

Очаг кризиса переходит от банкротств банков к дефолтам стран

Если раньше мы следили за банками, которые могут оказаться банкротами, то сейчас актуальными рисками мировой экономики являются дефолты целых стран. Двух месяцев оказалось достаточно для того, чтобы Lehman Brothers, Freddie Mac, Fannie Mae, AIG сменились Аргентиной, Украиной, Турцией, Болгарией.

Панические настроения, зародившиеся среди инвесторов после банкротства Lehman Brothers, привели к рекордному оттоку средств и недостатку ликвидности на всех рынках мира. Отсутствие доступа к кредитам вынудило инвесторов распродать свои активы с целью высвободить необходимые ликвидные средства. Это выявило уязвимость развивающихся рынков, основной источник ликвидности которых находился за пределами этих стран. По мере углубления внутренних проблем в США и Европе крупные фонды, банки и крупные инвесторы активизировали вывод средств из развивающихся рынков, которые до этого привлекали инвесторов двухзначными доходностями. Отказ инвесторов от рискованных высокодоходных инструментов оказался настолько агрессивным, что это поставило под удар функционирование экономик целых экономических систем.

Для развивающихся стран принципиальным является вопрос инвестиций и притока средств, так как экономика каждой из них традиционно узко или слабо диверсифицирована, а темпы экономического роста долгое время финансировались за счет притока иностранного капитала.

Отсутствие доступа к кредитным средствам развивающихся экономик моментально обострило кризис ликвидности, а затяжной характер проблем привел к тому, что крупнейшие компании оказались не в состоянии рассчитаться по своим долгам. За этим вполне логично последовали банкротства некоторых компаний. В ряде стран, в зоне риска оказался костяк экономики, что поставило на грань дефолта целые страны. Так в Турции сразу 19 банков оказались техническими банкротами.

Для мирового фондового рынка риски страновых дефолтов формально являются меньшей угрозой по сравнению с рисками банкротств американских банков, но это может в свою очередь иметь более негативные последствия для экономик стран Еврoзоны.

Риски, нависшие над развивающимися странами для Европы, могут обернуться той же проблемой, что и Lehman Brothers, Freddie и Fannie для США. Спонсорская функция ФРС ляжет в Европе на плечи МВФ, которому придется спасать целые страны.

Опасность дефолтов

К примеру, вложения Австрийских банков в развивающиеся страны (особенно Венгрию, Украину, Сербию) составили 85% от ВВП, Швейцарии – 50%, Швеции – 25%, Великобритании – 24%, Испании – 23%, США – лишь 4%. Сейчас Венгрия, Украина, Турция и ряд других стран уже обозначили необходимость в помощи МВФ. До сих пор Международным Валютным Фондом было выделено 250 млрд. евро на поддержание проблематичных экономик.

Очаг кризиса переходит от банкротств банков к дефолтам стран

В Европе может начаться такой же процесс, который мы наблюдали в США: массовая волна банкротств и власти не знают за каким банком бросаться в первую очередь. Соответственно те, кто столкнется с усугублением положения первым, может рассчитывать на спасение, но те страны, которые окажутся на грани дефолта после долгих попыток решить свои проблемы собственными силами, могут попасть в ситуацию, когда на их спасение не останется средств.

Страна	CDS (Credit Default Swaps)	Rating Fitch
Россия	1105	BBB+
Латвия	875	BBB
Литва	587,5	A-
Эстония	576,7	A-
Украина	2599,7	
Казахстан	1083,3	BBB
Болгария	550,8	BBB
Венгрия	542,5	BBB+
Исландия	920,6	BBB-
Пакистан	5105,7	n.a.
Аргентина	3650	B

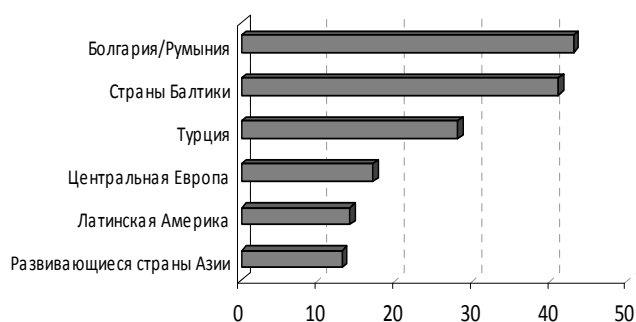
Источник: Bloomberg

Уже сейчас участники рынка высоко оценивают вероятность банкротств таких стран как Украина, Пакистан, Аргентина, однако наши опасения включают в себя гораздо больший список потенциальных рисков.

Кризис на развивающихся рынках может оказаться тем глубже, чем дольше страна финансировала свой дефицит за счет «печатания» новых денег и наращивала кредиты.

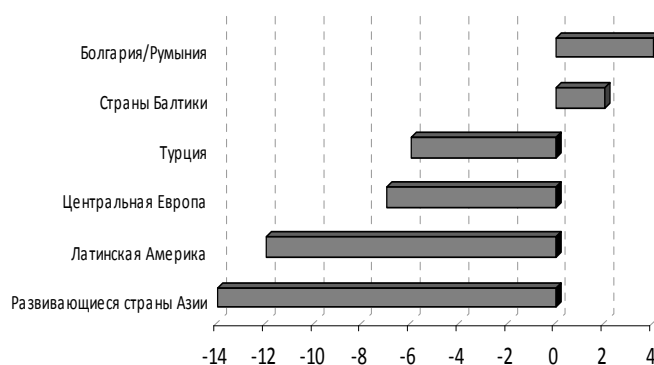
В период с 1975 по 1990 года имели место быть 76 кризисов платежных балансов в развивающихся странах, из них 26 являлись следствием банковского кризиса.

Кредиты реального частного сектора (2003-07, % к ВВП)



Источник: МВФ, расчеты Атона

Баланс текущего счета (2003-07, % к ВВП)



Источник: МВФ, расчеты Атона

Кризисы в развивающихся странах традиционно происходят по трем сценариям:

1. Кризис платежного баланса, который ведет к кризису банковской системы.
2. Кризис, начавшийся с девальвации национальной валюты, сразу приводит к кризису банковской системы при условии, что приличная доля их обязательств номинирована в иностранной валюте. В этом же контексте имеет смысл рассматривать и обратный сценарий - начало кризиса с проблем банковской системы, что приводит к резкому ослаблению национальной валюты. Если при этом государство «печатает» деньги на спасение банков, и это может приводить к валютному коллапсу.

Очаг кризиса переходит от банкротств банков к дефолтам стран

3. Экономический бум в стране сопровождался растущим спросом на импорт, расчет за который происходил за счет заемных за границей средств. Растет объем долгов по банковским кредитам. Прекращение притока в страну и отток активов с рынков приводит к расколу банковской системы.

Развивающиеся экономики, рассматриваемые в данном обзоре, сталкиваются с риском дефицита платежного баланса, что обостряется сокращением притока капитала и доступом к средствам, за счет которых этот дисбаланс можно компенсировать.

Однако проблема не сводится исключительно к долгам, кризис порождает ухудшение качества активов.

Страны Балтии

Страны Балтии долгое время служили проводником между экономиками России и Европы, это подарило им статус Балтийских Тигров. Латвия, Эстония, Литва показали более высокие темпы экономического роста по сравнению с членами ЕС. Рост ВВП Литвы, к примеру, в 2003 году составлял около 8%, Латвии – 11%. Побочным эффектом этого роста стало увеличение долгов частного сектора, который традиционно составляет солидную долю в ВВП. К примеру, в Латвии частный сектор составляет 68% от ВВП. На этом фоне большая часть ВВП стран Балтии составляют услуги - транспортные транзитные или туристические. Экспортируется в основном лес, машины, оборудование, продукты питания, мебель, металлы.

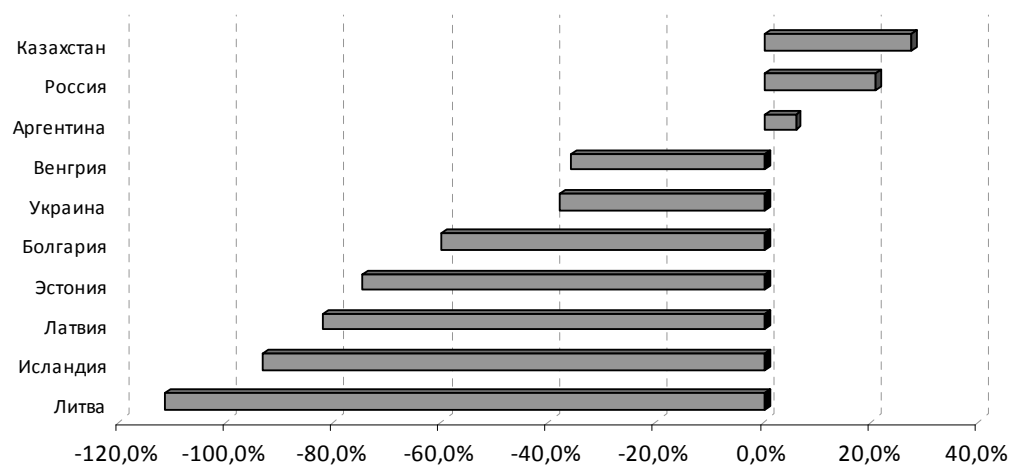
Румыния, Болгария Венгрия

Болгария до сих пор занимает второе место в списке самых бедных стран, входящих в состав Европейского союза, хотя уровень жизни и доходы населения после вхождения в ЕС начали расти.

Экономика Румынии «держится» в большей степени на услугах (55% ВВП), а 10% экономики до сих пор составляет аграрный сектор. Экспортируют обе страны продукты питания, в первую очередь, сельскохозяйственную продукцию, текстиль, оборудование. С момента вхождения Румынии и Болгарии в состав ЕС, наблюдалось наращивание долгов за счет более доступных кредитов. К примеру, за 2007 год торговый дефицит Румынии увеличился на 50%, составив 15 млрд. евро. Венгрия, в свою очередь, получала до 1/3 всех прямых инвестиций, направляемых в страны центральной Европы. На долю частного сектора приходится более 70% ВВП, а государственный долг Венгрии уже более десятка лет превышает 65% ВВП.

Очаг кризиса переходит от банкротств банков к дефолтам стран

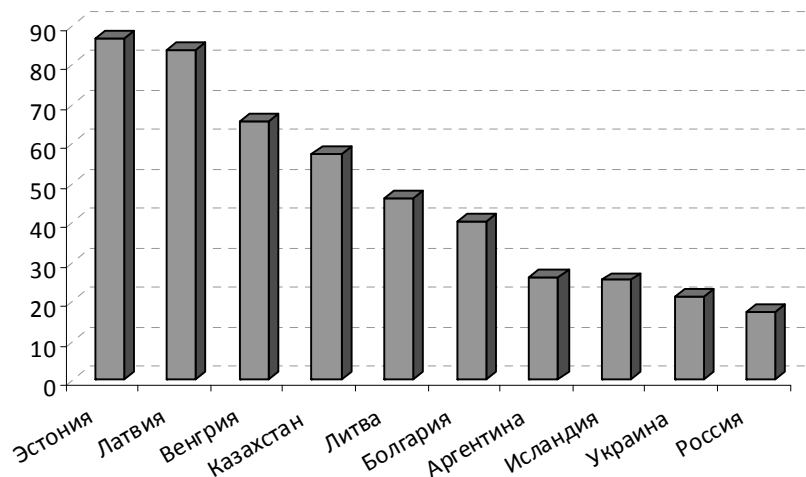
Отношение баланса текущего счета к ЗВР



Источник: МВФ, Расчеты Атона

По соотношению баланса текущего счета к объемам ЗВР выстраивается список стран с наибольшим риском. Первыми в зону риска, по нашим исследованиям, попадают Латвия, Эстония, Венгрия. Притом, что рост экономики Латвии, к примеру, составил 10,3% в конце 2007 года, только прямые иностранные инвестиции в экономику Латвии составляли 8,3%. В Эстонии, рост экономики на 8,8% сопровождался ростом прямых инвестиций в размере 9,75%.

Отношение внешнего долга к ВВП, %



Источник: МВФ, Расчеты Атона

Страны Восточной Европы и СНГ слишком долго наращивали дефициты своих балансов. Особенно остро за последние несколько лет эти процессы наблюдались в Эстонии, Латвии, Болгарии.

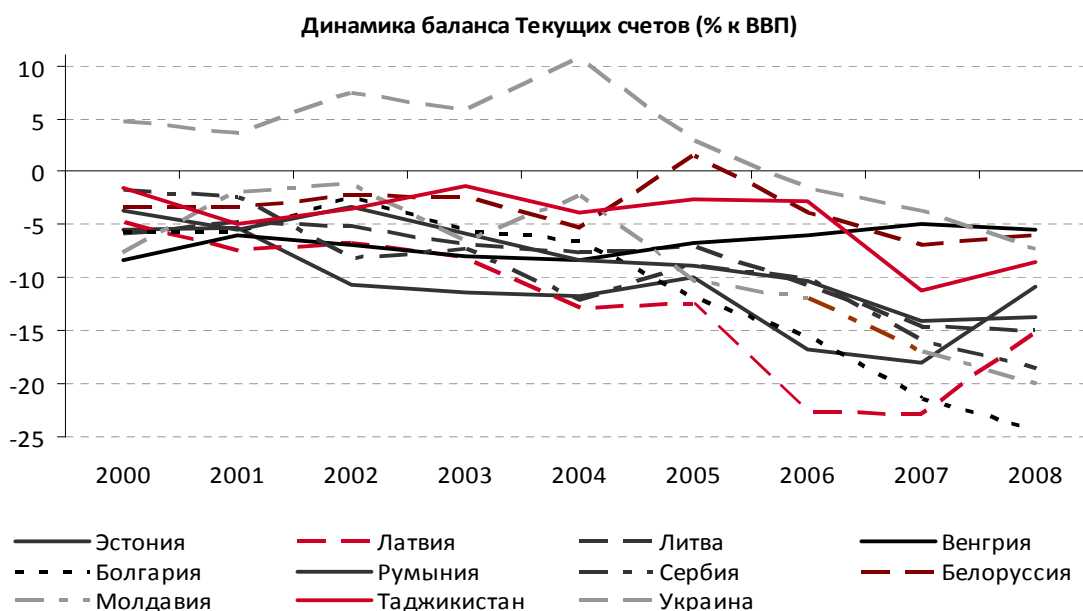
Очаг кризиса переходит от банкротств банков к дефолтам стран

В странах Балтии отношение дефицита текущих счетов к ВВП стабильно высоко, а в ряде стран, таких как Белоруссия, Болгария, Литва темп роста коэффициента в течение последних нескольких лет говорит об усилении негативных процессов в этих странах.

Баланс текущего счета по странам

Страна	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Эстония	-5,42	-5,22	-10,64	-11,34	-11,71	-10,01	-16,73	-18,07	-10,78
Латвия	-4,74	-7,53	-6,70	-8,23	-12,80	-12,42	-22,68	-22,94	-15,12
Литва	-5,91	-4,72	-5,19	-6,89	-7,66	-7,12	-10,70	-14,64	-14,91
Венгрия	-8,36	-6,01	-6,97	-7,94	-8,41	-6,76	-6,07	-5,01	-5,45
Болгария	-5,57	-5,63	-2,43	-5,50	-6,59	-11,98	-15,59	-21,37	-24,37
Румыния	-3,72	-5,55	-3,35	-5,82	-8,40	-8,91	-10,39	-14,00	-13,80
Сербия	-1,75	-2,47	-8,17	-7,19	-12,07	-8,65	-10,05	-15,89	-18,57
Армения	-14,56	-9,46	-6,23	-6,79	-0,50	-1,00	-1,80	-6,40	-9,70
Белоруссия	-3,25	-3,32	-2,24	-2,44	-5,22	1,44	-3,92	-6,83	-5,94
Казахстан	2,99	-5,39	-4,16	-0,88	0,78	-1,85	-2,36	-6,85	4,25
Молдавия	-7,62	-1,81	-1,19	-6,57	-2,25	-10,27	-11,84	-17,00	-19,91
Таджикистан	-1,62	-4,95	-3,54	-1,28	-3,94	-2,68	-2,80	-11,15	-8,50
Украина	4,74	3,69	7,49	5,77	10,65	2,94	-1,50	-3,72	-7,19
Россия	18,04	11,07	8,43	8,21	10,06	11,05	9,54	5,91	6,48
Аргентина	-3,151	-1,407	8,922	6,318	2,078	2,03	2,63	1,714	0,821
Пакистан	-0,29	0,45	3,898	4,864	1,846	-1,4	-3,949	-4,784	-8,724

Источник: Международный Валютный Фонд



Если обратиться к истории, то из 50 кризисов в период с 1980 по 1999 года, вызванных дефицитом торгового баланса, 23 сопровождалось кризисами банковской системы, и 18 банковских кризисов, как правило, сопровождалось девальвацией национальной валюты. В классической теории мы встретили доказательства, когда при значительном дефи-

Очаг кризиса переходит от банкротств банков к дефолтам стран

ците платежного баланса национальная валюта теряла в среднем 25-26%. Однако более пристальный взгляд выявляет еще более печальные тенденции:

Динамика валют во времена кризисов:

Страна	Периоды банковского кризиса	Доллар вырос относительно национальной валюты	Максимальный скачок
Бразилия	дек-94 – апр-96	17,27%	17,38%
Мексика	окт-92 – апр-96	138,18%	148,71%
Таиланд	окт-83 – июн-85	19,40%	22,66%
Турция	янв-91 – апр-94	35,95%	57416,78%
Венесуэла	окт-93 – авг-94	73,47%	73,47%
Индонезия	ноя-92 – авг-97	430,56%	631,05%
Малайзия	сен-97 – авг-98	42,57%	48,65%
Филиппины	июл-97 – фев 04	101,27%	113,65%
Таиланд	май-96 – июл 97	112,79%	117,61%
Россия	авг-98 – март 99	412%	461%

Расчеты: Атона

Текущая динамика валют:

Страна	Янв	Февр	Март	Апр	Май	Июн	Июл	Авг	Сент	Окт	За 2008 год
Россия	-0,7%	-1,7%	-2,2%	0,6%	0,2%	-1,0%	-0,1%	5,2%	4,1%	4,6%	9,03%
Латвия	-1,7%	-2,1%	-3,8%	1,1%	0,9%	-0,7%	0,9%	6,2%	4,8%	8,9%	14,55%
Литва	-1,8%	-2,1%	-3,8%	1,1%	0,4%	-1,3%	1,0%	6,3%	4,1%	8,7%	12,55%
Эстония	-1,8%	-2,1%	-3,9%	1,1%	0,4%	-1,3%	1,0%	6,3%	4,1%	8,7%	12,54%
Украина	0,3%	-0,2%	-1,1%	-2,9%	-1,8%	-4,2%	2,2%	0,1%	8,6%	39,0%	39,80%
Казахстан	-0,4%	0,4%	0,0%	-0,2%	0,1%	0,1%	-0,5%	-0,4%	0,2%	-0,1%	-0,73%
Болгария	-1,3%	-2,5%	-3,9%	1,5%	0,1%	-1,3%	1,0%	5,9%	4,6%	9,7%	13,80%
Венгрия	0,3%	0,3%	-5,2%	-2,2%	-4,2%	-3,4%	0,5%	7,5%	6,5%	15,3%	14,40%
Исландия	3,2%	1,9%	14,5%	-1,2%	-0,6%	6,3%	0,2%	5,1%	27,3%	11,2%	87,69%
Пакистан	1,6%	0,0%	0,1%	3,1%	3,0%	2,8%	4,4%	6,6%	2,8%	4,3%	32,45%
Аргентина	0,0%	0,3%	0,2%	-0,1%	-2,0%	-2,4%	0,6%	-0,5%	3,4%	7,4%	6,81%

Расчеты: Атона

Динамика валют рассматриваемых стран за прошедший год подтверждает оцененные нами риски. Замедление экономик этих стран усилит ослабление валюты. В таких условиях центральные банки будут вынуждены использовать национальные резервы для поддержания своих валют и покрытие дефицита. В долгосрочной перспективе это может увеличить разрыв между страновыми резервами и их государственными долгами, за чем последует еще большее обесценивание валюты, что поставит ряд стран на грань дефолта.

Департамент по работе с клиентами

Дмитрий Регузов

Управление персонального инвестиционного консультирования

E-mail: open@aton-line.ru

Тел.: +7 (495) 777-88-73

ООО «АТОН»

105062, Россия, Москва,
ул. Покровка, д. 27, стр. 6
Тел.: +7 (495) 777-88-78
Сайт: www.aton-line.ru

Аналитическое управление

Вячеслав Буньков

**Начальник аналитического
управления,
нефтегазовый сектор**

Viatcheslav.Bunkov@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2642

Андрей Краснов

Энергетический сектор

Andrey.Krasnov@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2643

Ольга Митрофанова

Металлургический сектор

Olga.Mitrofanova@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2676

Ирина Скворцова

Телекоммуникационный сектор

Irina.Skvortsova@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2675

Инга Фокша

**Макроэкономика, западные
рынки**

Inga.Foksha@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2644

Елена Шишкина

**Развивающиеся, товарные
рынки**

Elena.Shishkina@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2648

Наталья Выгодина

Технический анализ

Natalia.Vigodina@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2645

Евгений Носов

Технический анализ

Eugenyi.Nosov@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2646

Ксения Аношина

**Аналитик по общей ситуации на
рынке, потребительский сектор**

Kseniya.Anoshina@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2647

Труфанов Андрей

Ассистент аналитика

Andrey.Trufanov@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2677

Паплинов Роман

Ассистент аналитика

Roman.Paplinov@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2679

В обзоре использованы материалы информагентств Interfax, Prime-Tass, Reuters, Bloomberg, бирж NYSE, NYMEX, компаний Yahoo, РБК, изданий Коммерсантъ, Ведомости и др.

© ООО «АТОН», 2008. Все права защищены. Несанкционированное распространение, копирование настоящего документа, полностью или частично, в отсутствие письменного разрешения ООО «АТОН».

Информация, содержащаяся в настоящем документе, является исключительно частным суждением «АТОН» и носит справочный вспомогательный характер. Любые инвестиции в объекты, упоминаемые документе, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или неприемлемыми или иной категории инвесторов. Для принятия решения об инвестировании в какие-либо ценные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем документе, необходимо обладать значительным опытом в финансовых операциях, в вопросах оценки преимуществ и рисков, связанных с инвестированием иной финансовый инструмент.

ООО «АТОН» не несет ответственности за любые убытки, возникшие использования содержания настоящего документа в практической деятельности, а также за информации из внешних источников, правомерно использованной в составе настоящего последствие использования этой информации.