

11 февраля 2020

Румыния

Ведущие аналитики:

Жаннур Ашигали, заместитель
директора
+7 (495) 139-0302, доб.157
zhannur.ashigali@acra-ratings.ru

Дмитрий Куликов, заместитель
директора
+7 (495) 139-0492, доб.122
dmitry.kulikov@acra-ratings.ru

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

- **долгосрочный кредитный рейтинг** в иностранной валюте на уровне **BВВ** и в национальной валюте — **BВВ**;
- **краткосрочный кредитный рейтинг** в иностранной валюте на уровне **S2** и в национальной валюте — **S2**.

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

Обоснование кредитного рейтинга

Позитивные факторы рейтинговой оценки	<ul style="list-style-type: none"> • Текущие устойчивые темпы экономического роста. • Сокращение размера внешнего долга в экономике. • Низкий уровень государственного долга и внешнего долга.
Негативные факторы рейтинговой оценки	<ul style="list-style-type: none"> • Риски для долгосрочного экономического роста, связанные с демографическими тенденциями и низким уровнем инновационной составляющей в экономике. • Высокая волатильность инфляции. • Снижение гибкости расходов в государственном секторе. • Низкий уровень покрытия внешнего долга.
«Стабильный» прогноз	<ul style="list-style-type: none"> • «Стабильный» прогноз предполагает с наиболее высокой долей вероятности неизменность рейтинга на горизонте 12–18 месяцев.
Факторы, способные вызвать повышение рейтинга	<ul style="list-style-type: none"> • Структурные реформы, которые затронут инвестиции в инфраструктуру, человеческий капитал, нивелируют тенденцию к эмиграции населения и поддержат средне- и долгосрочные перспективы роста. • Более ощутимые усилия по сдерживанию дефицита бюджета, которые позволили бы снизить размер дисбаланса счета текущих операций. • Стабилизация инфляции внутри целевого коридора (1,5–3,5% в год).
Факторы, способные вызвать понижение рейтинга	<ul style="list-style-type: none"> • Существенный рост размера госдолга и/или условных обязательств госсектора. • Существенное сокращение темпов экономического роста ниже 3% при сохранении дефицита бюджета и отрицательного сальдо счета текущих операций. • Существенное ухудшение уровня покрытия резервами долга, особенно внешнего долга в иностранной валюте.

Результаты применения суверенной модели

Блок	Индикативный рейтинг блока	Модификатор	Балл	Корректировка к индикативному рейтингу	Итоговый рейтинг блока
Макроэкономика	A+	Потенциал экономического роста	-1	-2	A-
		Устойчивость экономического роста	-1		
		Эффективность структурной, экономической и монетарной политики	-1		
Государственные финансы	BBB	Условные обязательства и риск их реализации	0	-2	BB+
		Фискальная политика и гибкость бюджета	-2		
		Доступ к рынкам и источникам фондирования	-1		
		Долговая устойчивость	-1		
Внешняя позиция	A	Уязвимость платежного баланса	0	-1	A-
		Устойчивость внешнего долга	-1		
		Стабильность валютного режима	0		
Институты	BBB-	Желание и готовность платить по долгам	0	0	BBB-
		История дефолтов	0		
		Политическая нестабильность и недавние политические решения	0		
		Вовлеченность в геополитические конфликты, подверженность геополитическим рискам	0		

Формирование присвоенного рейтинга

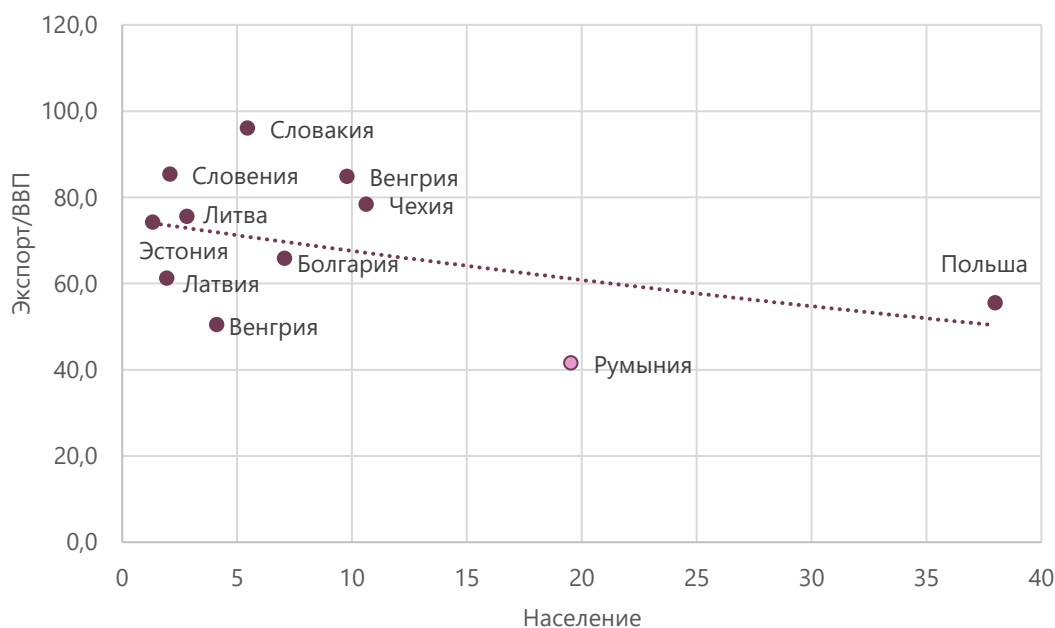
Индикативный кредитный рейтинг	A-
Корректировки к индикативному рейтингу	-2
Итоговый кредитный рейтинг	BBB
Формирование присвоенного рейтинга	BBB

МАКРОЭКОНОМИКА И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПОТЕНЦИАЛ

Страна со средним уровнем дохода и экономикой, преимущественно основанной на внутреннем спросе. Румыния является страной со средним уровнем дохода: ВВП на душу населения по ППС составил 26,4 тыс. международных долларов. Только в двух странах ЕС этот показатель еще ниже. Как и в большинстве стран Центральной и Восточной Европы, входящих в ЕС (ЦВЕ ЕС), производственный сектор играет важную роль в экономике Румынии. Его доля в валовой добавленной стоимости составила в 2018 году 19,9% — пятый показатель в ЕС. При этом экономика Румынии, в отличие от стран ЦВЕ ЕС, в меньшей степени ориентирована на экспорт. Доля экспорта в ВВП в 2018 году составила всего 41,6% — непривычно низкий показатель для страны ЕС со средним уровнем дохода (рис. 1). Товарная диверсификация экспорта Румынии является средней: основной объем экспортных поставок в 2017 году приходился на автомобили и электротехническое оборудование (более 15% экспорта на каждую из статей). Диверсификация экспорта по внешнеторговым партнерам также средняя: более 20% поставок приходится на Германию и более 10% — на Италию. Учитывая снижение уровня участия страны в международной торговле, ее экономика характеризуется более высокой зависимостью от внутреннего спроса. В 2018 году на потребление домохозяйств пришлось 62,4% ВВП — это пятый результат в ЕС (рис. 2). Это частично вызвано географическим положением Румынии на периферии ЕС (Румыния граничит только с двумя странами ЕС), что несколько затрудняет способность страны участвовать в торговле внутри ЕС.

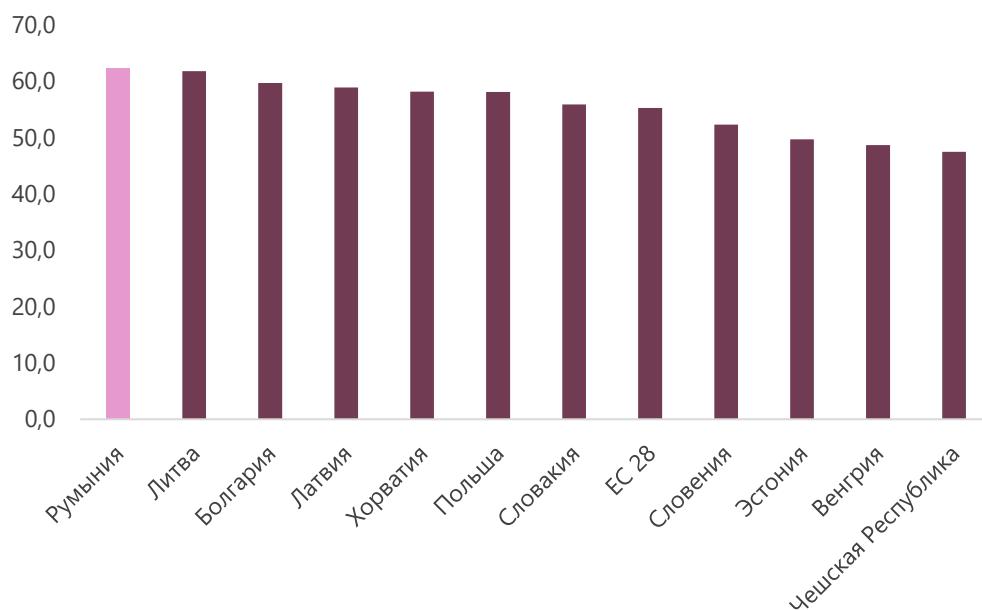
Румыния прошла через период сильного экономического роста благодаря проциклическому характеру фискальной политики, которая стимулировала внутренний спрос.

Рисунок 1. Соотношение объема экспорта к ВВП и размер населения в странах ЦВЕ ЕС, 2018 год



Источники: Евростат

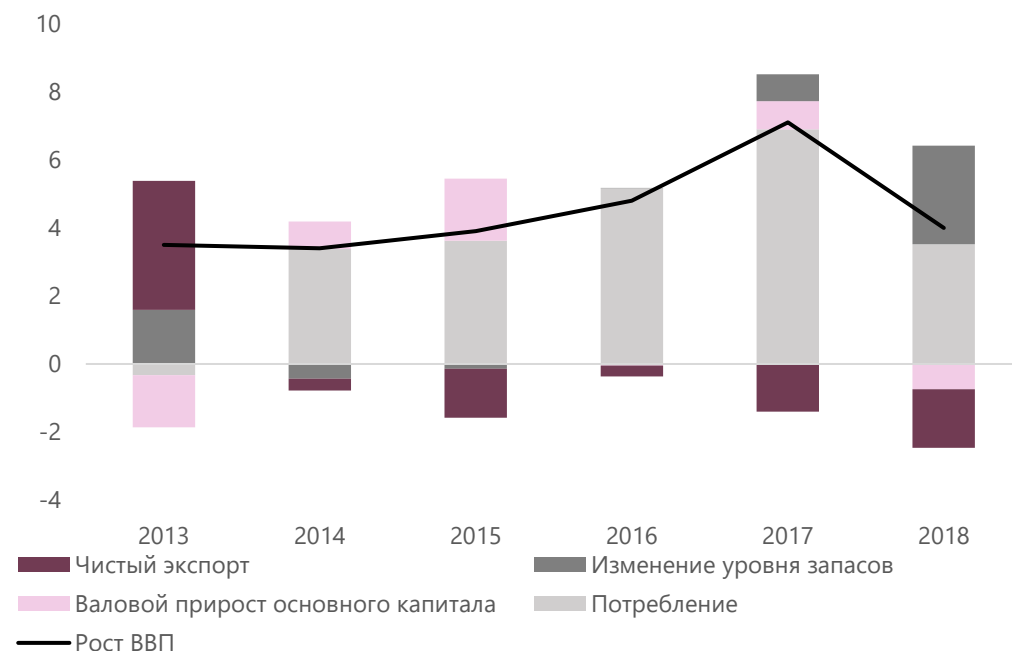
Рисунок 2. Доля потребления домохозяйств и благотворительных организаций в ВВП, 2018 год



Источники: Евростат

В последние годы ВВП Румынии рос высокими темпами. С 2016 года экономика в среднем росла на 5,3% — это третий по величине темп роста среди стран ЕС. В первую очередь это связано с внутренним потреблением (рис. 3) на фоне серьезного роста реальной заработной платы. Согласно данным Национального института статистики Румынии, чистый реальный доход в среднем вырос на 9,8% за последние пять лет. В 2019 году темпы роста, скорее всего, сохранятся на высоком уровне, поскольку относительно низкая доля экспорта в ВВП частично нивелирует последствия замедления мировой экономики. Последние прогнозы международных организаций (МВФ, Еврокомиссия) указывают на рост около 4% в 2019-м (что близко к уровню 2018-го) и последующее замедление до 3,5% в 2020-м.

Рисунок 3. Какие составляющие обеспечивают рост ВВП



Источник: АМЕСО

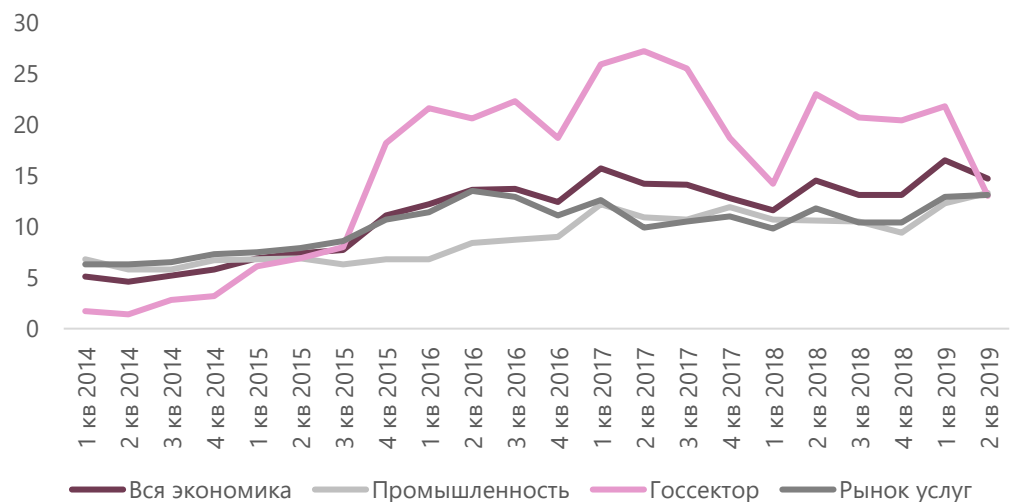
В среднесрочной перспективе, как полагает АКРА, темпы экономического роста страны скорее замедлятся, чем ускорятся. Это будет связано с указанными ниже факторами.

(1) Как показывает история, наблюдающаяся устойчивость экономики страны на фоне замедления мировой экономики может сойти на нет, если сдерживающие рост факторы продолжают иметь место. На пике финансового кризиса в 2009–2010 годах ВВП серьезно сократился (на 5,5% и 3,9% соответственно).

(2) В существенной степени рост поддерживается за счет расширения «двойного дефицита»: консолидированного правительства и счета текущих операций. Такая структура роста зависит от готовности инвесторов финансировать дефицит госбюджета и приток капитала. В отсутствие этих двух элементов финансирование двойного дефицита будет затруднено, что будет сдерживать и экономический рост в стране.

(3) Модель экономического роста Румынии, основанная на потреблении, зависит от роста зарплат. Значительный рост заработной платы в последние годы был вызван преимущественно административными мерами, а именно устойчивым ростом зарплат в государственном секторе и повышением минимального размера оплаты труда. В 2016–2018 годах заработная плата в бюджетном секторе в среднем росла более чем на 20% в год, что приблизительно в два раза выше роста зарплат в частном секторе. В результате этого разрыв между государственным и частным сектором экономики увеличивается: номинальная заработная плата в госсекторе превышает номинальную зарплату в частном секторе приблизительно на 40%. По мнению АКРА, в отсутствие существенного роста производительности труда поддерживать текущую динамику заработной платы будет затруднительно. При этом в среднесрочной перспективе очень высока вероятность существенного замедления темпов роста реальной заработной платы, поэтому доля потребления в экономическом росте снизится.

Рисунок 4. Рост зарплат по секторам в годовом исчислении, %

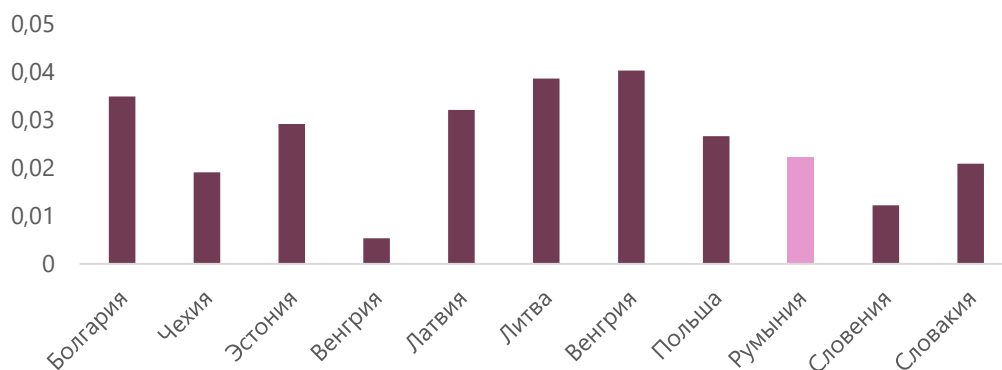


Источник: Национальный банк Румынии (НБР)

В то же время положительным фактором для роста экономики Румынии в среднесрочной перспективе будет более высокая доля фактически выделенных средств ЕС. За последние два года объем чистых бюджетных трансфертов из ЕС опустился ниже 2% ВВП. По мнению АКРА, это достаточно низкий уровень: учитывая низкий показатель ВВП на душу населения в Румынии, страна может рассчитывать на получение от ЕС более существенного объема финансирования. Принимая во внимание текущий низкий уровень фактически полученных средств из фондов ЕС (на декабрь 2019 года 34% из предусмотренных бюджетом), у Румынии есть возможность нарастить этот показатель в ближайшие годы.

Условия текущей программы финансирования в ЕС допускают использование средств до 2023 года, хотя официально программа заканчивается в 2020 году. Несмотря на то, что объем следующей программы финансирования ЕС на 2021–2027 годы, скорее всего, будет меньше в пересчете на ВВП, а цели использования средств будут в меньшей степени ориентированы на выравнивание уровня экономического развития стран и развитие регионов, Румыния вероятно сохранит право на существенную долю средств из бюджета ЕС (учитывая низкий уровень ВВП на душу населения по сравнению со средним значением в ЕС).

Рисунок 5. Средние чистые бюджетные трансферты из ЕС (% ВВП) в странах ЦВЕ ЕС, 2010–2018 годы

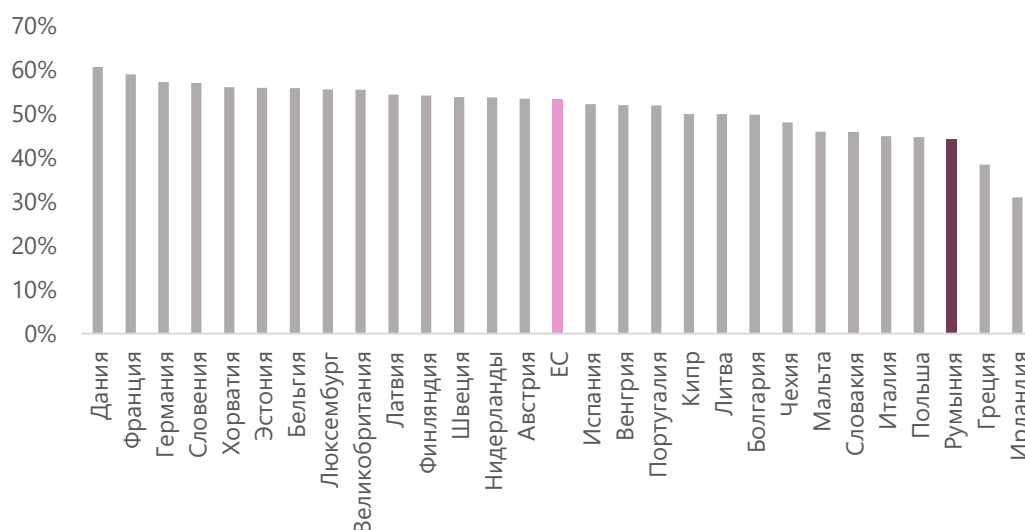


Источник: Европейская комиссия

Низкая конкурентоспособность экономики и демографические вызовы.

В долгосрочной перспективе Румынии предстоит столкнуться с вызовами в части конкурентоспособности экономики и демографии. Низкая зависимость роста зарплаты от роста производительности труда связана с невысокой долей оплаты труда в валовой добавленной стоимости (рис. 6), при этом затраты на оплату труда остаются крайне низкими в сравнении с аналогичными странами ЕС.¹ Несмотря на это АКРА не считает, что экономика страны неизбежно столкнется с существенной потерей конкурентоспособности, но для поддержания более высоких темпов роста заработной платы в долгосрочной перспективе экономике страны придется резко нарастить свой инновационный потенциал.

Рисунок 6. Доля вознаграждения сотрудников в валовой добавленной стоимости в ЕС, 2018 год



Источник: АМЕСО, АКРА

¹ 6,8 евро в час в 2018 году; среднее значение в странах ЦВЕ ЕС — 10,5 евро, а в странах ЕС-28 — 22,2 евро в час.

По меркам ЕС у Румынии низкий инновационный потенциал. В 2015–2017 годах расходы на НИОКР в стране были самыми низкими из всех стран ЕС — 0,49% от ВВП. Румыния также входит в числе аутсайдеров ЕС по качеству научных исследований (на основе Скорректированного индекса достижений в области научных исследований, AREI), по количеству патентов и занятого в НИОКР персонала в расчете на душу населения, а также количеству баллов, набранных в рамках Международной программы оценки образовательных достижений учащихся (PISA). Кроме того, свободное перемещение рабочей силы внутри ЕС стимулирует «утечку мозгов» из страны. Конкурентоспособность Румынии также сдерживается низким качеством нормативно-правовой среды; страна входит в число аутсайдеров ЕС как по рейтингу Мирового индекса конкурентоспособности, так и с точки зрения легкости ведения бизнеса. Деловой климат страны характеризуется непредсказуемостью из-за частых изменений в законодательстве. Только в налоговом кодексе за период с 2013 по 2018 год появилось 86 новых мер.

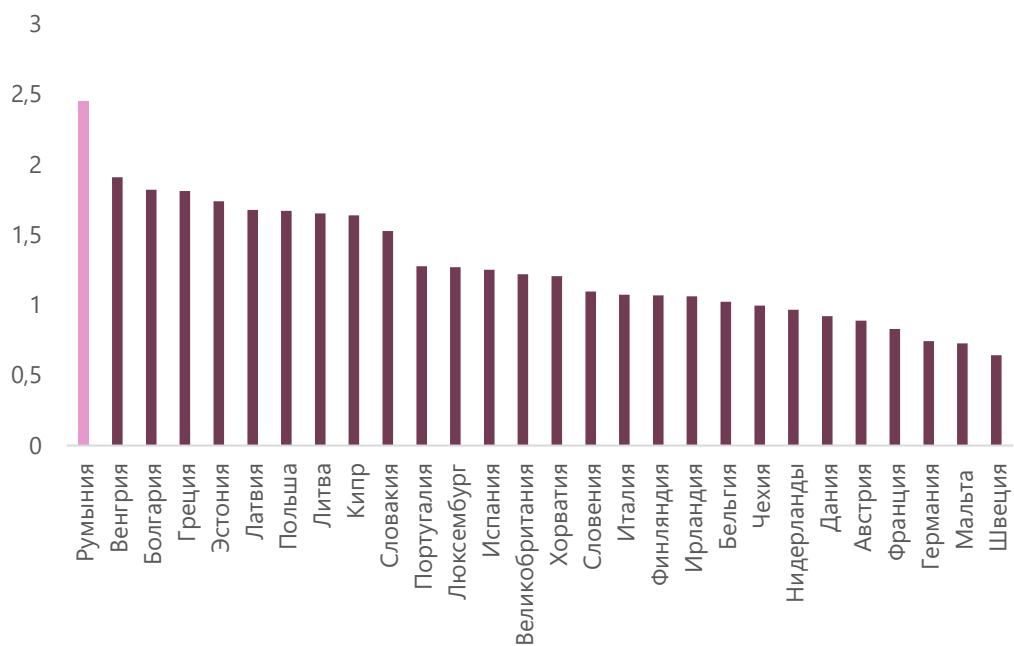
Отрицательные демографические тенденции связаны с высокой долей эмиграции среди населения и низким уровнем рождаемости. Хотя коэффициент рождаемости (1,7%) выше среднего значения в странах ЕС, это ниже уровня воспроизводства населения, который ввиду высокой эмиграции из Румынии достаточно высокий. В период с 2008 по 2017 год за счет миграционного оттока Румыния в среднем теряла 0,3% населения в год, а по показателю коэффициента миграционного притока Румыния вошла в тройку аутсайдеров в ЕС. Ожидается, что количество населения трудоспособного возраста сократится на 30% к 2060 году; это будет сдерживать рост ВВП в долгосрочной перспективе. Кроме того, в Румынии также крайне высокий уровень неравенства по сравнению с другими странами ЕС. В 2018 году коэффициент GINI составил 35,1 при среднем значении в ЕС на уровне 30. Такая ситуация предполагает сложности в продвижении по социальной лестнице, что сдерживает использование человеческого капитала.

Учитывая сказанное выше, экономический рост страны, скорее всего, существенно замедлится в долгосрочной перспективе в силу низкого инновационного потенциала, ограниченной конкурентоспособности и негативных демографических трендов. Согласно прогнозу Еврокомиссии, к 2040 году потенциальные темпы роста снизятся и не превысят 1,5%.

Инфляция близка к границе целевого диапазона. В сравнении с другими странами ЕС темпы инфляции в Румынии характеризуются высокой волатильностью. За последние десять лет среднегодовые темпы инфляции на основании гармонизированного индекса потребительских цен (НИСР) колебались в пределах от -1,1% до 6,1%. В течение этого периода показатель инфляции по ИПЦ в стране на конец года находился внутри целевого диапазона НБР четыре раза. Волатильность среднегодовой инфляции (на основе НИСР) на десятилетнем отрезке составила около 2,5% — это пока самый высокий показатель среди стран ЕС. Среди прочего такие цифры указывают на частые изменения в косвенном налогообложении и регулируемых ценах. Среднегодовые темпы инфляции (на основе НИСР) в последние десять лет при неизменных ставках налогов находились либо внутри целевого коридора, либо были близки к нему, что указывает на существенную роль частых изменений в налогообложении в волатильности темпов инфляции (рис. 8). Такая ситуация создает сложности для стабилизации инфляционных ожиданий. Хотя АКРА признает, что трудности экономики Румынии связаны с ухудшением внешней конъюнктуры, дальнейшие шаги НБР по ужесточению политики, по мнению АКРА, помогут снизить инфляционные ожидания, если темпы инфляции продолжат превышать значения целевого диапазона, а фактические темпы роста экономики — потенциальные.

В сравнении со стандартными темпами инфляции в ЕС инфляция в Румынии крайне волатильна, по большей части, из-за частых изменений в косвенном налогообложении.

Рисунок 7. Волатильность годовой инфляции за десять лет



Источники: Евростат, АКРА

Ключевая ставка НБР едва ли способствует поддержанию целевого уровня инфляции.

В 2018 году инфляция составила 4,1% — самый высокий уровень в странах ЕС. Основной вклад внес рост цен на продовольствие и энергоносители. За одиннадцать месяцев 2019 года инфляция несколько снизилась (3,9%) в основном за счет замедления роста цен на энергоносители. АКРА ожидает, что темпы инфляции в среднесрочной перспективе останутся высокими, поскольку устойчивые темпы роста заработной платы, скорее всего, приведут к росту цен в секторе услуг, не связанных с внешнеэкономической деятельностью.

Рисунок 8. Динамика среднегодовой инфляции (на базе НПСР) при текущем и постоянном уровне налогообложения

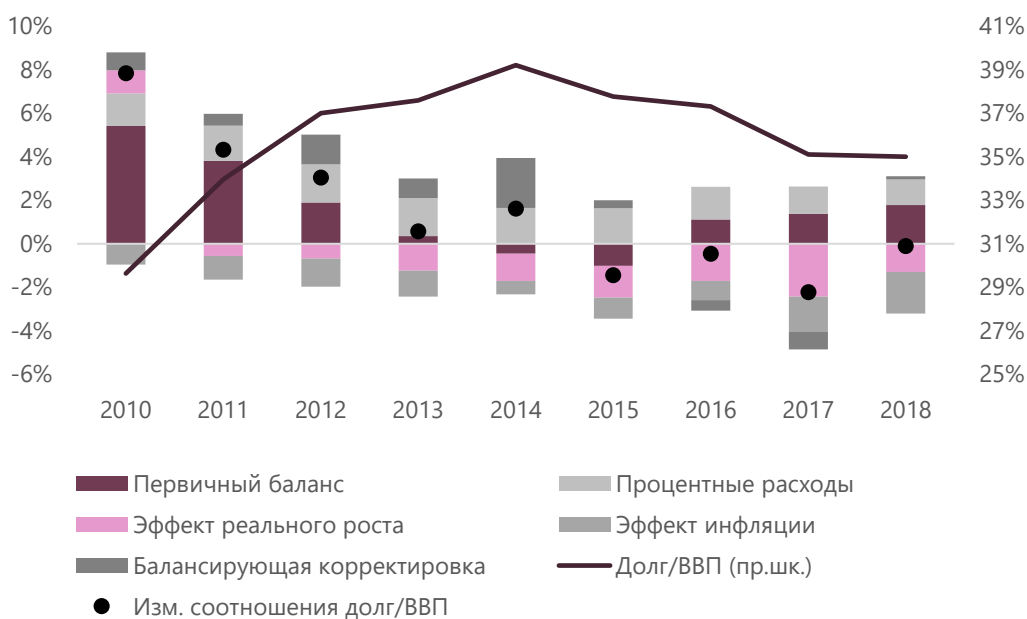


Источники: Евростат, НБР, АКРА

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ

По меркам ЕС у Румынии низкий размер долга консолидированного правительства. В 2018 году он составил 35% ВВП (109% доходов). После достигнутого в 2014 году максимального значения на уровне около 39% ВВП его снижение объясняется в основном очень высоким темпом роста номинального ВВП, среднее значение которого за период, истекший в 2015 году, составило 9%. За сильным ростом номинального ВВП скрывается ухудшение первичного сальдо бюджета, дефицит которого вырос до 1,8% ВВП в 2018-м. По размеру общего дефицита бюджета расширенного правительства, который составил 3,0% (включая процентные расходы), Румыния занимает предпоследнее место среди государств — членов ЕС.

Рисунок 9. Составляющие отношения долга к ВВП и их доли



Источник: Евростат, АКРА

Ввиду недавних законодательных мер, включая повышение зарплат в государственном секторе и пенсий, ожидается дальнейшее увеличение дефицита бюджета расширенного правительства. Согласно прогнозам МВФ и Европейской комиссии, по итогам 2019 года дефицит вырастет до 3,5%, что существенно выше как установленного правительством целевого уровня 2,8%, так и 3%, предусмотренных бюджетным правилом ЕС. Недавно правительство повысило целевое значение кассового дефицита до 4,43% ВВП. В ближайшие годы дефицит бюджета, вероятно, останется высоким, поскольку новым пенсионным законодательством предусмотрено двукратное увеличение солидарной части пенсий к 2022 году. По оценкам МВФ, доля в ВВП расходов на выплату пенсий вырастет на 3,2% к 2022 году по сравнению с их долей до введения законодательных изменений. В отсутствие дополнительных фискальных мер и в условиях замедления роста номинального ВВП отношение долга к ВВП в ближайшие годы, вероятно, стремительно вырастет. Европейская комиссия ожидает, что в течение десяти лет этот показатель превысит 60%.

Структура долга Румынии указывает на наличие определенных рисков. Ввиду небольшого размера внутреннего финансового рынка Румыния вынуждена привлекать значительные объемы внешнего финансирования. Кроме того, недавние меры по снижению взносов в рамках частной системы пенсионного обеспечения могут ограничить доступность средств внутри страны для финансирования новых долговых заимствований. Доля как внешнего, так и валютного долга близка к 50%.

Поддержку группе факторов, оценивающих государственные финансы, оказывает низкий уровень долга.

Потенциальные пенсионные обязательства предполагают рост налогово-бюджетного бремени в среднесрочной перспективе.

При этом коэффициент покрытия международными резервами долговых обязательств в иностранной валюте лишь ненамного превышает 100%. Этот показатель может опуститься ниже 100% в случае роста объема валютного долга или интервенций центрального банка на валютном рынке для поддержания национальной валюты. С другой стороны, график погашения государственного долга снижает эти риски. Средний срок до погашения долга расширенного правительства, который в октябре 2019 года составлял 6,9 года, является самым продолжительным среди стран ЦВЕ ЕС, не входящих в еврозону.

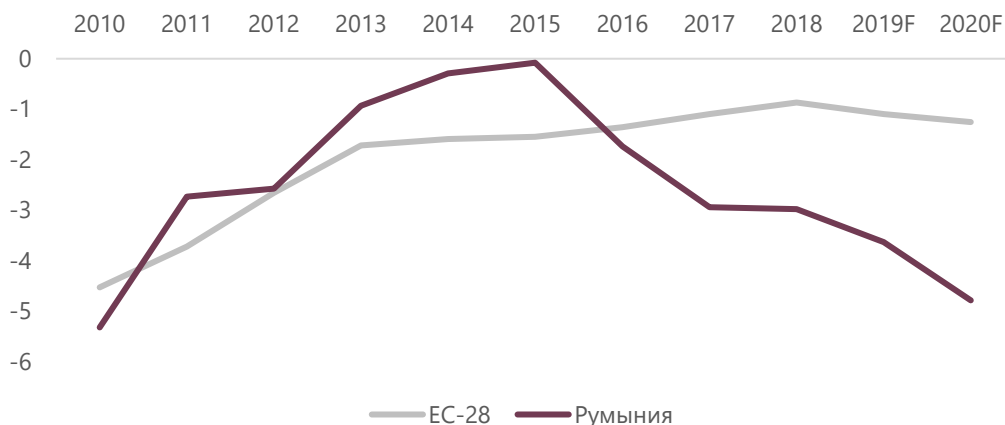
Таблица 1. Связанные с долгом риски в странах ЦВЕ ЕС, не входящих в еврозону (с 2018 года)

	Доля внешнего долга	Доля валютного долга	Средний срок до погашения (годы)	Покрытие валютного долга резервами
Румыния	47,8%	50,4%	6,9	113%
Болгария	44,4%	81,7%	6,2	243%
Чешская Республика	40,1%	12,0%	6,2	1619%
Хорватия	36,7%	75,1%	4,1	69%
Венгрия	36,5%	22,8%	4,0	136%
Польша	50,2%	31,0%	4,9	142%

Источник: Евростат, ЕЦБ (методология ЕС)

АКРА оценивает фискальную систему Румынии как слабую. Несмотря на наличие набора бюджетных правил, механизмы применения санкций недостаточно развиты, и в последние годы правительство их не соблюдало. Согласно закону о сбалансированности бюджета, структурный дефицит не должен превышать 1% ВВП, в противном случае должны быть созданы соответствующие механизмы, способствующие достижению этого целевого показателя. Фактически структурный баланс ухудшался с -0,1% от потенциального ВВП в 2015-м до -2,7% в 2018-м, и Европейская комиссия ожидает, что эта тенденция сохранится в ближайшие годы. Принимая во внимание наблюдавшийся в последние годы устойчивый экономический рост, фискальная политика страны является строго проциклической, что препятствует созданию финансовой подушки на случай спадов в экономическом цикле. Долговыми правилами предусматривается, что отношение долга к ВВП не должно превышать 60% ВВП. И хотя Румыния соблюдает это правило, его действенность еще не была проверена на практике ввиду относительно низкого уровня долга.

Рисунок 10. Структура бюджетного баланса Румынии и 28 стран ЕС, с учетом прогноза Европейской комиссии (% от потенциального ВВП)



Источники: АМЕСО

Ухудшение гибкости бюджета обусловлено ростом заработной платы и пенсионных выплат. Доля заработной платы, социальных трансфертов и процентных выплат в объеме общих доходов выросла с 60% в 2014–2015 годах до 74% в 2018 году. Это можно частично объяснить низким уровнем фактически предоставленных средств из фондов ЕС в 2017–2018 годах, что привело к снижению государственных доходов. Вместе с тем по этому показателю Румыния занимает седьмое место среди стран ЕС и первое — среди стран ЦВЕ ЕС. Эта доля, вероятно, продолжит расти вследствие увеличения пенсий и продолжающегося роста заработной платы в государственном секторе. Гибкость бюджета также ограничивается высокой волатильностью доходов государственного сектора. За последние пять лет отношение волатильности доходов к ВВП составило 1,65% — это третий по величине показатель в странах ЕС.

Румыния располагает возможностями по повышению гибкости бюджета за счет повышения налогов. В 2018 году отношение налогов к ВВП составило 27,1% (предпоследнее место в ЕС), тогда как средний показатель по ЕС составил 40,3%. Однако возможности увеличения доходов ограничиваются проблемами в сфере собираемости налогов. Согласно последнему отчету ЕС о собираемости НДС, разница между фактическими и расчетными доходами от НДС в 2017 году оценивалась в 35,5%, что является самым высоким показателем в ЕС (в среднем в ЕС 11,2%). Недополученные доходы Румынии составили 6,4 млрд евро (3,4% ВВП).

Условные обязательства в основном приходятся на финансовый сектор. В 2017 году доля обязательств нефинансового сектора, сформированная по большей части государственными гарантиями и обязательствами государственных предприятий, составила 5% ВВП (предпоследнее место в ЕС). АКРА отмечает, что более 40% обязательств госпредприятий приходилось на убыточные предприятия, которые могут более остро нуждаться в государственной поддержке. В то же время, доля их обязательств составила всего 1,16% ВВП, т. е. была ниже среднего по ЕС уровня.

Несмотря на стабильные показатели, в румынском банковском секторе, по мнению АКРА, существуют определенные риски.

(1) В банковской системе наблюдаются признаки умеренной евроизации. Около трети кредитов и депозитов номинированы в иностранных валютах (в основном в евро), что обуславливает наличие валютного риска.

(2) Доля государственных облигаций в активах банковского сектора довольно высока (свыше 21%, второе место в ЕС), в результате чего расширение спреда по государственным облигациям может оказать негативное влияние на банковскую систему.

(3) Недавние изменения в законодательстве (например, привязка ставки налогообложения банковских активов к темпам роста кредитования, введение новой базовой ставки для потребительских кредитов) могут привести к снижению качества заемщиков и отрицательно сказаться на рентабельности банков.

С другой стороны, по мнению АКРА, риски финансового сектора компенсируются приведенными ниже факторами.

(1) Показатели банковского сектора страны превышают невзвешенные средние показатели в странах ЕС. Банки Румынии демонстрируют очень высокую рентабельность. В 2018 году они занимали второе место в ЕС по рентабельности капитала.

Таблица 2. Сравнение показателей банковского сектора Румынии и усредненных показателей ЕС

	Норматив базового капитала	Соотношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам	Соотношение собственных средств к заемным	Рентабельность капитала	Доля просроченной задолженности	Норматив резервирования под обесценение ссудной задолженности
Румыния	17,2	50,9	8,9	13,6	4,1	83,2
Невзвешенное среднее (по странам ЕС)	17,1	40,8	12,3	8,1	4,9	57,7
Срок	1 кв. 2019	2 кв. 2019	1 кв. 2019	2018	1 кв. 2019	1 кв. 2019

Источник: ЕЦБ, АКРА

(2) Общий объем кредитов, выданных в Румынии частному нефинансовому сектору экономики, самый низкий в ЕС. Во втором квартале 2019 года он составил всего 48,2% ВВП (из них 15,7% ВВП приходилось на потребительские кредиты и 32,5% ВВП — на нефинансовые компании). Кроме того, наблюдается положительная динамика выдачи кредитов: указанное соотношение неуклонно снижается с 2012 года, что указывает на невысокий риск образования «кредитного пузыря».

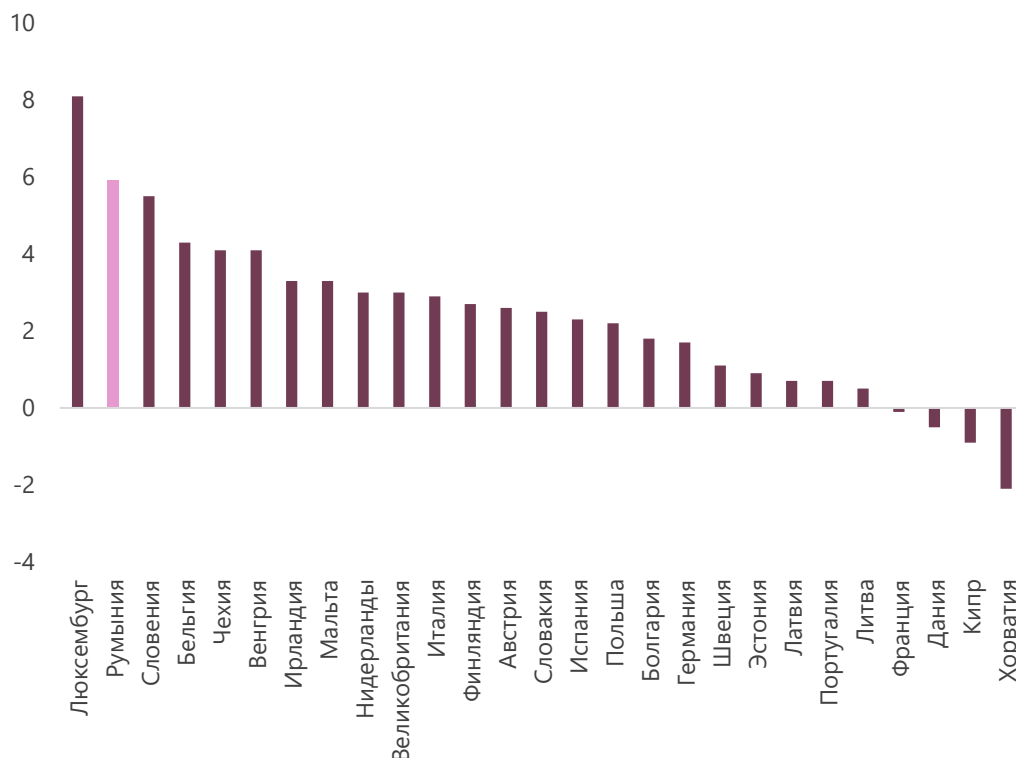
(3) Национальный банк Румынии принимает меры по ограничению кредитования заемщиков с низким доходом путем установления максимальной долговой нагрузки в размере 40% чистого дохода в национальной валюте и 20% в иностранной валюте.

(4) Финансовый сектор Румынии демонстрировал высокую устойчивость в период финансового кризиса. Несмотря на резкое увеличение объема проблемных кредитов, Румыния оказалась в числе немногих стран ЕС, которым не пришлось предоставлять прямую поддержку своему финансовому сектору. Это стало возможным благодаря тому, что значительная доля в капитале банков принадлежит иностранным организациям (75% активов банковского сектора принадлежит банкам с иностранным участием).

Учитывая вышеизложенное, АКРА оценивает уровень рисков условных обязательств для государственного финансового сектора Румынии как ограниченный.

В долгосрочной перспективе показатели устойчивости госдолга могут ухудшиться не только в связи с текущим состоянием государственных финансов, способствующим росту отношения долга к ВВП при отсутствии каких-либо изменений в проводимой политике, но и в результате роста расходов, связанных со старением населения. Согласно оценкам Европейской комиссии, к 2060 году рост расходов на выплату пенсий, здравоохранение и долгосрочный уход превысит 3% ВВП, поэтому в долгосрочной перспективе с целью стабилизации отношения долга к ВВП Румынии придется провести единовременную бюджетную консолидацию в размере 5,9% ВВП, что является вторым по величине показателем в ЕС. Весьма вероятно, что недавно принятые меры, в том числе масштабное повышение пенсий, приведут к еще большему росту этого показателя. Промедление в решении этих проблем может привести к ухудшению кредитоспособности Румынии.

Рисунок 11. Значения S2, установленного Европейской комиссией (первичные и постоянные фискальные меры, необходимые для стабилизации отношения долг/ВВП в долгосрочной перспективе), 2018 год



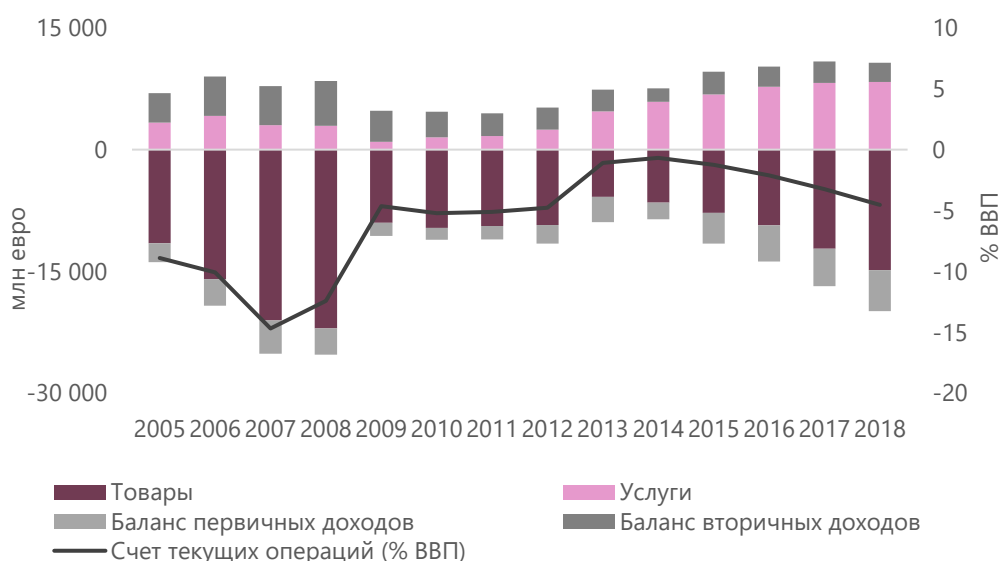
Источник: Европейская комиссия

ВНЕШНЯЯ ПОЗИЦИЯ

На фоне ухудшения баланса торговли товарами дефицит текущего счета существенно вырос после 2014 года, когда он находился практически в равновесном состоянии. В 2018 году дефицит счета текущих операций достиг 4,4% ВВП — одного из самых высоких значений в ЕС (наряду с Кипром). Прогнозируется, что в 2019 году дефицит продолжит расти и превысит 5% на фоне высокого уровня внутреннего потребления (чему способствуют меры налогового стимулирования) и замедления роста объемов экспорта в связи с ухудшением внешнеэкономической конъюнктуры. Рост дефицита счета текущих операций на фоне замедления роста экономики может привести к обесценению национальной валюты. При этом темп снижения ее курса к евро за последние десять лет стал вторыми по величине из стран ЦВЕ ЕС. Обесценение национальной валюты, которое может стать результатом финансового кризиса или дальнейшего углубления двойного дефицита, может увеличить долговую нагрузку правительства и отраслей экономики в силу высокой доли валютного долга в общем объеме задолженности и недостаточности его покрытия.

Структура дефицита торгового баланса указывает на то, что почти весь его рост был связан с потребительскими товарами, а потребление росло за счет увеличения внешних обязательств. Устойчивость такой ситуации определяется готовностью внешних игроков финансировать дефицит счета текущих операций, однако в случае резкого ухудшения финансовых условий на мировых рынках (как это произошло в 2009 году) или дальнейшего роста дисбалансов внутри страны их готовность может существенно снизиться.

Рисунок 12. Основные компоненты счета текущих операций Румынии



Источник: НБР

Дефицит счета текущих операций в основном финансируется за счет прямых иностранных инвестиций (ПИИ) и профицита счета операций с капиталом связанных с трансфертами из ЕС. За последние пять лет среднее значение чистых ПИИ составило 2,3% ВВП, а профицит счета движения капитала составил 2% ВВП. Доля портфельных инвестиций (государственных облигаций в основном) относительно низкая (в среднем 1,1% ВВП), что снижает риски внезапного оттока капитала. Кроме того, поддержку сальдо счета текущих операций оказывает сектор услуг, объем чистого экспорта которого вырос до 4,1% ВВП, а также частные денежные переводы, общий размер которых в 2018 году составил 2% ВВП.

Соотношение внешнего долга к ВВП в последние несколько лет снижается в силу стагнации размера внешнего долга и устойчивых темпов роста ВВП. Значение этого показателя снизилось с 77,5% ВВП на пике во втором квартале 2011-го до 50% во втором квартале 2018го (очень низкий уровень по меркам стран ЕС). В связи с ограниченным доступом Румынии к внешнему финансированию в национальной валюте рефинансирование внешнего долга будет нести в себе валютные риски для страны. Доля иностранной валюты в объеме внешнего долга во втором квартале 2019 года составила 85% — это третье значение этого показателя из стран ЦВЕ ЕС, не входящих в еврозону. Покрытие валютного долга резервами низкое — 42% по состоянию на второй квартал 2019 года. Покрытие международными резервами той части внешнего долга, который предстоит погасить в ближайшие 12 месяцев, во втором квартале 2019 года составило около 80%. Исходя из того, что валютная структура подлежащей погашению части внешнего долга соответствует структуре общего внешнего долга, покрытие резервами валютной составляющей внешнего долга и процентов по нему, подлежащих выплате в течение одного года, — менее 100%. В связи с этим внешняя позиция Румынии подвержена риску рефинансирования в случае резкого изменения настроений инвесторов в отношении активов страны.

Структура внешнего долга способствует минимизации этого риска. Более 30% долга приходится на внутригрупповое кредитование, что рассматривается АКРА как стабильный источник финансирования. На консолидированное правительство приходится почти 40% внешнего долга с относительно длинным сроком до погашения, а еще 30% — это долг банков и компаний частного нефинансового сектора, которые больше подвержены риску рефинансирования.

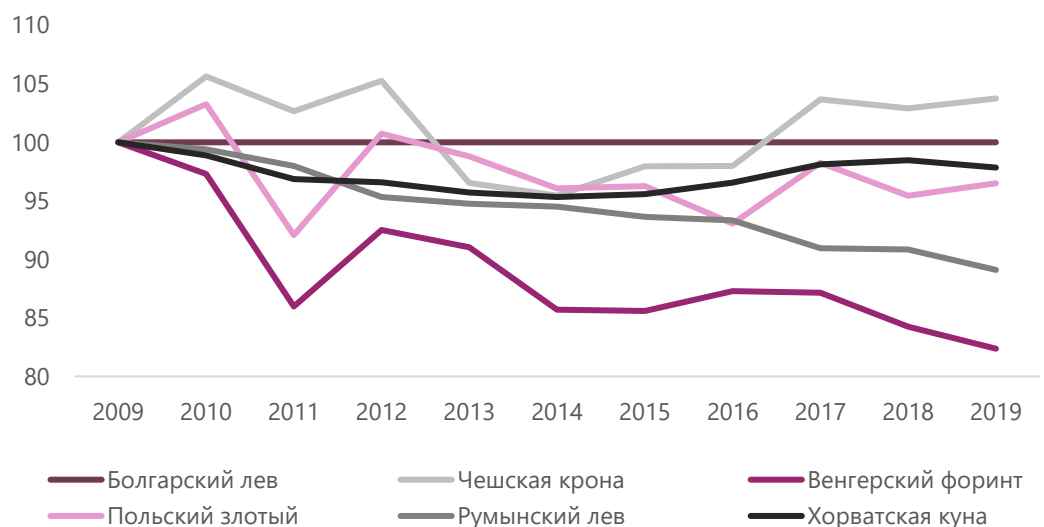
Таблица 3. Риски, связанные с внешним долгом Румынии и стран ЦВЕ ЕС, не входящих в еврозону (второй квартал 2019 года)

	Внешний долг, % ВВП	Внешний долг в иностранной валюте, (% от общего долга)	Резервы (% валютной части внешнего долга)	Внешний долг частных нефинансовых компаний за вычетом прямых инвестиций (% общего долга)	Чистая международная инвестиционная позиция (% ВВП)
Румыния	50,0%	84,9%	41,1%	31,4%	-45,1%
Болгария	63,7%	96,7%	75,4%	44,1%	-31,8%
Хорватия	84,7%	94,1%	47,4%	47,6%	-57,3%
Венгрия	101,8%	76,3%	25,2%	26,8%	-49,0%
Чешская Республика	80,0%	49,2%	153,6%	59,7%	-20,6%
Польша	60,8%	62,3%	54,1%	35,8%	-52,8%

Источник: Евростат, ЕЦБ, Всемирный банк, АКРА

Румынский лев медленно обесценивается к евро. В последние 10 лет курс национальной валюты Румынии к евро медленно снижался, в среднем на 1,1% в год. Это второй по скорости темп девальвации национальной валюты к евро из всех стран ЦВЕ ЕС за последние десять лет. По мнению АКРА, в среднесрочной перспективе эта тенденция сохранится в силу наличия двойного дефицита, высокой инфляции и ожидающегося замедления экономического роста.

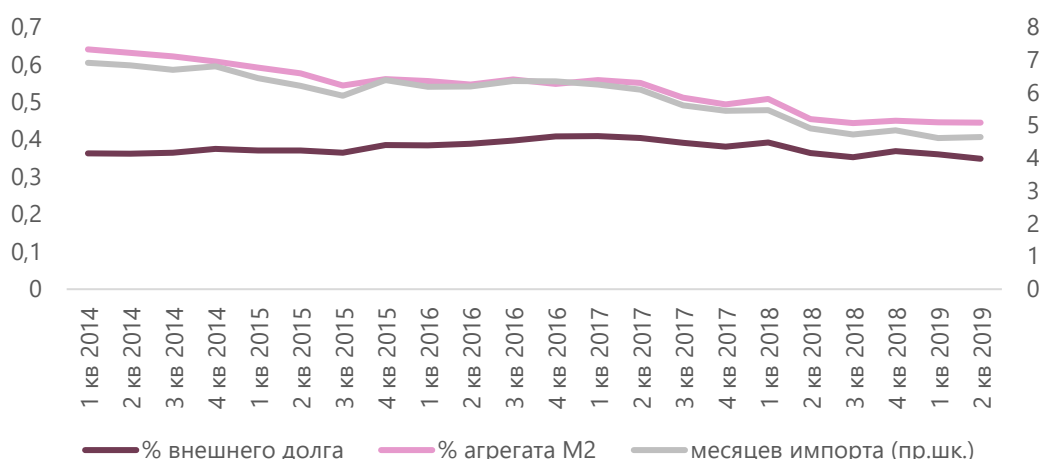
Рисунок 13. Изменение курса национальных валют стран ЦВЕ ЕС к евро (31.12.2019 = 100)



Источник: ЕЦБ, АКРА

За вычетом краткосрочного долга коэффициент покрытия долга резервами находится на адекватном уровне (несмотря на стагнацию объема резервов). Уровень покрытия резервами снижается на фоне стагнации объема резервов и роста экономики Румынии. В настоящее время резервы покрывают 35% внешнего долга, 4,6 месяцев импорта и 47% денежного агрегата М2. Но несмотря на такое снижение уровень покрытия резервами в Румынии соответствует средним показателям в других странах ЦВЕ ЕС, а АКРА оценивает его как адекватный, кроме вышеуказанного коэффициента покрытия краткосрочного долга.

Рисунок 14. Покрытие резервами

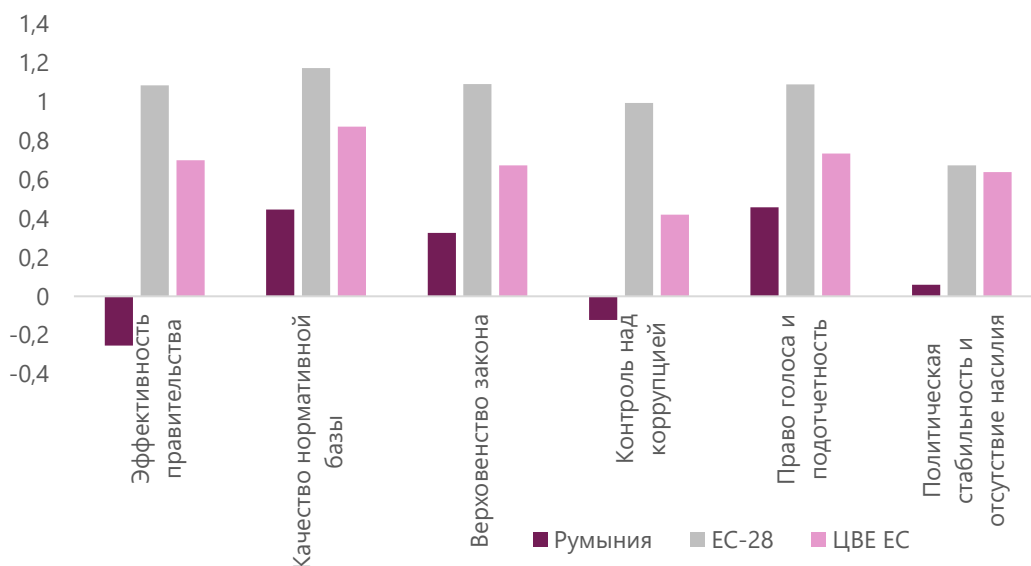


Источник: ЕЦБ, Евростат, НБР, АКРА

ИНСТИТУТЫ

Согласно индикаторам оценки государственного управления (Worldwide Governance Indicators), оценка Румынии находится чуть выше среднего мирового уровня и ниже, чем у всех остальных стран ЕС. Отставание Румынии — особенно по таким показателям, как эффективность правительства и контроль над коррупцией — может быть сопряжено с относительно высоким стремлением к рентоориентированному поведению и неэффективным распределением ресурсов в экономике, что может негативно сказываться на темпах экономического роста. На эффективности правительства Румынии, оценка которой была самой низкой из всех стран ЕС, сказывается законодательная неопределенность, выраженная в частом изменении законов без проведения полноценных консультаций с заинтересованными сторонами или оценки влияния таких изменений. Неэффективность бюрократических процедур была упомянута в Индексе глобальной конкурентоспособности ВЭФ в качестве второго из наиболее проблемных факторов в ведении бизнеса. Коррупция заняла пятое место в списке — в числе препятствий ее назвали 11,7% респондентов.

Рисунок 15. Индикаторы оценки государственного управления Румынии (среднее мировое значение = 0)



Источник: Всемирный банк, АКРА (данные за 2018 год)

По показателю политической стабильности у Румынии предпоследний результат из всех стран ЕС. Такая оценка объясняется частой сменой правительства страны и сильным разделением электората. Эти факторы привели к массовым протестам против законодательных инициатив, предусматривающих освобождение от наказания нарушивших закон политических деятелей (что также указывает на низкую оценку по показателю Верховенство закона). С 2015 года в Румынии сменилось шесть премьер-министров и еще три временно исполняющих обязанности. Последняя смена во власти произошла в начале ноября 2019 года, когда парламент утвердил новое правительство под руководством центристской Национальной либеральной партии после того, как предыдущему составу правительства, сформированному Социал-демократической партией, в октябре был вынесен вотум недоверия. Новое правительство взяло курс на бюджетную консолидацию и институциональную реформу. Тем не менее, реалистичность этих планов остается под вопросом, поскольку данный состав правительства является правительством меньшинства и зависит от поддержки нескольких партий, а следующие выборы состоятся уже через год.

У Румынии также самые низкие из стран ЕС показатели в рассчитываемом АКРА индексе человеческого капитала, в котором учитываются среднее количество лет школьного образования, смертность взрослого населения и ожидаемая продолжительность жизни при рождении. Значение этих показателей указывает на значительное недоиспользование человеческого капитала — неотъемлемой составляющей экономического роста. Невысокий балл Румынии в данном индексе также подтверждается другими статистическими данными. Из всех стран ЕС у Румынии самый высокий уровень смертности от излечимых и предотвратимых заболеваний (207,7 случаев на 100 000 жителей в 2016 году), второе место по доле населения под угрозой бедности и социальной изоляции (35,7% в 2017 году) и третье место в ЕС по доле учащихся, не закончивших учебу (16,4% в 2018 году).

Приложение 1. Сравнительный анализ Румынии по группе сопоставимых стран

Сравнение макроэкономических и институциональных показателей по итогам 2018 года

		Словакия	Чешская Республика	Венгрия	Польша	Румыния	Болгария
Макроэкономика	ВВП на душу населения (долл. США)	35 130	37 371	31 903	31 939	26 447	23 156
	Реальный рост ВВП (%)	4,0	3,0	5,1	5,1	4,0	3,1
	ИПЦ (% год к году)	2,5	2,0	2,9	1,2	4,1	2,6
	Открытость экономики (% ВВП)	190,2	150,4	165,5	107,8	86,5	129,2
	Безработица *	5,6	2,1	3,4	3,2	4,0	4,1
Государственные финансы	Долг консолидированного правительства (% ВВП)	49,4	32,6	70,2	48,9	35,0	22,3
	Внешний долг консолидированного правительства (% ВВП)	28,3	13,0	25,3	24,3	16,7	9,9
	Бюджетный баланс консолидированного правительства (% ВВП)	-1,1	1,1	-2,3	-0,2	-3,0	1,8
Внешняя позиция	Счет текущих операций (% ВВП)	-2,6	0,3	-0,5	-1,0	-4,4	5,4
	Сальдо первичных доходов (% ВВП)	-2,0	-5,3	-3,9	-4,1	-1,9	-1,2
	Доля краткосрочного внешнего долга в общем объеме внешнего долга (%)	41,7	49,2	9,8	14,1	14,2	13,8
	Внешний долг (% ВВП)	113,6	81,5	99,9	63,4	49,2	65,6
	Индекс диверсификации экспорта ***	0,48	0,43	0,41	0,40	0,45	0,45
Институты	Политическая стабильность и отсутствие насилия	0,75	1,04	0,76	0,55	0,06	0,42
	Эффективность правительства	0,71	0,92	0,49	0,66	-0,25	0,27
	Верховенство закона	0,53	1,05	0,56	0,43	0,33	-0,03

* 3 кв. 2019 года после поправки на сезонность.

** По первоначальному сроку погашения за вычетом прямых инвестиций.

*** Варьируется от 0 (слабые различия) до 1 (сильные различия) — показывает степень различий между структурой торговли страны и средним мировым значением.

** Диапазон оценки эффективности: приблизительно от -2,5 (низкая) до 2,5 (высокая).

Источник: Евростат, ЕЦБ, МВФ, Всемирный банк, UNCTAD

Приложение 2. Основные индикаторы

Платежный баланс, млрд евро

	2015	2016	2017	2018
Торговый баланс	-7,8	-9,3	-12,2	-14,8
Экспорт товаров	49,1	52,2	57,2	61,8
Импорт товаров	56,9	61,5	69,4	76,6
Баланс услуг	6,8	7,9	8,2	8,4
Экспорт товаров	17,2	18,9	21,7	23,8
Импорт товаров	10,4	11,0	13,5	15,4
Баланс доходов	0,0	-0,9	-1,2	-2,5
Доходы к получению	10,1	10,1	9,8	9,7
Доходы к выплате	10,1	11,0	11,0	12,2
Счет текущих операций	-0,9	-2,4	-5,2	-9,0
Счет текущих операций, % от ВВП	-0,6	-1,4	-2,8	-4,4
Золотовалютные резервы, на конец периода	35,5	37,9	37,1	36,8

Источник: НБР, Евростат

Международная инвестиционная позиция (активы и пассивы), млн евро

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Внешний долг	98 069	94 744	92 068	92 910	97 361	99 841
долгосрочный	89%	89%	87%	87%	87%	86%
краткосрочный (до года)	11%	11%	13%	13%	13%	14%
Внешние обязательства	98 069	94 744	92 068	92 910	97 361	99 841
Суверенный эмитент, включая	35 686	35 238	32 938	33 696	34 937	36 147
монетарные власти	5 820	2 598	1 559	1 258	1 172	1 199
расширенное правительство	29 865	32 641	31 379	32 439	33 765	34 948
Банки	19 031	16 231	14 320	11 162	9 938	9 038
Прочие отрасли	43 352	43 275	44 807	48 052	52 486	54 655
<i>в т. ч. внутрикорпоративные кредиты</i>	20 326	19 253	22 062	26 091	29 199	31 655
Внешние активы, кроме акций *	50 057	53 628	52 493	60 164	62 289	66 258
Суверенный эмитент, включая	37 138	37 403	37 570	41 300	41 543	41 965
международные золотовалютные резервы	35 435	35 506	35 485	37 905	37 107	36 800
прочие внешние активы	1 703	1 897	2 085	3 395	4 436	5 165
Банки	2 152	3 489	4 346	5 205	6 024	7 338
Прочие отрасли **	10 767	12 736	10 578	13 659	14 722	16 954
Чистый долг	-48 012	-41 116	-39 575	-32 746	-35 071	-33 583
Суверенный эмитент	1 452	2 164	4 632	7 604	6 606	5 818
Банки	-16 879	-12 742	-9 974	-5 956	-3 914	-1 700
Прочие отрасли	-32 585	-30 539	-34 229	-34 393	-37 763	-37 701
Международная инвестиционная позиция (нетто),% ВВП	-62	-57	-54	-48	-47	-44
Внешний долг, % ВВП	68	63	57	55	52	49

Источник: НБР, ВМФ

Бюджетные показатели, % ВВП

Расширенное правительство	2015	2016	2017	2018
Доходы	35,5	31,9	30,9	32,3
Расходы	36,1	34,5	33,6	35,2
из них расходы на обслуживание долга	1,6	1,5	1,3	1,2
Первичный бюджетный баланс	1,0	-1,1	-1,4	-1,8
Общий бюджетный баланс	-0,6	-2,6	-2,6	-3,0
Долг расширенного правительства	37,8	37,3	35,1	35,0
% доходов	106,4	116,9	113,4	108,5
Центральное правительство				
Доходы	25,1	22,2	20,8	20,8
Расходы	26,7	25,1	23,7	24,1
из них расходы на обслуживание долга	1,6	1,4	1,2	1,1
Первичный бюджетный баланс	0,0	-1,5	-1,8	-2,1
Общий бюджетный баланс	-1,6	-2,9	-3,0	-3,3
Долг центрального правительства	37,4	37,6	35,8	35,9
% доходов	149,1	169,3	172,2	172,4
Примечание: номинальный ВВП, млрд евро	160,3	170,4	187,8	202,9

Источник: Евростат

Рейтинговая история

Отсутствует.

Регуляторное раскрытие

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

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

Суверенные кредитные рейтинги были присвоены на основании публичных данных, информации из открытых источников, а также баз данных АКРА. Суверенные кредитные рейтинги являются незапрошенными. Суверенный эмитент не принимал участия в процессе присвоения кредитного рейтинга.

АКРА не оказывало суверенному правительству Румынии дополнительных услуг. Конфликты интересов в рамках процесса присвоения суверенных кредитных рейтингов выявлены не были.

(С) 2020

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Садовническая набережная, д. 75
www.acra-ratings.ru

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 предоставленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

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

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

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его 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.