Obloga_Strani 7/23/10 3:40 Page 1

ЧЕСТНО О КРИЗИСЕ. УМНО ОБ ЭКОНОМИКЕ

ЭКСПЕРТ УКРАИНА

УКРАИНСКИЙ ДЕЛОВОЙ ЖУРНАЛ

26 ИЮЛЯ — 15 АВГУСТА 2010 №29–30 (268)

9 771813 475002 30

WWW.EXPERT.UA

ИНДЕКС: 91284

НОВЫЕ НЕПЛАТЕЛЬЩИКИ

Рейтинг платёжеспособности стран Стр. 24

Шанс для бюджетных авиакомпаний Стр. 10

Евгений Касперский о становлении своего бизнеса Стр. 20

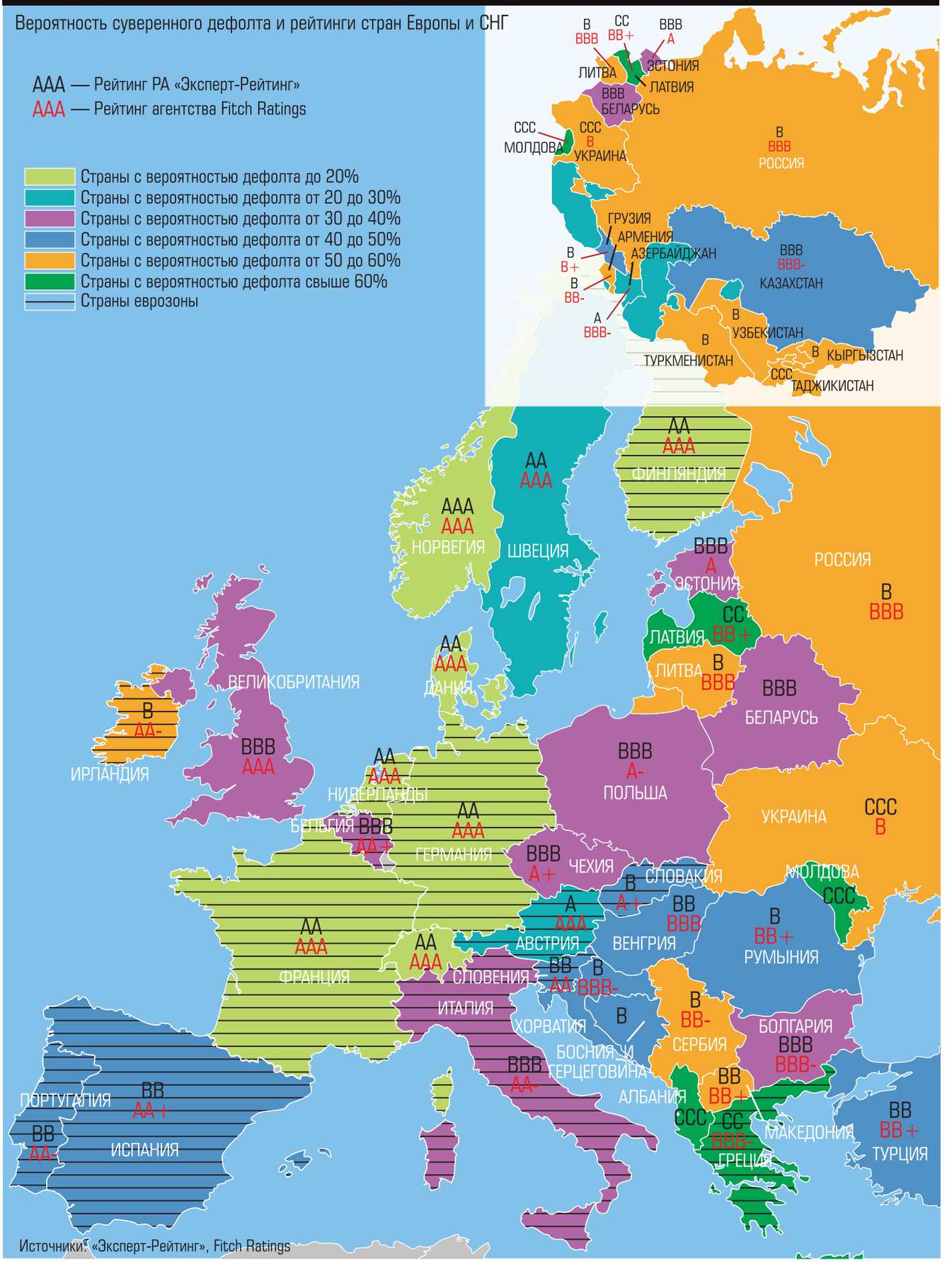
Эксперт-Авто Стр. 39

E-F-REYTING.qxd 7/23/10 6:12 Page 24

ЭКСПЕРТ №29–30 26 ИЮЛЯ–15 АВГУСТА 2010

Международные агентства недооценивают риски некоторых западноевропейских стран

Вероятность суверенного дефолта и рейтинги стран Европы и СНГ



Источники: «Эксперт-Рейтинг», Fitch Ratings

E-F-REYTING.qxd 7/23/10 6:12 Page 25

ЭКСПЕРТ №29–30 26 ИЮЛЯ–15 АВГУСТА 2010

Виталий Шапран*, Владимир Духненко**

Должники, согнувшиеся под бременем

В прошлом году способность стран Европы и СНГ обслуживать долги значительно ухудшилась. Дефолт с вероятностью более 50% угрожает пятнадцати странам

История с Грецией, очутившейся в предбанкротном состоянии и поставившей под угрозу существование европейского экономического союза, перевернула представления инвесторов о рисках. Старушка Европа, чьи долги еще некоторое время назад считались воплощением надежности, оказалась не меньшим источником угроз, чем Аргентина или Украина. «Эксперт» уже второй год подряд дает количественную оценку этим угрозам — публикует рейтинг платежеспособности 44 стран Европы и СНГ *(прошлый рейтинг см. «Эксперт» №29–30 (221) от 27 июля 2009 года)*.

Результаты нынешнего исследования заставляют задуматься. Так, экономика 15 государств Евразии в 2009-м упала настолько сильно, что вряд ли восстановится к 2012 году. Группу риска в нашем рейтинге возглавила Греция, которая не попала в группу стран с наивысшим уровнем платежеспособности еще в прошлогоднем рейтинге. Она замыкала список государств с хорошей платежеспособностью, и то благодаря сокрытию истинного размера госдолга. Летом 2009-го мы оценили вероятность дефолта Греции в 41,55% и присвоили ей рейтинг BBB, тогда как международные рейтинговые агентства снизили оценку этой страны с A– до BBB+ лишь в декабре минувшего года.

В целом кризис нанес удар по платежеспособности многих государств: у 20 из 44 анализируемых стран вероятность дефолта значительно увеличилась.

Союзные «свиньи»

В последний год у большинства стран Европы и СНГ дела шли плохо или очень плохо, поэтому список государств с наивысшей оценкой платежеспособности сократился с 13 до 10. В рейтинге по итогам 2008 года самая большая вероятность дефолта составляла 62% (Кыргызстан), в нынешнем рейтинге — 72% (Греция). Наиболее проблемными оказались страны-должники с растущей безработицей и стагнирующей экономикой. В Евросоюзе группу риска сформировали Португалия, Италия, Греция, Испания, Ирландия (PIIGS). Разрыв между сильными и слабыми членами ЕС увеличился, и это вылилось в нежелание сильных спасать проблемных соседей. Но в конечном итоге европейцы всё-таки создали механизм помощи слабым странам и отказались от идеи исключения Греции из еврозоны. Ведь как ни крути, а на страны PIIGS в прошлом году приходилась примерно треть ВВП еврозоны.

Лидером по вероятности дефолта вполне прогнозируемо оказалась Греция. Она оказалась в центре внимания после того, как Федеральная резервная система США уличила американский инвестиционный банк Goldman Sachs в том, что он помогал грекам скрывать статистику по госдолгу.

Если на начало 2009-го госдолг Греции оценивался в 90% ВВП, то после проверки к началу этого года показатель вырос до 113%. Как выявили в ФРС, до 2004 года правительство активно заключало валютные свопы — Goldman Sachs выплачивал руководству страны авансы в обмен на будущие платежи из бюджета. Так, Греция продавала права на пользование своими аэропортами и доходы от лотерей на многие годы вперед. То есть стремясь формально соблюсти Маастрихтский пакт о стабильности (госдолг в пределах 60% ВВП), она систематически продавала источники доходов частным банкам. Эти сделки и занизили ключевой показатель платежеспособности — соотношение между госдолгом и ВВП, а также дефицит бюджета к ВВП значительно сократили доходную базу госбюджета Греции в будущие периоды. После обнародования такой информации Федеральным резервом греческие чиновники в оправдание сослались на опыт Италии, также проводившей подобные операции. Впрочем, ФРС о состоянии дел с итальянским госдолгом

Латвия и Литва потрясли мир катастрофическим снижением ВВП и обвалом налоговых поступлений

Лидеры увеличения рисков — Рисунок 1

Источник: РА «Эксперт-Рейтинг»

**Заместитель директора, главный финансовый аналитик рейтингового агентства «Эксперт-Рейтинг».*

***Директор рейтингового агентства «Эксперт-Рейтинг».*

E-F-REYTING.qxd 7/23/10 6:12 Page 26

(pi)-рейтинг надежности суверенных долговых обязательств членов ЕС, стран-кандидатов в члены ЕС и государств

№ п/п	Страна	ИИП	Поправочные коэффициенты		Экономическая устойчивость			Финансовая		
			Премия за динамику ВВП в 2010 году	Премия за наличие СКВ	Доля ВВП страны в ВВП региона, %	ВВП на душу населения, долл.	Безработица, %	Дефицит госбюджета, % ВВП	Соотношение сальдо платежного баланса и золотовалютных резервов, %	
1	Норвегия	1,620	1,010	0,9	2,18	58600	3,20	профицит	114,94	
2	Швейцария	1,872	1,015	0,9	2,50	41700	4,40	профицит	58,84	
3	Германия	1,908	1,050	0,9	16,70	34100	8,20	0,00	61,27	
4	Дания	1,944	1,043	1,0	0,00	36000	4,30	0,06	12,53	
5	Нидерланды	1,980	1,039	0,9	4,08	39200	5,00	4,64	85,33	
6	Франция	2,178	1,022	0,9	13,60	32800	9,70	0,01	–33,14	
7	Финляндия	2,304	1,076	0,9	1,22	34900	8,50	2,90	11,23	
8	Швеция	2,520	1,044	0,9	2,05	36800	9,30	3,60	40,06	
9	Австрия	2,952	1,035	1,0	1,93	39400	4,70	3,48	40,94	
10	Азербайджан	3,492	0,900	1,0	0,22	10400	6,00	0,42	135,59	
11	Польша	3,942	0,900	1,0	2,18	17900	8,90	2,29	–5,33	
12	Италия	3,960	1,048	0,9	10,78	30300	7,50	5,10	–42,16	
13	Бельгия	4,392	1,031	0,9	2,38	36600	8,30	5,57	–120,89	
14	Болгария	4,518	1,049	1,0	0,23	12600	9,10	1,10	–32,87	
15	Эстония	4,572	1,141	1,0	0,09	18700	14,30	4,10	28,13	
16	Чехия	4,590	1,041	1,0	0,98	25100	9,30	4,66	–10,05	
17	Великобритания	4,680	1,048	0,9	11,35	35200	8,00	14,03	–48,64	
18	Беларусь	4,716	1,000	1,0	0,23	11600	1,00	1,63	–68,98	
19	Казахстан	4,842	0,900	1,0	0,55	11800	6,30	3,19	–12,06	
20	Испания	5,240	1,036	0,9	7,48	33700	18,10	7,91	–247,62	
21	Турция	5,292	1,056	1,0	3,10	11200	14,50	5,81	–14,61	
22	Венгрия	5,400	1,067	1,0	0,64	18600	10,80	0,56	1,58	
23	Словения	5,400	1,073	0,9	0,26	27900	9,40	5,90	–3,02	
24	Македония	5,562	1,015	1,0	0,05	9000	31,70	2,64	–34,85	
25	Португалия	5,616	1,028	0,9	1,13	21800	9,20	6,70	–117,57	
26	Румыния	5,652	1,072	1,0	0,83	11500	7,60	6,60	–25,31	
27	Хорватия	5,832	1,052	1,0	0,32	17600	16,10	2,18	–52,53	
28	Грузия	5,850	1,070	1,0	0,06	4400	16,40	профицит	–171,30	
29	Словакия	5,940	1,047	1,0	0,46	21200	12,10	6,27	–161,09	
30	Сербия	6,102	1,030	1,0	0,22	10400	16,60	3,73	–8,29	
31	Россия	6,408	1,079	1,0	6,28	15100	8,90	8,22	9,59	
32	Кыргызстан	6,426	1,010	1,0	0,02	2100	18,00	0,21	–2,58	
33	Узбекистан	6,552	0,900	1,0	0,16	2800	1,10	1,25	40,95	
34	Босния и Герцеговина	6,642	1,034	1,0	0,09	6300	40,00	4,41	–42,08	
35	Туркменистан	6,804	0,900	1,0	0,08	6900	25,00	0,52	19,13	
36	Ирландия	6,861	1,075	0,9	1,17	42200	12,00	12,98	–248,97	
37	Армения	6,912	1,150	1,0	0,04	5900	7,10	5,81	–122,71	
38	Литва	6,990	1,150	1,0	0,19	15400	13,70	9,70	8,50	
39	Таджикистан	7,038	0,900	1,0	0,02	1800	2,20	профицит	–134,58	
40	Украина	7,200	1,141	1,0	0,60	6400	4,80	6,85	–7,17	
41	Молдова	7,362	1,077	1,0	0,03	2300	2,60	6,70	–50,92	
42	Албания	7,506	0,900	1,0	0,06	6300	12,00	5,39	–68,40	
43	Латвия	8,424	1,178	1,0	0,12	14500	16,60	10,82	32,60	
44	Греция	8,527	1,020	0,9	1,75	32100	9,00	10,67	–627,60	

Примечание: Рейтинг построен на основании данных 2009 года. ООО «Эксперт Украина» и РА «Эксперт-Рейтинг» не несут ответственности за инвестиционные решения, принятые на основании данного рейтинга.

Источники: МВФ, Factbook CIA, CEE Report, ISI Emerging market; расчеты: РА «Эксперт-Рейтинг»

умалчивает. Не обнародовала она и объемы операций с налоговыми свопами в проблемных европейских странах. В целом «американский след» присутствует в истории с проблемными европейскими должниками постоянно: американцы придумали обидную аббревиатуру PIIGS (созвучно с английским словом «свиньи»), поучаствовали в подтасовке данных и теперь активно торгуют обязательствами стран этой группы.

Навстречу дефолту

Греческие проблемы — мелочь на фоне кризиса в Прибалтике. Латвия и Литва потрясли мир катастрофическим снижением ВВП и обвалом налоговых поступлений. Инвесторы и рейтинговые агентства не стали бить тревогу по поводу этих стран лишь в силу небольшого масштаба их экономик и долгов. Кроме того, МВФ и ЕС сравнительно быстро отреагировали на прибалтийские проблемы. Тем не менее, по нашим оценкам, вероятность дефолта в Латвии увеличилась на 33 процентных пункта *(рис. 1)*.

У страны ухудшились все без исключения показатели, учитываемые при составлении рейтинга. В 2009-м ее реальный ВВП сократился на 18%, поставив рекорд региона. При этом безработица подскочила с 5,5 до 16,6%, дефицит госбюджета — с 0,7 до 10,82% ВВП, госдолг — с 17 до 32,5% ВВП.

После Латвии вторую позицию по темпам роста вероятности дефолта заняла многострадальная Греция, а третью — Албания, еще год назад входившая в число лидеров группы стран с удовлетворительной надежностью. В этой стране госдолг достиг 54% ВВП, официальная безработица — 12% ВВП, отрицательное сальдо платежного баланса — 68,4% золотовалютных резервов. Девальвация албанской валюты — лека — неизбежна.

Рейтинговое исследование показало, что на первый взгляд стабильные Великобритания и Бельгия таковыми не яв-

E-F-REYTING.qxd 7/23/10 6:12 Page 27

бывшего СССР по итогам 2009 года

устойчивость	Прочие показатели, учитываемые при оценке					Буквенное значение рейтингов по международной шкале	
Госдолг, % ВВП	Институциональная устойчивость (рэнкинг Doing Business)	Прогнозируемый МВФ рост ВВП в 2010 году, %	Золотовалютные резервы, млрд долл.	Номинальный ВВП, млрд долл.	Сальдо платежного баланса, млрд долл.	2010 год	2009 год
60,20	10	1,1	50,95	427,90	58,56	AAA	AAA
43,50	21	1,5	134,57	489,80	79,18	AA	AA
77,20	25	1,2	179,04	3273,00	109,70	AA	A
38,50	6	1,2	72,66	311,90	9,10	AA	AA
62,20	30	1,3	39,52	799,00	33,72	AA	AAA
79,70	31	1,2	131,79	2666,00	–43,67	AA	AA
41,40	16	1,2	8,64	238,20	0,97	AA	AA
43,20	18	1,2	47,26	402,40	18,93	AA	AA
65,50	28	1,3	17,10	378,80	7,00	A	AA
4,60	38	2,7	5,33	43,00	7,23	A	BBB
47,50	72	2,7	67,29	427,90	–3,59	BBB	BBB
115,20	78	0,8	131,50	2114,00	–55,44	BBB	A
99,00	22	1,2	15,65	466,90	–	BBB	AA
14,70	44	0,2	17,68	45,30	–5,81	BBB	BB
7,50	24	1,2	3,85	18,26	1,08	BBB	BBB
32,80	74	1,7	38,68	191,90	–3,89	BBB	AA
68,50	5	1,3	66,55	2224,00	–32,37	BBB	AA
н. д.	58	2,4	5,30	46,00	–3,66	BBB	B
14,00	63	2,4	23,21	108,30	–2,80	BBB	BBB
50,00	62	–0,4	28,05	1466,00	–69,46	BB	BBB
48,50	73	5,2	75,30	608,00	–11,00	BB	BBB
78,00	47	–0,2	44,18	125,70	0,70	BB	BB
34,00	53	1,1	3,87	50,13	–0,12	BB	BBB
32,40	32	2,0	2,29	8,93	–0,80	BB	CCC
75,20	48	0,3	15,83	222,40	–18,61	BB	BBB
20,00	55	0,8	33,70	162,60	–8,53	B	BBB
61,00	103	0,2	11,56	62,45	–6,07	B	B
н. д.	11	2,0	1,08	11,11	–1,85	B	B
37,10	42	4,1	1,80	89,33	–2,91	B	BBB
31,30	88	2,0	17,33	42,88	–1,44	B	B
6,90	120	4,0	439,00	1232,00	42,08	B	BBB
н. д.	41	4,6	1,51	4,74	–0,04	B	CCC
н. д.	150	8,0	11,00	30,66	4,51	B	B
43,00	116	0,5	3,80	17,16	–1,60	B	CCC
н. д.	184	12,0	10,51	16,24	2,01	B	B
63,70	7	–1,5	2,13	229,40	–5,31	B	BBB
н. д.	43	1,8	0,89	8,79	–1,09	B	BBB
20,90	26	–1,6	5,67	36,39	0,48	B	BBB
н. д.	152	4,0	0,21	4,74	–0,29	CCC	CCC
30,00	142	3,7	26,50	117,10	–1,90	CCC	B
31,30	94	2,5	1,20	5,39	–0,61	CCC	B
54,90	82	2,3	1,75	11,86	–1,20	CCC	BB
32,50	27	–4,0	5,03	24,48	1,64	CC	BBB
113,40	109	–2,0	5,49	342,20	–34,43	CC	BBB

ляются. Они покинули группу стран с высокой платежеспособностью. Оба королевства вынуждены были направить значительные ресурсы на оздоровление финансовой системы. Бельгийское правительство спасало страховой холдинг Fortis и участвовало в спасении Aegon; правительство Великобритании помогало Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB, Northern Rock и еще нескольким более мелким компаниям. Бельгия из-за этого попала в пятерку стран-лидеров по темпам роста вероятности дефолта. В 2009-м реальный ВВП Бельгии сократился на три процента, дефицит бюджета составил 5,6% ВВП, госдолг вырос с 80 до 100% ВВП, дефицит платежного баланса превысил золотовалютные резервы. В Великобритании дефицит бюджета достиг 14% ВВП, а госдолг — почти 70% ВВП. И пока нет гарантий, что осуществленных правительствами вливаний будет достаточно для спасения крупных финансовых институтов. Эти страны потенциально являются источниками новой волны кризиса.

Против тренда

Улучшить свою платежеспособность удалось немногим государствам *(рис. 2)*. Больше всего снизилась вероятность дефолта Македонии, Беларуси, Германии и Кыргызстана. Порадовал своих кредиторов и Азербайджан — он единственный из бывших республик СССР пробился в группу с высоким уровнем платежеспособности. У этой страны низкий госдолг (4,6% ВВП), значительный профицит платежного баланса и бездефицитный бюджет. В целом политику правительства Азербайджана можно охарактеризовать как чрезвычайно консервативную, которая вообще не укладывается в общие тренды региона. Причина очевидна — высокий нефтяной экспорт, доходов которого достаточно на нужды небольшой республики.

Бывшая югославская республика Македония существенно продвинулась в

E-F-REYTING.qxd 7/23/10 6:12 Page 28

Лидеры уменьшения рисков Рисунок 2

Источник: РА «Эксперт-Рейтинг»

рейтинге благодаря сокращению госдолга с 35 до 32% ВВП и снижению дефицита бюджета до 2,64% ВВП. Очень высокой оставалась лишь безработица: Македония — вторая по этому показателю (31,7%) в регионе после Боснии и Герцеговины (40%).

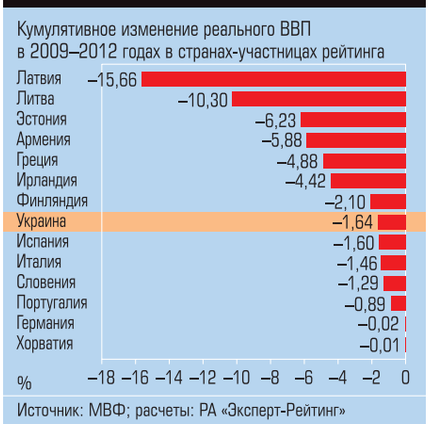
Закономерным выглядит снижение вероятности дефолта в Германии — страна переместилась с двенадцатой на третью позицию в нашем рейтинге. После помощи Commerzbank правительство Германии больше не ввязывалось в процесс спасения немецких банков, активно проповедовало Маастрихтские принципы. Результат не заставил себя долго ждать: в стране бездефицитный бюджет, позитивный платежный баланс и рост реального ВВП (в 2010-м экономика Германии, по прогнозам МВФ, вырастет на 1,2%). Правда, слабым звеном немецкой экономики остается госдолг (77% ВВП).

Наше настоящее и будущее

Украина как была, так и осталась сороковой в рейтинге среди 44 стран. Место нашего государства не поменялось, потому что вероятность его дефолта росла пропорционально ухудшению ситуации в регионе. В 2010 год Украина вошла в лучшем состоянии, чем Греция, Латвия, Албания и Молдова. Экономика страны растет медленнее, чем того требуют планы по получению налоговых доходов, и это создает большой кассовый разрыв. Нынешней весной Киеву удалось избежать дефолта по внутренним гособлигациям: правительство смогло погасить старые долги за счет новых, при этом снизив ставку заимствований. Газовые договоренности с Россией снизили дефицит бюджета НАК «Нафтогаз України», но при этом кассовый разрыв у газового монополиста остается. В значительной мере ситуация в нашей стране во второй половине года будет зависеть от того, решится ли правительство на дальнейшее сокращение расходов и минимизацию кросс-субсидирования.

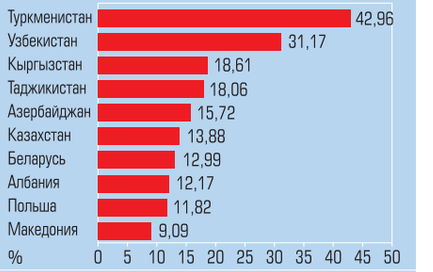
В числе лидеров роста по ожидаемым темпам роста ВВП в 2010–2012 годах будут небогатые страны Центральной Азии, экономика которых базируется на энергетических ресурсах

Падающие экономики Рисунок 3



Источник: МВФ; расчеты: РА «Эксперт-Рейтинг»

Самые быстрорастущие экономики региона Рисунок 4



Источник: МВФ; расчеты: РА «Эксперт-Рейтинг»

В среднесрочной перспективе у нас не всё так плохо, как в странах Балтии. За 2010–2012 годы, по прогнозам МВФ, мы должны полностью нивелировать катастрофическое падение ВВП в 2009 году и выйти на докризисный уровень.

Головная боль всей Европы в ближайшие годы — экономики Латвии, Литвы, Эстонии, Греции, Армении и Ирландии. Радует, что экономики шести проблемных стран невелики (3,36% ВВП исследуемого нами региона). По данным МВФ, по итогам 2009–2012 годов реальный ВВП Латвии упадет на 15,7% *(рис. 3)*. Валютный фонд прочит стране длительную стагнацию, которая означает необходимость дальнейшего сокращения государственных расходов, социальных программ и увеличения внешних заимствований. Стране нужны кардинальная перестройка экономики и приток иностранных инвестиций, чтобы побороть негативные тенденции. В Литве за следующие три года экономика сожмется на 10,3%, в Эстонии (которая со следующего года вводит евро) — на 6,2%. Страны Балтии остро нуждаются в иностранных инвестициях, которые могли бы переломить негативный экономический тренд. Вопрос в том, откуда эти инвестиции возьмутся? Благополучных европейских стран осталось совсем немного: Франция, Германия, Норвегия, Швейцария и Польша.

В числе лидеров роста по ожидаемым темпам роста ВВП в 2010–2012 годах будут небогатые страны Центральной Азии, экономика которых базируется на энергетических ресурсах. К примеру, ожидается, что реальный ВВП Туркменистана вырастет на 43%, Узбекистана — на 31%, Кыргызстана — на 19% *(рис. 4)*. В Центральной и Восточной Европе на повышенное внимание со стороны инвесторов могут рассчитывать только Беларусь, Албания, Польша и Македония. Остальным государствам региона придется разрабатывать механизмы стимулирования экономики за счет внутренних ресурсов и просить помощи у международных организаций. ■