

20 мая 2020

Ведущие аналитики:

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

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

Обоснование кредитного рейтинга

АКРА отозвало долгосрочные кредитные рейтинги Венгрии на уровне ВВВ, краткосрочные — на уровне S2, прогноз «Негативный», с одновременным их подтверждением

АКРА отозвало следующие кредитные рейтинги Правительства Венгрии (далее — Венгрия или страна) по международной шкале с одновременным их подтверждением:

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

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

Кредитные рейтинги являются незапрошенными. АКРА приняло решение об их отзыве по бизнес-соображениям.

Суверенный кредитный рейтинг Венгрии на уровне ВВВ обусловлен исторически высокими темпами роста ВВП, которые могут резко снизиться в краткосрочной перспективе, существенным сокращением валютных рисков (хотя они остаются относительно высокими по сравнению с другими странами Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ)) и сбалансированностью фундаментальных показателей банковского сектора. Сдерживающими рейтинг факторами являются слабая бюджетная позиция страны и повышенная потребность в финансировании, высокий уровень долга расширенного правительства, а также ограниченный экономический потенциал. Кроме того, сдерживающее влияние на рейтинг оказывают относительно слабые институциональные факторы.

После роста ВВП в 2019 году на 4,9% экономика Венгрии, чей показатель ВВП на душу населения по паритету покупательной способности (ППС) составляет 70% от среднего значения в ЕС, перейдет в 2020 году в глубокую рецессию. По прогнозам АКРА, снижение ВВП страны ожидается в диапазоне 6,5–10%. По мнению АКРА, экономика Венгрии серьезно пострадает в текущем году из-за ее открытости и зависимости от стран еврозоны, которые выступают ее основными торговыми партнерами (в особенности Германия). При среднем соотношении экспорта и импорта к ВВП на уровне 90,8% в 2019 году экономика Венгрии является одной из самых открытых в ЦВЕ. Согласно последнему прогнозу МВФ, ВВП стран еврозоны может упасть на 7,5% в 2020 году, а ВВП Германии — на 7%. Временная остановка в стране работы автопроизводителей, которые лишь недавно возобновили производство, оказала серьезное негативное влияние на экономику, доминирующую роль в которой играет производственный сектор и особенно автомобилестроение. В 2019 году доля производственного сектора в валовой добавленной стоимости (ВДС) страны составила 21,6%.

Фактором, несколько сглаживающим эффект от экономического спада, является чуть более низкая, чем в других странах ЦВЕ, доля малых и средних предприятий в структуре ВВП. В 2019 году в этом сегменте экономики были заняты 68,9% всех работников (среднее значение в ЦВЕ — 72,5%), а его доля в НДС по факторным издержкам составила 53,9% (при среднем значении в ЦВЕ на уровне 61,8%). Этот сектор больше всех пострадал от карантинных мер, введенных из-за пандемии коронавируса. Важным нивелирующим фактором является широкий диапазон антикризисных мер, принятых центральным банком Венгрии (Венгерский национальный банк, ВНБ) и правительством страны, общий размер которых составляет 20% ВВП.

АКРА считает, что в средне- и долгосрочной перспективе восстановлению экономики Венгрии будут препятствовать неблагоприятная демографическая ситуация, ожидаемое снижение финансирования со стороны ЕС и более низкая доля расходов на НИОКР в ВВП, чем в среднем в ЕС. Что касается автомобильной индустрии, то в долгосрочной перспективе помимо кризиса ей предстоит столкнуться с такими вызовами, как распространение электромобилей, развитие экономики совместного пользования и появление беспилотных машин.

Проводимая ВНБ политика была одной из самых мягких из всех стран ЦВЕ: ключевая ставка оставалась на уровне 0,9% с 2016 года до настоящего времени. В ответ на кризис ВНБ принял ряд традиционных и нетрадиционных мер. ВНБ одновременно предоставляет ликвидность и пытается избежать обесценения национальной валюты. Среди мер по увеличению объема ликвидности — расширение списка объектов залога, программа покупки государственных и ипотечных облигаций (что поддержит средне- и долгосрочные доходности на низком уровне), а также перезапуск программы кредитования в рамках схемы стимулирования роста. Для снижения объема ликвидности в национальной валюте ВНБ запустил недельные депозитные аукционы, повысил ставки по залоговым кредитам с 0,9 до 1,85% и проводит операции «валютный своп», предоставляя иностранную валюту в обмен на национальную. ВНБ не исключает возможности повышения ключевой ставки, а также объявил об отмене нормативов буфера капитала для системно значимых банков.

Существуют риски сохранения устойчивости системы государственных финансов Венгрии в условиях шока, вызванного пандемией. По состоянию на конец 2019 года отношение госдолга Венгрии к ВВП составило 66,8% (один из самых высоких показателей в ЦВЕ), что указывает на меньшее пространство для фискального маневра в сравнении со другими странами региона. По оценкам АКРА, к концу 2020 года отношение долга расширенного правительства к ВВП вырастет.

Согласно оценкам правительства, в 2020 году дефицит бюджета расширенного правительства увеличится до 2,7% ВВП при изначально запланированном дефиците на уровне 1% ВВП. По мнению АКРА, дефицит бюджета в 2020 году может быть больше из-за более сильного падения ВВП, чем прогнозирует правительство (3% ВВП), и превалирования в пакете помощи мер, которые непосредственно влияют на уровень дефицита бюджета в текущем году.

В состав фискального пакета входят меры, которые непосредственно скажутся на балансе бюджета. В их числе, например, компенсация 70% зарплаты сотрудникам пострадавших от коронавируса компаний, возобновление выплаты 13-й пенсии в году, субсидирование кредитов в размере 4,3% ВВП (2 трлн венгерских форинтов), поддержка туристической отрасли в размере 1,3% ВВП (600 млрд форинтов) и поддержка инвестиций в размере 1% ВВП (450 млрд форинтов). Сопоставимое воздействие на бюджет могут оказать и налоговые льготы. Объем государственных гарантий составил лишь 1,1% ВВП, а эффект от них с точки зрения дефицита бюджета в текущем году, вероятно, будет ограниченным. Среди мер, способных снизить потребности правительства в финансировании долга, — введение единовременного налога на банки и налогов в отношении розничных компаний-нерезидентов.

Рост потребностей в финансировании усугубляется краткосрочностью государственного долга Венгрии. До начала кризиса валовые потребности в финансировании в 2020 году составляли 15% ВВП. В прошлые годы правительство во-многом полагалось на население, которое финансировало государство по ставкам, превышавшим рыночные. С момента начала кризиса спрос со стороны населения снизился, основными покупателями госдолга стали институциональные инвесторы, а их способность наращивать спрос будет зависеть от присутствия ВНБ

на вторичном рынке. По мнению АКРА, риск рефинансирования вырастет, поскольку для финансирования дефицита бюджета правительство предпочитает размещать кратко- и среднесрочный долг.

Высокая доля облигаций с плавающей ставкой (около 16% национального долга) в структуре госдолга Венгрии также подвергает правительство процентному риску, особенно учитывая текущую волатильность на рынке. Реализация процентного риска может привести к росту коэффициента обслуживания долга, который и так находится на высоком уровне (5,2% доходов бюджета в 2019 году).

На фоне кризиса банковскому сектору страны предстоит пройти проверку на прочность. До начала кризисных явлений банковская отрасль демонстрировала стабильные фундаментальные показатели. Банки Венгрии обладали достаточным капиталом, демонстрировали низкий уровень просроченных кредитов и выполняли необходимые требования к уровню ликвидности. За счет снижения валютных рисков банков и превышения их валютных активов над пассивами банковский сектор был нетто-кредитором. Однако внезапная остановка экономической активности в связи с пандемией может привести к снижению доходов населения и росту безработицы. Эти факторы негативно отразятся на способности граждан погашать долги, что будет способствовать наращиванию просроченной задолженности

Внешняя позиция Венгрии вызывает некоторую обеспокоенность: по состоянию на конец 2019 года объем внешнего долга страны был одним из самых высоких в ЦВЕ (95,3% ВВП). В краткосрочной перспективе уязвимость Венгрии к воздействию внешних шоков будет невысокой благодаря покрытию валютного долга к погашению в 2020 году резервами на 155%, однако в долгосрочной перспективе проблема покрытия внешнего долга резервами останется актуальной. По итогам 2019 года золотовалютные резервы страны покрывали лишь 20,1% внешнего долга и 28,3% внешнего долга в иностранной валюте (по состоянию на третий квартал 2019-го). Это один из самых низких уровней покрытия долга резервами из стран региона. Чистая международная инвестиционная позиция Венгрии по состоянию на конец 2019 года составила -50%, что ниже показателя других стран ЦВЕ.

С момента начала кризиса обесценение национальной валюты было умеренным и сопоставимым с обесценением польского злотого и чешской кроны (около 5% к евро). С начала года резервы ВНБ снизились на 3,5 млрд долл. США (11,9%). Сокращение резервов может быть связано со своп-операциями, в рамках которых ВНБ временно предоставляет участникам рынка иностранную валюту в обмен на национальную. По мере истечения своп-контрактов уровень резервов восстановится, но риски, связанные с достаточностью покрытия долга резервами, сохранятся, если относительно высокая зависимость от внешних факторов будет оказывать давление на национальную валюту в течение продолжительного времени.

Согласно индикаторам качества государственного управления Всемирного банка, оценка институциональных факторов Венгрии относительно слабая. Почти все индикаторы указывают на снижение качества институтов в стране. Ухудшение качества институтов может негативно сказаться и на уровне государственных инвестиций, поскольку Еврокомиссия может учитывать этот показатель при распределении средств из структурных фондов ЕС. Недавнее решение Суда Европейского союза в отношении отказа Венгрии принимать мигрантов, а также наделение премьер-министра страны дополнительными полномочиями для борьбы с кризисом могут привести к снижению значений этих индикаторов.

Результаты применения суверенной модели

Согласно базовой части суверенной модели АКРА, Индикативный кредитный рейтинг Венгрии определен на уровне A-. Ряд модификаторов в корректирующей части модели позволяет понизить Индикативный кредитный рейтинг. К ним относятся следующие модификаторы, определенные [Методологией присвоения кредитных рейтингов суверенным эмитентам по международной шкале](#):

- потенциал экономического роста;
- устойчивость экономического роста;
- условные обязательства;
- фискальная политика и гибкость бюджета;
- долговая устойчивость;
- уязвимость платежного баланса;
- устойчивость внешнего долга.

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

С учетом указанных выше модификаторов Индикативный кредитный рейтинг Венгрии снижается на 2 ступени. Итоговый кредитный рейтинг определяется на уровне BVB. Экстраординарные факторы, которые могли бы скорректировать Итоговый кредитный рейтинг, отсутствуют. В связи с этим Присвоенный кредитный рейтинг остается на уровне BVB.

Рейтинги выпусков

Отсутствуют.

Регуляторное раскрытие

Суверенные кредитные рейтинги Венгрии были подтверждены 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](#).

Впервые суверенные кредитные рейтинги Венгрии были опубликованы АКРА 28.10.2019.

Суверенные кредитные рейтинги были подтверждены на основании публичных данных, информации из открытых источников, а также баз данных АКРА. Суверенные кредитные рейтинги являются незапрошенными. Правительство Венгрии не принимало участия в процессе подтверждения кредитных рейтингов.

АКРА не оказывало Правительству Венгрии дополнительных услуг. Конфликты интересов в рамках процесса подтверждения 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 представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

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

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

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