

29 октября 2020

## Все о суверенном риске в шести вопросах

Почему страны с низким долгом не всегда имеют высший уровень рейтинга

**Вопрос 1.** Что такое суверенный рейтинг и из чего складывается оценка суверенного кредитного риска?.....1

**Вопрос 2.** Почему во внимание принимаются именно указанные факторы?.....2

**Вопрос 3.** Каким образом различные обстоятельства складываются в итоговую оценку?.....3

**Вопрос 4.** Как величина долга и размер резервов влияют на суверенный рейтинг?.....3

**Вопрос 5.** Почему для оценки суверенного кредитного риска важен статус резервной валюты, как рейтинговые агентства его учитывают?.....4

**Вопрос 6.** Означает ли это, что доминирование доллара США на глобальных рынках капитала продлится долго, каковы перспективы других валют стать резервными?.....5

### Вопрос 1. Что такое суверенный рейтинг и из чего складывается оценка суверенного кредитного риска?

Под суверенным кредитным рейтингом понимается мнение рейтингового агентства о способности и желании суверенного эмитента расплачиваться по своим долговым обязательствам. В центре внимания оказывается долг перед частными кредиторами, возможности которых воздействовать на правительство и добиваться погашения долга на национальном и наднациональном уровнях крайне ограничены. Смягчающим фактором является то, что в случае суверенных дефолтов речь идет в основном не о полном списании долга, а о величине потерь, поскольку в ситуации дефолта суверенные эмитенты в отличие от компаний или банков не прекращают своего существования.

На протяжении более чем столетней истории суверенных рейтингов факторы, на основании которых определялись рейтинговые оценки, претерпевали изменения. Это происходило по мере накопления знаний о причинах суверенных дефолтов, а также появления новых решений относительно сбора и стандартизации макроэкономических данных по рейтингуемым странам. Оценка суверенного риска на сегодняшний день, как правило, строится на изучении следующих аналитических блоков: макроэкономика, бюджетная и долговая позиции, внешняя позиция страны и институциональная среда.

- В ходе анализа макроэкономической позиции акцент делается на стабильности долгосрочного роста страны и готовности органов власти проводить взвешенную монетарную и структурную политику, позволяющую суверенному эмитенту противостоять различным шокам.
- При оценке бюджетной и долговой позиций рейтинговые агентства изучают возможности правительства проводить сбалансированную бюджетную политику и поддерживать госдолг на безопасном для страны уровне.
- Анализ внешней позиции суверенного эмитента предполагает оценку его устойчивости к воздействию внешних шоков. Внешняя позиция оценивается в контексте всех сегментов экономики страны, учитывая взаимосвязь государственного и частного секторов и их способность выступать в роли проводников внешних шоков друг для друга (в связи с этим банковский сектор заслуживает особого внимания).
- В ходе оценки институциональной среды и государственных политик анализируется их нацеленность на обеспечение устойчивого роста суверена и противостояния шокам.

Илона Дмитриева,  
Управляющий директор,  
руководитель группы  
суверенных рейтингов  
и макроэкономического анализа  
+7 (495) 139-0480, доб. 124  
ilona.dmitrieva@acra-ratings.ru

#### Контакты для СМИ

Алексей Чурилов  
Менеджер по внешним  
коммуникациям  
+7 (495) 139-0480, доб.169  
media@acra-ratings.ru

## Вопрос 2. Почему во внимание принимаются именно указанные факторы?

Отправной точкой анализа и систематизации причисленных выше факторов является история суверенных дефолтов и обстоятельств их возникновения. По данным АКРА, за последние 30 лет было зафиксировано 68 случаев суверенных дефолтов, а обстоятельства их оказались столь разнообразными, что их формализация и преобразование в набор показателей и оценок, позволяющих прийти к итоговой оценке в рамках рейтингового анализа, весьма затруднительно.

Многообразие общей картины показывают примеры обстоятельств дефолтов суверенных эмитентов. Так, на конец 1997 года государственный долг России составлял около 54% ВВП, а уже в августе 1998-го страна объявила о реструктуризации госдолга. В Греции в предшествовавшем дефолту 2011 году государственный долг достиг 180% ВВП. Кроме того, за несколько лет до дефолта наблюдалось снижение ВВП: в среднем примерно на 6% в период с 2009 по 2011 год, в то время как дефолт Мозамбика в 2016-м, напротив, наступил при высоких темпах роста экономики: за три года до этого события ВВП страны рос примерно на 7% ежегодно.

В случае дефолтов Уругвая и Аргентины важную роль сыграл высокий уровень государственной задолженности в иностранной валюте и задолженности перед нерезидентами, хотя размер задолженности у стран был разным: если внешний долг Уругвая в конце 2001 года составлял около 29% ВВП (дефолт был объявлен в 2003 году), то у Аргентины он был на уровне 38% ВВП на конец 2019 года перед дефолтом 2020-го. В ситуации с Кипром и Мозамбиком решающим обстоятельством стали проблемы с условными обязательствами правительства: в первом случае сложности возникли в банковском секторе, во втором неплатежеспособной оказалась получившая госгарантии компания, что повлекло за собой просрочку платежей со стороны суверенного эмитента.

Нежелание производить выплаты по госдолгу при имеющихся на эти цели ресурсах хорошо иллюстрирует пример суверенного дефолта Аргентины в 2014 году. Решение суда по отдельным держателям облигаций (holdouts) грозило привести к резкому росту выплат по обязательствам других держателей долга из-за наличия в проспектах эмиссии облигаций положения о кросс-дефолте. В этих условиях в 2014 году Аргентина приняла решение не производить выплаты и по долгу, по которому приближались сроки таких выплат, хотя возможностями для этого страна располагала.

Разнообразие обстоятельств возникновения суверенных дефолтов усложняет формализацию анализа факторов суверенного риска и требует корректировки выбранных индикаторов, а также экспертных суждений для расчета итоговой рейтинговой оценки. Корректировки и широкий спектр экспертных оценок — неотъемлемая часть методологий оценки суверенного риска, используемых рейтинговыми агентствами.

### Вопрос 3. Каким образом различные обстоятельства складываются в итоговую оценку?

В ходе расчета итоговой рейтинговой оценки, прежде всего, выбираются макроэкономические индикаторы, наиболее точно отделяющие страну, которая находится на грани дефолта, от более устойчивого суверенного эмитента. Речь идет о таких экономических показателях, как темпы роста ВВП, ВВП на душу населения, инфляция, величина госдолга и дефицита бюджета, уровень внешнего госдолга и долга частного сектора и др.

Затем выбранные индикаторы взвешиваются, при этом свои веса имеют как сами показатели, так и отдельные аналитические блоки. Величина этих весов, как правило, коррелирует со значимостью данного показателя для объяснения суверенных дефолтов.

Все это в целом — разнообразные экономические и социальные индикаторы, скорректированные с учетом экспертной оценки и взвешенные в зависимости от их значимости, — и составляет итоговую оценку, или суверенный кредитный рейтинг. Поскольку рейтинг представляет собой совокупность индикаторов, сильные стороны того или иного суверенного эмитента уравновешиваются его слабыми сторонами, что приводит к умеренной итоговой оценке.

### Вопрос 4. Как величина долга и размер резервов влияют на суверенный рейтинг?

Существует мнение, что страны с низким уровнем долга окажутся вверху рейтинговой шкалы, особенно если у них есть большие резервы, и наоборот — высокая задолженность ведет к снижению рейтинга. Это не совсем так. Ключевым критерием оценки суверенного кредитного риска является способность правительства обслуживать свой долг. Размер накопленного долга — это лишь одна из его характеристик, тогда как стоимость и сроки заимствований не менее важны. Чем длиннее срок привлечения заимствования и ниже его стоимость, тем больший объем долга страна может себе позволить (выше уже отмечалось, что к моменту дефолта Греция и Россия, например, подошли с очень разным уровнем госдолга).

Практика показывает, что страны с развитыми и диверсифицированными внутренними рынками капитала могут позволить себе более высокий уровень государственного долга. У таких стран расходы на обслуживание долга при его относительно высоком уровне намного меньше показателей тех суверенных эмитентов, внутренние рынки капитала которых не столь развиты. Так, Япония — страна с одним из самых высоких уровней госдолга в мире (236% ВВП) — тратила на обслуживание долга 5% доходов в 2019 году, тогда как в том же году в Бразилии аналогичные расходы составляли около 26% доходов при уровне долга в 76% ВВП. Для обеспечения сбалансированности уровня долга относительно расходов на его обслуживание рейтинговые агентства используют соответствующие корректировки.

Что касается корреляции между размером долга суверенного эмитента и уровнем его кредитного рейтинга, то здесь необходимо отметить следующее: относительно небольшой долг и расходы на его обслуживание будут повышающим фактором для кредитного рейтинга страны, однако итоговый рейтинг будет зависеть от результатов анализа всех аналитических блоков.

Существенный объем резервов служит своего рода подушкой безопасности, помогающей странам, имеющим не вполне развитые рынки капитала, контролировать наращивание госдолга. Однако размер таких резервов не бесконечен, а рефинансирование долга в значимых объемах и в любое время могут обеспечить лишь диверсифицированные рынки капитала, традиционно присущие странам, валюты которых имеют статус резервных.

### **Вопрос 5. Почему для оценки суверенного кредитного риска важен статус резервной валюты, как рейтинговые агентства его учитывают?**

Государственные финансы организованы таким образом, что статьей госрасходов являются только расходы на обслуживание долга, а потому основную сумму госдолга правительства стремятся рефинансировать. Следовательно, непрерывный доступ к долговому рынку и приемлемые условия заимствований во многом обуславливают способность правительства рефинансировать свой долг.

Особенность резервных валют (к мировым относятся доллар США и евро, а к региональным, например, иена, швейцарский франк и юань) заключается в том, что в периоды кризисов спрос на номинированные в данных валютах активы растет и происходит «бегство в качество». Высокий спрос на такие активы приводит к укреплению резервной валюты и снижению доходности государственных облигаций. Текущий кризис вновь подтвердил наличие феномена «бегства в качество»: в отличие от большинства валют (особенно развивающихся стран) доллар США по мере развития кризисных явлений укреплялся, прибавив 3,7% к корзине валют с начала года к маю 2020-го. Доходность десятилетних казначейских обязательств США достигла при этом исторического минимума в 0,5% в середине июля 2020 года.

Фактор резервных валют учитывается рейтинговыми агентствами при оценке устойчивости внешней позиции суверенного эмитента. Например, для стран, валюта которых имеет статус резервной, низкий уровень резервов не будет фактором риска в отличие от стран с нерезервными валютами. Кроме того, не для всех стран фактором риска является относительно высокая доля нерезидентов в госдолге, поскольку обязательства ряда суверенных эмитентов используются в качестве актива в золотовалютных резервах центральных банков других стран.

Следует отметить количественные признаки глобальных резервных валют и их динамику. Важными количественными показателями принято считать долю активов в данной валюте в международных резервах центральных банков разных стран и использование резервной валюты в мировых расчетах, а также для выпусков облигаций эмитентами-нерезидентами.

Немного статистики. На конец первого квартала 2020 года активы в долларах США в глобальных международных резервах оказались на уровне 62%, тогда как доля облигаций, выпущенных нерезидентами на международном рынке в долларах, достигала 47,4%. На конец 2019 года использование доллара во внебиржевых расчетах составило около 44%, а немаловажным фактором является преимущественное использование доллара США для платежей по нефтяным контрактам.

### **Вопрос 6. Означает ли это, что доминирование доллара США на глобальных рынках капитала продлится долго, каковы перспективы других валют стать резервными?**

По указанным выше показателям доллар заметно опережает следующие за ним евро, фунт, иену и юань. Вместе с тем, как показывает история, валюте, получившей статус резервной, не всегда удается сохранить его: так, в свое время доллар потеснил с этих позиций фунт.

Два современных потенциальных претендента на роль глобальной резервной валюты — евро и юань, использование которых в мировых международных резервах составило на конец 2019 года порядка 20 и 1,2% соответственно. И хотя масштабы их использования далеки от американской валюты, следует отметить то, что в последние 20 лет доля доллара США в международных резервах неуклонно снижалась (так, на конец 1999 года этот показатель достигал 71%). Во многом это связано со снижением роли доллара в качестве валюты-«якоря», к которой привязываются местные валюты при фиксированных валютных курсах: за последнее десятилетие довольно большое число стран отказались от такой политики. На общую ситуацию влияет и переход многих стран на торговые расчеты в национальных валютах.

Что касается широкого распространения доллара в качестве валюты выпуска облигаций неамериканскими эмитентами, то это обусловлено узостью внутренних рынков многих стран для крупных эмитентов (правительства, крупных банков и компаний), с одной стороны, и ликвидностью и развитостью инфраструктуры рынка международных облигаций — с другой. После кризиса 2008 года правительства многих развивающихся стран перешли на внутреннее долговое финансирование и активно развивают собственные рынки капитала, что со временем может привести к снижению масштабов использования доллара на международных рынках.

Наконец, сегодняшняя гегемония доллара в расчетах по нефтяным контрактам в будущем может быть нарушена. Конкуренцию, в частности, могут составить запущенные в 2018 году и набирающие обороты торги нефтяными фьючерсами на Шанхайской бирже, учитывая спрос Китая на нефть (10% мирового импорта). Кроме того, некоторые крупные нефтегазовые компании (такие как российские ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «НОВАТЭК») уже перешли на расчеты в евро вместо доллара из-за геополитических соображений.

Рейтинговые агентства внимательно отслеживают количественные признаки резервных валют и их динамику. По мере усиления значимости происходящих изменений они будут учитываться в рейтинговых оценках.

(С) 2020

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

Москва, Садовническая набережная, д. 75

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

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

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