продолжительности жизни при рождении.

АКРА использует указанные индикаторы ввиду следующих причин:

- Институциональные особенности страны, начиная с фактора политической нестабильности и заканчивая неэффективным госуправлением и управлением бюджетом, связаны со способностью и готовностью выплачивать долг.
- Показатели государственного управления являются наиболее всеобъемлющими показателями институциональных факторов, объединенными в рамках унифицированного подхода: они охватывают очень широкий круг стран и стабильно публикуются на ежегодной основе.

---

<sup>15</sup> Рассчитывается ООН.

ТАБЛИЦА 9. ДИАПАЗОНЫ ИНДИКАТОРОВ БЛОКА «ИНСТИТУТЫ»

ОЦЕНКА ИНДИКАТОРА	ПОЛИТИЧЕСКАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ	КАЧЕСТВО ГОСУДАРСТВЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ	КАЧЕСТВО ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО КАПИТАЛА
1	≥130	≥180	≥315
2	[115; 130)	[162,67; 180)	[303,67; 315)
3	[100; 115)	[145,33; 162,67)	[292,33; 303,67)
4	[85; 100)	[128; 145,33)	[281; 292,33)
5	[70; 85)	[110,67; 128)	[269,67; 281)
6	[55; 70)	[93,33; 110,67)	[258,33; 269,67)
7	[40; 55)	[76; 93,33)	[247; 258,33)
8	[25; 40)	[58,67; 76)	[235,67; 247)
9	[10; 25)	[41,33; 58,67)	[224,33; 235,67)
10	[-5; 10)	[24; 41,33)	[213; 224,33)
11	[-20; -5)	[6,67; 24)	[201,67; 213)
12	[-35; -20)	[-10,67; 6,67)	[190,33; 201,67)
13	[-50; -35)	[-28; -10,67)	[179; 190,33)
14	[-65; -50)	[-45,33; -28)	[167,67; 179)
15	[-80; -65)	[-62,67; -45,33)	[156,33; 167,67)
16	[-95; -80)	[-80; -62,67)	[145; 156,33)
17	<-95	<-80	<145

Источник: АКРА

#### 4.4.2. Описание корректировок

Корректировки блока «Институты» не предусмотрены.

#### 4.4.3. Описание модификаторов

В данном блоке АКРА применяет следующие модификаторы: (1) желание выплачивать госдолг; (2) политическая нестабильность и недавние политические решения; (3) вовлеченность в геополитические конфликты, подверженность геополитическим рискам. Модификаторы рассчитываются в соответствии с подходом, представленным в Приложении 4.

##### 1) Желание государства выплачивать госдолг

Мнение о желании и готовности правительства выплачивать госдолг принимается во внимание, поскольку, в отличие от частных предприятий, правительства не попадают под действие законов о банкротстве или под правоприменительные процедуры. Бывают ситуации, когда государство способно выплатить свой долг, однако не делает этого ввиду определенных причин <sup>16</sup> и объявляет дефолт.

<sup>16</sup> Например, отказ нового правительства выполнять обязательства, взятые на себя предыдущим, или решение правительства не платить держателям облигаций из-за решения суда в пользу несогласных на реструктуризацию кредиторов.

## 2) Политическая нестабильность и недавние политические решения

Обновление общемировых показателей государственного управления, как правило, происходит с задержкой<sup>17</sup>. АКРА компенсирует 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. АКРА не делает 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.

## 3) Вовлеченность в геополитические конфликты, подверженность геополитическим рискам

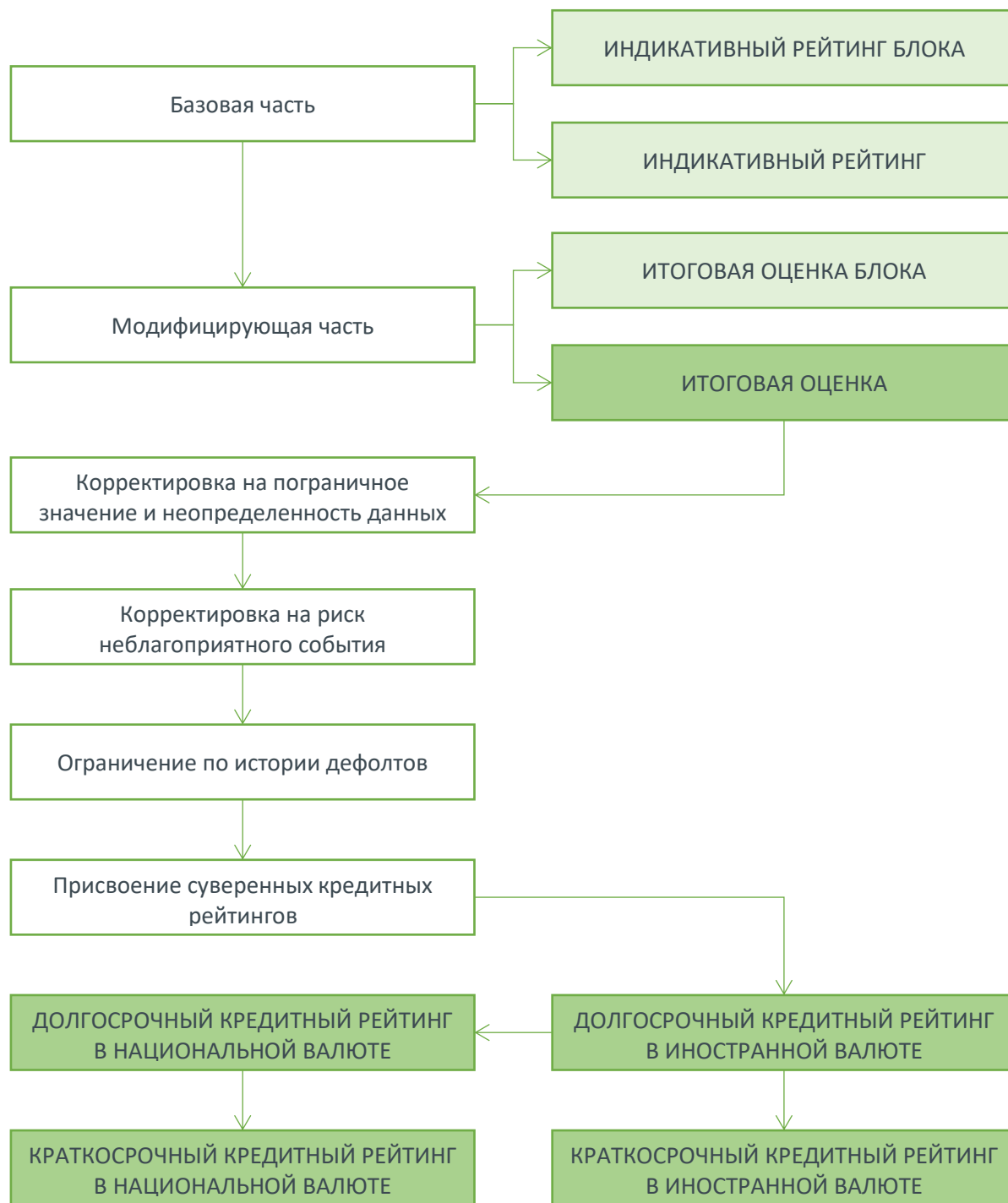
Вовлеченность в геополитические конфликты, подверженность геополитическим рискам могут стать фактором риска для способности и готовности правительства выплачивать долг. АКРА принимает во внимание геополитические риски, которые могут нарушить экономическую деятельность и оказать негативное влияние на инвестиционные потоки, а также на уверенность бизнеса и потребителей.

---

<sup>17</sup> Некоторые индикаторы основываются на данных двух–трехлетней давности.

### Приложение 1.

### ДЕТАЛЬНАЯ СТРУКТУРА РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА



Источник: АКРА

## Приложение 2.

### КОРРЕКТИРОВКИ БАЗОВОЙ ЧАСТИ МОДЕЛИ

В рамках настоящего Приложения описываются корректировки, применяемые при оценке базовой части. Корректировки могут применяться к различным объектам (индикаторам или блокам). Непосредственное влияние корректировки на оценку базовой части состоит в уменьшении / увеличении балла блока на величину корректировки, умноженную на 0,78 (кроме корректировки «Резервная валюта»). Величина корректировки зависит от описанных в соответствующих разделах показателей и ограничена заданными в Таблице 1 предельными уровнями для Итоговой оценки (в ступенях шкалы).

**ТАБЛИЦА 1. ПРИМЕНЕНИЕ КОРРЕКТИРОВОК БАЗОВОЙ ЧАСТИ**

НАИМЕНОВАНИЕ КОРРЕКТИРОВКИ	ОБЪЕКТ КОРРЕКТИРОВКИ	ПОРЯДОК ПРИМЕНЕНИЯ КОРРЕКТИРОВКИ	ПРЕДЕЛЬНОЕ ВЛИЯНИЕ НА ИТОГОВУЮ ОЦЕНКУ <sup>18</sup>
Резервная валюта	Блок «Внешняя позиция», индикатор «Покрытие импорта»	Использование валюты в качестве резервной позволяет присвоить индикатору «Покрытие импорта» оценку 1 балл	-0,5
Льготные государственные заимствования	Блок «Государственные финансы», индикатор «Процентные платежи»	Увеличение доли государственного долга, который обслуживается по льготной ставке, по отношению к ВВП приводит к ухудшению оценки показателя	+0,5
Долг консолидированного правительства в иностранной валюте	Блок «Государственные финансы»	Увеличение доли государственного долга в иностранной валюте по отношению к ВВП приводит к ухудшению оценки блока	+1
Государственный долг в мировых ЗВР	Блок «Государственные финансы»	Увеличение доли государственного долга страны, которую держат центральные банки третьих стран в своих ЗВР, приводит к улучшению оценки блока	-2
Валовый долг консолидированного правительства	Блок «Государственные финансы»	Увеличение доли государственного долга по отношению к ВВП приводит к ухудшению оценки блока	+1

Источник: АКРА

<sup>18</sup> Здесь отрицательное значение отражает улучшение Итоговой оценки.

## Приложение 3.

### ИНДИКАТОРЫ БАЗОВОЙ ЧАСТИ МОДЕЛИ

В таблицах настоящего Приложения описываются индикаторы, применяемые при оценке базовой части.

ТАБЛИЦА 1. ИНДИКАТОРЫ БЛОКА «МАКРОЭКОНОМИКА»

ИНДИКАТОР	ОПРЕДЕЛЕНИЕ	ОБОСНОВАНИЕ	ЕДИНИЦА ИЗМЕРЕНИЯ, ПРЕОБРАЗОВАНИЕ И ИСТОЧНИКИ
<b>Уровень благосостояния</b>	ВВП по рыночному курсу национальной валюты к доллару США, разделенный на население страны. Использование ВВП по рыночному курсу позволяет добиться оперативности в сопоставлении стран между собой. Вместе с тем этот показатель довольно волатилен для стран с неустойчивой валютой.	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 страны.	Индикатор измеряется в долларах США. Используется значение для года, за который рассчитывается рейтинг (t0). Значение индикатора дисконтируется на величину $1,04^t$ (количество лет с 2019 года). 4% — средний рост мирового ВВП на душу по ППС с 1996 по 2019 год. Источник: Всемирный банк, национальные источники
<b>Экономический рост</b>	Изменение реального ВВП определяется как годовое процентное изменение ВВП страны в постоянных ценах. Это показатель отражает фундаментальные изменения во внутреннем экономическом производстве и исключает инфляцию, которая может исказить экономическую картину.	Кредитоспособность страны зависит от способности ее экономики устойчиво расти в долгосрочной перспективе и показывать рост ВВП как минимум на одном уровне со странами со схожим уровнем доходов.	Индикатор рассчитывается как среднее изменение реального ВВП за десять лет по сравнению со средним изменением реального ВВП стран с сопоставимым уровнем дохода: <ul style="list-style-type: none"> <li>– если ВВП на душу населения по ППС больше 40 тыс. международных долларов, то для сравнения используется среднее изменение реального ВВП развитых стран;</li> <li>– если ВВП на душу населения по ППС меньше 20 тыс. международных долларов, то для сравнения используется среднее изменение реального ВВП развивающихся стран;</li> <li>– если ВВП на душу населения по ППС находится в интервале 20–40 тыс. международных долларов, то для сравнения</li> </ul>

используется среднее изменение реального ВВП развитых и развивающихся стран пропорционально ВВП на душу населения по ППС оцениваемой страны.

При определении среднего значения используются линейно возрастающие до расчетного года весовые коэффициенты, так, что весовой коэффициент расчетного года — наибольший. Весовые коэффициенты последующих лет приравниваются к весовому коэффициенту расчетного года.

Значения 40 тыс. и 20 тыс. ежегодно индексируются на 4% (средний рост мирового ВВП на душу по ППС с 1996 по 2019 год). Базовым годом является 2019 год.

Используются значения за семь лет, предшествующие расчетному году, год расчета рейтинга и последующие два года  $[t-7; t+2]$ <sup>19</sup>.

Источник: МВФ, национальные источники

**Размер экономики** Для определения размера экономики используется номинальный ВВП в долларах США.

Чем меньше размер экономики (даже с высоким уровнем благосостояния), тем более она чувствительна к внешним шокам. Соответственно, чем больше экономика, тем более диверсифицирован ее внутренний рынок и тем менее эта страна чувствительна к внешним шокам.

Индикатор рассчитывается как отношение номинального ВВП в национальной валюте к среднегодовому рыночному курсу национальной валюты к доллару США.

Используется значение для года, за который рассчитывается рейтинг (t0).

Значение индикатора дисконтируется на величину  $1.04^{-(\text{количество лет с 2019 года})}$ . 4% — средний рост мирового ВВП на душу по ППС с 1996 по 2019 год.

Источник: МВФ, национальные источники

<sup>19</sup> Здесь и далее t-n — фактическое значение индикатора для n-го года относительно расчетного (t0), t+n — прогнозное значение индикатора для n-го года относительно расчетного (t0).

<b>Инфляция</b>	Инфляция измеряется изменением среднегодового индекса потребительских цен (ИПЦ). ИПЦ рассчитывается для корзины потребления товаров и услуг среднего домохозяйства внутри страны.	Используется ИПЦ, т. к. он в наибольшей степени отражает волатильность цен на конечное потребление домохозяйств — конечных потребителей товаров и услуг. Кроме того, ИПЦ исключает цены на недвижимость (рост цен на недвижимость 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, т. к. отрицательно сказывается на доверии потребителей и бизнеса.	Индикатор рассчитывается как среднегодовые темпы прироста ИПЦ за последние пять лет. Используются значения за два предшествующих года расчета рейтинга, год расчета рейтинга для года и последующие два года [t-2; t+2]. Целевым (наиболее благоприятным для оценки) уровнем является диапазон 0,5–3,0%. Применяются равные значения весов за данный период. Источник: МВФ, национальные источники
-----------------	---	--	---

Источник: АКРА

**ТАБЛИЦА 2. ИНДИКАТОРЫ БЛОКА «ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ»**

ИНДИКАТОР	ОПРЕДЕЛЕНИЕ	ОБОСНОВАНИЕ	ЕДИНИЦА ИЗМЕРЕНИЯ, ПРЕОБРАЗОВАНИЕ И ИСТОЧНИКИ
<b>Сбалансированность бюджета</b>	Средний баланс бюджета консолидированного правительства за три года, % ВВП. Баланс бюджета консолидированного правительства представляет собой разницу между его доходами и расходами, включая процентные платежи по существующим долговым обязательствам.	Постоянный дефицит бюджета консолидированного правительства может указывать на ограниченный потенциал страны обслуживать свой долг за счет собственных ресурсов, а также на растущую зависимость от рефинансирования своей задолженности и рост долговой нагрузки.	Индикатор рассчитывается как среднее значение баланса бюджета консолидированного правительства за три года по отношению к ВВП. Используются значения за предшествующий год расчета рейтинга, год расчета рейтинга для года и последующий год [t-1; t+1]. Применяются равные значения весов за данный период. Источник: МВФ, Всемирный банк, Евростат, национальные источники

**Долговая нагрузка**

Валовый долг консолидированного правительства.

Валовый непогашенный долг консолидированного правительства, включающий в себя центральные, местные и региональные органы управления, фонды социального страхования и другие внебюджетные фонды, сравнивается с доходами правительства в таком же определении. В случае высокой вероятности исполнения государственных гарантий они также могут быть включены в данный показатель. В тех случаях, когда центральный банк выпускает долговые обязательства для целей, отличных от монетарных, эти обязательства включаются в валовый долг консолидированного правительства.

Процентные платежи

Процентные платежи включают в себя все платежи по обслуживанию государственного долга консолидированного правительства вне зависимости от валюты, в котором он номинирован, резидентства его держателей, типа и срока погашения, по сравнению с общими доходами консолидированного бюджета.

Валовый долг консолидированного правительства, % от его доходов является более точным показателем для оценки государственной кредитоспособности, чем традиционно используемое соотношение валового долга консолидированного правительства и ВВП. Этот показатель обеспечивает оценку долгового бремени по отношению к существующему притоку государственных доходов. У страны может быть относительно низкое соотношение долга консолидированного правительства и ВВП и при этом высокое соотношение долга консолидированного правительства и доходов, что указывает на недостаточное пространство для маневра для решения фискальных проблем в случае возникновения неблагоприятных условий.

Долг центрального банка учитывается в случаях, когда его объем и доля от ВВП должны быть достаточно большими и расти на протяжении многих лет. Это будет говорить о наличии структурной тенденции, не носящей циклический характер. Этот долг учитывает внутренние и внешние обязательства, исключая при этом межгосударственные гарантии.

Важный индикатор того, насколько дорого правительству обходится выплата процентов относительно его доходов. Растущее бремя

Индикатор рассчитывается как взвешенная сумма показателя «Валовый долг консолидированного правительства» и скорректированного показателя «Процентные платежи». Корректировка осуществляется на долю долга по льготным ставкам в совокупном долге консолидированного правительства. Чем больше указанная доля, тем выше могли бы быть расходы на обслуживание долга в случае финансирования бюджета на рыночных условиях.

Весовые коэффициенты определяются следующим образом:

Для стран с ВВП на душу населения по ППС более 80 тыс. международных долларов (в ценах 2019 года) весовой коэффициент долга относительно доходов устанавливается на уровне 10%, а весовой коэффициент скорректированных процентных платежей относительно долга — на уровне 90%.

Для стран с ВВП на душу населения по ППС менее 20 тыс. международных долларов (в ценах 2019 года) весовой коэффициент долга относительно доходов устанавливается на уровне 90%, а весовой коэффициент скорректированных процентных платежей относительно долга — на уровне 10%.

Для остальных стран весовые коэффициенты устанавливаются пропорционально показателю ВВП на душу по ППС оцениваемой страны.

Значения 80 тыс. и 20 тыс. ежегодно индексируются на 4% (средний рост мирового ВВП на душу по ППС с 1996 по 2019 год). Базовым годом является 2019 год.

Используется значение для года, за который рассчитывается рейтинг (t0).

Источник: МВФ, Евростат, национальные источники

		обслуживания существующих долговых обязательств может ограничивать другие государственные расходы, что приведет к снижению гибкости фискальной политики.	
<b>Внешний государственный долг</b>	Валовый непогашенный долг консолидированного правительства, принадлежащий нерезидентам, включая вложения нерезидентов в облигации консолидированного правительства, номинированные в национальной валюте.	Чрезмерная зависимость правительства от внешних инвесторов (независимо от валюты долга) может затруднить доступ государства на внешний рынок в случае возникновения неблагоприятных условий.	Индикатор рассчитывается по отношению к ВВП. Используется значение для года, за который рассчитывается рейтинг (t0). Источник: МВФ, Всемирный банк, Евростат, национальные источники

Источник: АКРА

ТАБЛИЦА 3. ИНДИКАТОРЫ БЛОКА «ВНЕШНЯЯ ПОЗИЦИЯ»

ИНДИКАТОР	ОПРЕДЕЛЕНИЕ	ОБОСНОВАНИЕ	ЕДИНИЦА ИЗМЕРЕНИЯ, ПРЕОБРАЗОВАНИЕ И ИСТОЧНИКИ
<b>Счет текущих операций</b>	Баланс текущего счета включает в себя баланс товаров и услуг, чистый первичный доход (дивиденды, проценты и т. д.) и чистый вторичный доход (денежные переводы, иностранная помощь и т. д.).	Относительно большой и постоянный дефицит счета текущих операций указывает на накопление внешнего долга. Если долг финансируется за счет прямых иностранных инвестиций, 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, валюта которых является резервной. Еще больший риск это представляет для развивающихся стран с недостаточно большим объемом внешних активов. Страна с большим объемом внешней задолженности и ограниченным объемом иностранных активов может испытывать трудности при рефинансировании.	Индикатор рассчитывается как среднее значение баланса счета текущих операций по отношению к ВВП за три года. Используются значения за предшествующий год расчета рейтинга, год расчета рейтинга для года и последующий год [t-1; t+1]. Применяются равные значения весов за данный период. Источник: МВФ, Всемирный банк, национальные источники

<b>Покрытие импорта</b>	Покрытие импорта определяется как отношение международных резервов к ежемесячному импорту товаров и услуг, выраженное в месяцах.	Этот индикатор показывает количество месяцев, в течение которых международные резервы страны способны покрывать импорт товаров и услуг в случае резкого сокращения притока иностранной валюты. Это менее важно для страны с режимом 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 индикатора, тем больше инвесторы могут быть уверены в способности страны противостоять внешним шокам.	Индикатор корректируется для стран, валюта которых имеет статус резервной, они получают наивысший балл.  Для показателя «Резервы» используется значение на конец расчетного года, для показателя «Импорт товаров и услуг» — следующего.  Источник: МВФ, Всемирный банк, национальные источники
<b>Международная инвестиционная позиция</b>	Чистая международная инвестиционная позиция — разница между стоимостью зарубежных активов и рыночной стоимостью пассивов страны. Чтобы избежать двойного учета, этот индикатор исключает государственный сектор, в т. ч. центральный банк.	Данный индикатор может сигнализировать о накоплении дисбаланса внешних активов и обязательств и, как следствие, о возможном стрессе для внешней позиции страны.	Индикатор рассчитывается по отношению к ВВП.  Используется значение для года, за который рассчитывается рейтинг (t0).  Источник: МВФ, национальные источники
<b>Диверсификация экспорта</b>	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 диверсифицированным является экспорт. При прочих равных индекс говорит об устойчивости страны к внешним шокам.	Индикатор рассчитывается как модуль отклонения структуры торговли страны относительно мировой структуры.  Используется последнее доступное значение индекса.  Источник: UNCTAD

<b>Волатильность валюты</b>	Для курса национальной валюты используется номинальный эффективный валютный курс, который рассчитывается как взвешенное среднее по объему торговли курсов национальной валюты к валютам стран, являющихся основными торговыми партнерами. В случае недоступности значений для данного показателя АКРА рассчитывает его или использует курс национальной валюты к доллару США.	Чем выше волатильность национальной валюты, тем больше негативных последствий это может принести национальной экономике и суверенной кредитоспособности.	Индикатор рассчитывается как нормализованное среднее квадратическое отклонение номинального эффективного курса валюты за последние десять лет [t-9; t0].  Весовые коэффициенты являются линейно возрастающими к расчетному году — от 1,8% для показателя девятилетней давности до 18,2% для расчетного года.  Источник: МВФ, Банк международных расчетов, Oxford Economics, JP Morgan, национальные источники
-----------------------------	---	--	---

Источник: АКРА

ТАБЛИЦА 4. ИНДИКАТОРЫ БЛОКА «ИНСТИТУТЫ»

ИНДИКАТОР	ОПРЕДЕЛЕНИЕ	ОБОСНОВАНИЕ	ЕДИНИЦА ИЗМЕРЕНИЯ, ПРЕОБРАЗОВАНИЕ И ИСТОЧНИКИ
<b>Политическая стабильность</b>	Комплексный индикатор, состоящий из двух показателей World Governance Indicators (WGI), которые рассчитывает Всемирный банк: «Voice and Accountability» и «Political Stability and Absence of Violence/Terrorism». Показатель «Voice and Accountability» оценивает степень свободы выбора правительства гражданами страны, а также свободу выражения мнений, свободу объединений и степень свободы средств массовой информации. Показатель «Political Stability and Absence of Violence/Terrorism» измеряет вероятность политической нестабильности и/или политически мотивированного насилия, включая терроризм.	Данный индикатор помогает сигнализировать о грядущих кризисах, предоставляя относительную оценку институциональной силы страны с точки зрения политической стабильности и свободы слова.	Индикатор рассчитывается как среднее значение перечисленных показателей WGI.  Используются последние доступные значения показателей.  Источник: Всемирный банк

<p><b>Качество государственного управления</b></p>	<p>Это комплексный индикатор, который состоит из четырех показателей WGI, рассчитываемых Всемирным банком: «Control of Corruption», «Rule of Law», «Regulatory Quality» и «Government Effectiveness».</p> <p>«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.</p> <p>«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. «Government 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.</p>	<p>Данный индикатор 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.</p>	<p>Индикатор рассчитывается как среднее значение перечисленных показателей WGI.</p> <p>Используются последние доступные значения показателей.</p> <p>Источник: Всемирный банк</p>
<p><b>Качество человеческого капитала</b></p>	<p>Индикатор АКРА, состоящий из трех показателей, которые отражают качество человеческого капитала страны.</p> <p>Эти показатели включают субиндекс образования в Индексе человеческого развития, рассчитываемом ООН, уровень смертности среди взрослого населения и ожидаемую продолжительность жизни при рождении.</p>	<p>Опережающий индикатор. Его уровень говорит о том, улучшает ли страна свой человеческий капитал, который является движущей силой долгосрочного экономического роста.</p>	<p>Индикатор рассчитывается в соответствии с формулой:</p> $HCI = 100 * e^{1.3*educ} * e^{-0.001*AMR} * e^{0.4*\left(\frac{life-50}{120}\right)}$ <p>где educ — субиндекс качества образования, AMR — средний уровень смертности среди взрослого населения, life — ожидаемая продолжительность жизни.</p>

---

Используются последние доступные значения показателей.

Источник: ООН, Всемирный банк, национальные источники

---

Источник: АКРА

## Приложение 4.

### МОДИФИКАТОРЫ: ОПРЕДЕЛЕНИЯ

В рамках настоящего Приложения приводится перечень используемых модификаторов, их определения и комментарии по расчету.

ТАБЛИЦА 1. МОДИФИКАТОРЫ БЛОКА «МАКРОЭКОНОМИКА»

МОДИФИКАТОР	ОПРЕДЕЛЕНИЕ	ОБОСНОВАНИЕ	ДИАПАЗОН (БАЛЛЫ)	КОММЕНТАРИЙ
Потенциал экономического роста	Модификатор оценивает средне- и долгосрочный потенциал экономики и его реализацию: способность страны в своем развитии выйти на уровень выше потенциального или опуститься ниже него. Оценивается ожидаемая динамика инфляции. Учитывается историческая волатильность роста ВВП.	Экономический потенциал является ключевым фактором в оценке способности страны обслуживать свой долг (особенно в долгосрочной перспективе). Устойчивая инфляция и неволатильный рост экономики способствуют стабильному развитию страны и, как следствие, способности обслуживать свой долг.	-5 / +4	Оценка экономического потенциала производится на основании ожиданий по росту потенциального ВВП, ожидаемого разрыва выпуска. Для оценки используются данные МВФ, Евростата, оценки АКРА и другие источники.
Качество и 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), неравенство доходов и богатства, препятствия для социальной мобильности, экономические последствия изменения климата.	Высокое качество экономического роста позволяет стране пройти через негативные экономические условия лучше, чем другим странам с сопоставимым уровнем развития, и быстрее восстановиться.	-10 / +7	Концентрация в товарах/услугах/ торговых партнерах, конкурентоспособность экономики, отношение кредитования к ВВП, уровень сбережений/инвестиций в экономике, затраты на НИОКР, индикаторы распределения доходов и богатства, демография и трудовые ресурсы, индикаторы рабочей силы и прогнозы (общая структурная безработица и безработица среди молодежи, трудоустройство в теневом секторе экономики, доля рабочих мест, подверженных риску автоматизации), зависимость от доноров, например структурные фонды ЕС, статус регионального или глобального лидера, риски изменения климата.

Эффективность структурной экономической политики и недавние структурные реформы	Оценивает надежность и гибкость экономической политики, способность страны координировать разные виды политик (важный фактор для стран, состоящих в союзе), направленность реформ на экономическое развитие и/или достижение экономического потенциала страны, способность адекватно и своевременно реагировать на кризисы.	Эффективный и скоординированный набор практик может в некоторой степени смягчить структурные дисбалансы страны, тогда как его отсутствие может усугубить положение вещей.	-1 / +1	Способность устанавливать адекватные, существенные и своевременные приоритеты, равно как и осуществлять структурную и экономическую политику, способность осуществлять институциональные изменения, страхующие от системного дисбаланса, которые в свою очередь были вызваны прошлыми кризисами; способность противостоять будущим кризисам, истории урегулирования прошлых кризисов.
Эффективность монетарной политики	Оценивает надежность и гибкость монетарной политики, эффективность политики в достижении целей, касающихся монетарной политики, способности адекватно и своевременно реагировать на кризисы.	Эффективный и скоординированный набор практик может в некоторой степени смягчить структурные дисбалансы страны, тогда как его отсутствие может усугубить положение вещей.	-3 / +2	Экспертная оценка политики центрального банка и его независимости, способность устанавливать адекватные, существенные и своевременные приоритеты, например, при таргетировании инфляции оценивается способность удерживать инфляцию в рамках выбранного целевого уровня, реализовывать институциональные изменения, страхующие от системного дисбаланса, которые в свою очередь были вызваны прошлыми кризисами; способность противостоять будущим кризисам и истории урегулирования прошлых кризисов.

Источник: АКРА

ТАБЛИЦА 2. МОДИФИКАТОРЫ БЛОКА «ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ»

МОДИФИКАТОР	ОПРЕДЕЛЕНИЕ	ОБОСНОВАНИЕ	ДИАПАЗОН (БАЛЛЫ)	КОММЕНТАРИЙ
Условные обязательства и риск их реализации	Анализирует природу и размер условных обязательств (гарантии, слабые места банковского сектора, финансовая устойчивость государственных компаний, международные обязательства, необеспеченные пенсионные 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 отрицательно отразиться на его способности выполнять их без негативных последствий для кредитоспособности страны.	-10 / 0	Данные Евростата по структуре и типам условных обязательств, экспертные оценки, основанные на национальной статистике и других источниках.
Фискальная политика и гибкость бюджета	Оценивает гибкость бюджетных расходов, диверсификацию доходов и их стабильность, процикличность фискальной политики, 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, что положительно скажется на способности суверенного эмитента обслуживать свой долг.	-5 / +4	Экспертная оценка.
Суверенные фонды	Оценивает величину суверенных фондов относительно экономики, их ликвидность и правила формирования и использования.	Наличие значительных суверенных фондов предоставляет большую гибкость в проведении долговой политики.	0 / +4	Экспертная оценка.

Долговая устойчивость и доступ к рынку и источникам фондирования	Оценивает структуру публичного долга по сроку до погашения, процентной ставке и валютной структуре, наличие депозитов/резервов (кроме суверенных фондов), их ликвидность и соотношение с долгом и его краткосрочной составляющей, доступ к особым условиям кредитования (например, гарантии выкупа долга ЕЦБ). Очерчивает пики в графике обслуживания долга и плане долговой нагрузки, учитывая стоимость долга, условные обязательства, будущие пенсионные обязательства и другие расходы, связанные со старением населения, рыночный доступ и альтернативные источники финансирования при различных сценариях. 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.	Долгосрочный долг с более низкой ценой снижает 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. Описывает сложности, с которыми сталкивается суверенный эмитент в средне- и долгосрочной перспективе, и его устойчивость к ним.	-9 / +6	Экспертная оценка.
--	---	--	---------	--------------------

Источник: АКРА

ТАБЛИЦА 3. МОДИФИКАТОРЫ БЛОКА «ВНЕШНЯЯ ПОЗИЦИЯ»

МОДИФИКАТОР	ОПРЕДЕЛЕНИЕ	ОБОСНОВАНИЕ	ДИАПАЗОН (БАЛЛЫ)	КОММЕНТАРИЙ
Уязвимость платежного баланса	Выявляет 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 оказывать давление на национальную валюту с негативными последствиями для всех экономических агентов, обслуживающих долг в иностранной валюте, включая суверенный.	-4 / +3	Экспертная оценка.
Устойчивость внешнего долга	Оценивает дисбаланс в сроке погашения и структуре валюты внешнего долга экономики, его уровень и структуру, 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.	-3 / +3	Коэффициент ликвидности и другие индикаторы внешнего долга и долга в иностранной валюте, оцениваемые на основании данных международных институтов и локальных источников, а также экспертно.
Стабильность валютного режима	Оценивает 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 и, как следствие, для суверенного эмитента.	-3 / +2	Ежегодные публикации МВФ по валютным режимам, а также экспертная оценка.

Источник: АКРА

ТАБЛИЦА 4. МОДИФИКАТОРЫ БЛОКА «ИНСТИТУТЫ»

МОДИФИКАТОР	ОПРЕДЕЛЕНИЕ	ОБОСНОВАНИЕ	ДИАПАЗОН (БАЛЛЫ)	КОММЕНТАРИЙ
Желание выплачивать госдолг	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.	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.	-2 / 0	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) может подорвать кредитоспособность суверенного эмитента.	-3 / +3	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.	-10 / 0	Экспертная оценка.

Источник: АКРА

**Приложение 5.****СООТВЕТСТВИЕ ОЖИДАЕМОЙ ЧАСТОТЫ НАСТУПЛЕНИЯ СОБЫТИЯ  
ДЕФОЛТА И УРОВНЯ ДОЛГОСРОЧНЫХ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ  
АКРА ПО МЕЖДУНАРОДНОЙ ШКАЛЕ**

ПРИСВОЕННЫЙ КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ	ОЖИДАЕМАЯ ЧАСТОТА НАСТУПЛЕНИЯ ДЕФОЛТА НА ГОРИЗОНТЕ ОДИН ГОД
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

(С) 2023

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)  
Москва, Большой Гнездиковский пер., д. 1, стр. 2  
[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

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

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

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

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

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

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

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

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

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