

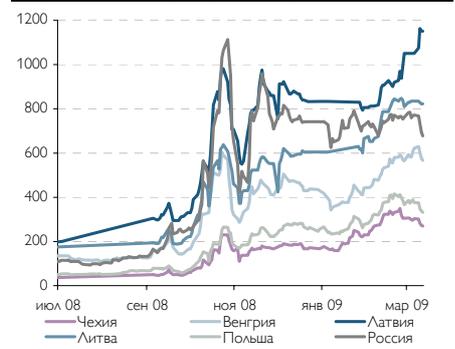
# Восточная Европа: климат ухудшается


**ГАЗПРОМБАНК**
**Содержание:**

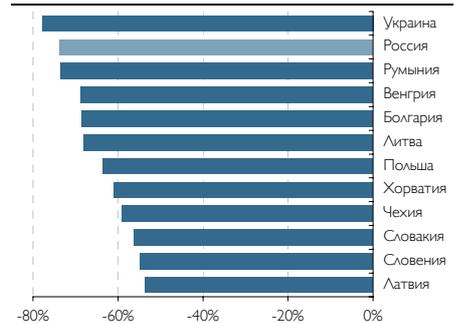
▶ Восточная Европа: инвестиционный климат ухудшается	2
▶ Россия и ее подверженность рискам региона	3
▶ Приложение 1: обзор стран Восточной Европы	4
▶ Болгария, Венгрия	4
▶ Латвия, Польша	5
▶ Румыния, Украина	6
▶ Чехия	7
▶ Приложение 2: сравнительные макрохарактеристики	7



- ▶ За последние месяцы значительно возросли макроэкономические риски в странах Восточной Европы. Крупнейшие рейтинговые агентства активно пересматривают свои оценки кредитоспособности суверенных заемщиков в сторону понижения. В качестве основных причин называются значительные дисбалансы в экономиках стран региона, а также их высокая зависимость от иностранного капитала.
- ▶ Среди государств Восточной Европы **наиболее устойчивыми** можно назвать **Чехию** и **Польшу** – экономики этих стран наиболее развиты и гибки. В то же время в **Латвии**, **Румынии** и **Украине** **сохраняются существенные риски**.
- ▶ Ухудшение экономической ситуации в странах Восточной Европы может негативно сказаться на инвестиционной привлекательности России, несмотря на ее сравнительно более сильные фундаментальные показатели:
  - ▶ могут пострадать *внешнеторговые отношения России* и стран региона. Учитывая структуру торговли с этими странами, мы полагаем, что хотя сложности в регионе могут спровоцировать снижение экспорта (или скорости расчетов за него), однако существенные проблемы в этом отношении маловероятны.
  - ▶ *финансовые рынки РФ* воспринимаются иностранными инвесторами в том числе и через призму развивающихся экономик в целом, поэтому ухудшение ситуации в Восточной Европе может привести к оттоку средств и из России.
- ▶ Российский фондовый рынок представляется нам существенно перепроданным по сравнению со странами Восточной Европы при сравнительно неплохих фундаментальных показателях. В этой связи возможное снижение стоимости отечественных акций в случае дефолтов в странах Восточной Европы, по нашему мнению, будет краткосрочным.

**Стоимость страховки от дефолта по обязательствам стран Восточной Европы (CDS, 5-лет), б.л.**


Источник: Bloomberg

**Изменение рыночной капитализации за период с середины 2008 г.**


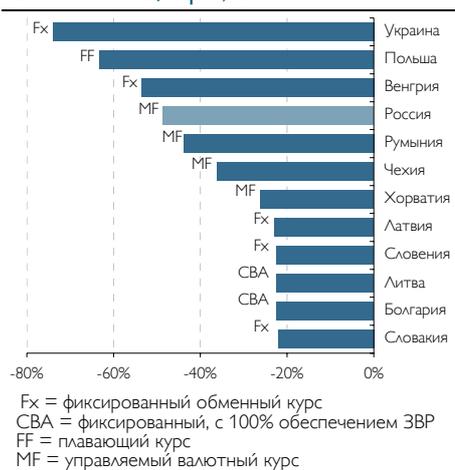
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

## Восточная Европа: инвестиционный климат ухудшается

Существенное ухудшение общеэкономической ситуации в мире подвергло развивающиеся страны, в том числе – Восточной Европы, серьезному испытанию из-за их высокой зависимости от внешних источников финансирования и стагнации на рынках сбыта производимой ими продукции. Глобальная переоценка рисков инвесторами, в совокупности со значительным сжатием международных рынков капитала, привела к прекращению притока, а в ряде случаев – к оттоку капитала из развивающихся стран.

Высокая чувствительность экономик стран региона к внешним шокам обусловлена рядом структурных особенностей, характерных для большинства стран Восточной Европы.

### Девальвация валют стран Восточной Европы с середины 2008 г. по настоящее время, %



Источник: Bloomberg

### Изменение оценок суверенной кредитоспособности в странах Восточной Европы рейтинговыми агентствами (количество пересмотров)



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

- ▶ Дефицитное сальдо торгового баланса (в среднем, -6,6% ВВП), в совокупности со значительным объемом внешнего долга, подлежащего погашению в перспективе ближайшего года, делает экономики региона в высокой степени зависимыми от внешних источников финансирования.
- ▶ Во многих странах региона политика управляемого валютного курса усложняет использование денежно-кредитных инструментов для стимулирования замедлившегося экономического роста. При этом отсутствие обширных резервов для поддержания курсов национальных валют вынуждает многие страны отказываться от интервенций на валютном рынке. В результате неизбежной девальвации значительно возрастает бремя внешнего долга, что существенно повышает риски странового дефолта.
- ▶ Открытость экономик, выразившаяся в высоком соотношении экспорта к объему ВВП, обусловила их высокую зависимость от внешнего спроса на производимую ими продукцию, что в условиях сокращения потребления негативно сказалось на перспективах экономического роста.
- ▶ В ряде стран отношение банковских кредитов к объему депозитов намного превышает паритетное, что свидетельствует о том, что банки в значительной степени финансировали выдачу кредитов через привлечение средств с рынков капитала, в основном – с международных. Данная стратегия оказалась нежизнеспособной в кризисных условиях, что привело к значительному сокращению объемов кредитования реального сектора.

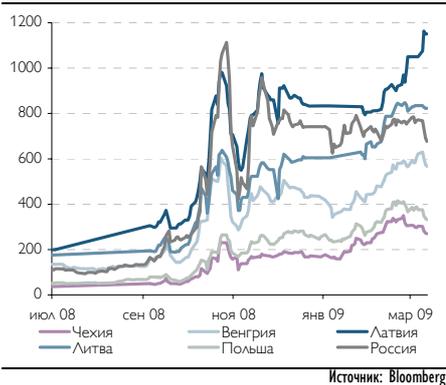
На этом фоне аппетит инвесторов к вложениям в активы развивающихся стран региона ЕМЕА заметно снизился. Возросшие риски региона были отражены в понижении или пересмотре прогнозов суверенных рейтингов ведущими агентствами. Так, на протяжении четвертого квартала 2008 – начале 2009 г. количество пониженных рейтингов более чем в 15 раз (среднее по данным агентств S&P, Moody's и Fitch) превысило число повышений, и по большинству стран прогноз дальнейшего изменения оценки кредитоспособности негативен.

Среди факторов, способных поддержать интерес инвесторов к активам развивающихся стран, в том числе – к восточноевропейским, можно отметить следующие:

- ▶ возможности получения помощи от международных финансовых организаций (МВФ, Всемирного банка и т. п.), государств и центральных банков Евросоюза и еврозоны;
- ▶ внутренняя гибкость экономической системы отдельных стран региона, включающая в себя способность переориентации на локальные источники финансирования.

Таким образом, среди государств Восточной Европы наиболее устойчивыми можно назвать Чехию и Польшу (как страны с наиболее развитыми и гибкими экономиками). В то же время в Латвии, Румынии и Украине сохраняются существенные риски, связанные со значительным дефицитом сальдо внешней торговли и текущего счета. Кроме того, потеря доверия к национальным валютам этих стран оказывает существенное давление на объем накопленных резервов, истощая их. В условиях высокой долговой нагрузки на эти государства все перечисленные факторы создают предпосылки для ухудшения кредитоспособности этих стран. Отметим также, что, при прочих равных, страны, ставшие членами Евросоюза, имеют сравнительно большие шансы на получение своевременной помощи со стороны финансового сообщества, поскольку проблемы в них могут расцениваться как представляющие угрозу региону в целом.

### Стоимость страховки от дефолта по обязательствам стран Восточной Европы (5-летние CDS), б.п.



Источник: Bloomberg

Текущие рыночные оценки рисков (спреды CDS), связанных с долговыми обязательствами стран Восточной Европы, к настоящему моменту значительно (в 5-10 раз) возросли по сравнению с показателями середины прошлого года и находятся в интервале от 250 до 350 для Чехии и Польши, а по ряду государств приближаются к отметке в 1000 б.п. или превышают ее (Латвия, Украина).

### Россия и ее подверженность рискам региона

Несмотря на перечисленные риски, отдельные экономики Восточной Европы выглядят более устойчивыми к стрессовым тенденциям на развитых рынках, чем другие. В частности, фундаментальные показатели России создают для нее преимущества по сравнению с другими странами региона.

Объем суверенных фондов Российской Федерации, накопленных благодаря профициту бюджета в течение последних нескольких лет, а также росту поступлений от экспорта нефти, остается достаточным для того, чтобы гарантировать погашение внешнего долга и деноминированных в иностранной валюте обязательств корпоративного и банковского сектора, а также чтобы профинансировать докапитализацию и прочие меры поддержки финансовой системы. Тем не менее, простор для маневра властей при проведении бюджетной политики существенно ограничивается наличием определенных рисков для экономики страны, подрывающих эффективность реализуемых мер:

- ▶ отток капитала и средств с депозитов — как из системы в целом, так и из национальной валюты в иностранную (долларизация экономики);
- ▶ недостаточно высокая устойчивость банковской системы, что уменьшает возможности для улучшения кредитных условий: узкая база фондирования (объем кредитов превышает депозиты в 1,5 раза) и ускоренными темпами возрастающий уровень просроченной задолженности;
- ▶ высокая инфляция.

### Суверенные рейтинги стран Восточной Европы

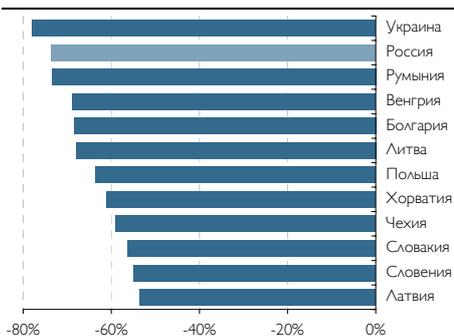
Страна	Рейтинг*	Запас прочности**	Прогноз
Болгария	BVB	2	негативный
Венгрия	BVB	2	негативный
Латвия	BB+	-	негативный
Литва	BVB+	3	-
Польша	A-	4	стабильный
Россия	BVB	2	негативный
Румыния	BB+	-	негативный
Словакия	A+	6	стабильный
Словения	AA	8	стабильный
Украина	CCC+	-	негативный
Хорватия	BVB	2	негативный
Чехия	A	5	стабильный

\* Рейтинг долгосрочных обязательств в иностранной валюте, по классификации агентства S&amp;P

\*\* Количество ступеней до потери инвестиционного рейтинга

Источник: Bloomberg

### Изменение рыночной капитализации за период с середины 2008 г.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Таким образом, несмотря на сильную изначальную позицию, ухудшение состояния государственных финансов (в частности, ожидаемый дефицит бюджета в 2009 г. в размере 8% ВВП) в совокупности со сложностями в проведении монетарной политики в условиях разнополярных рисков значительно снижают привлекательность российских активов в глазах иностранных инвесторов. Отметим также, что суверенные кредитные рейтинги РФ были понижены агентствами S&P и Fitch до уровня «BVB», что в целом отражает увеличившиеся риски.

Тем не менее, значительный объем накопленных золотовалютных резервов (384 млрд долл. по состоянию на 1 марта 2009 г.), а также сохранение положительного сальдо внешней торговли (в силу высокой чувствительности импорта к обменному курсу рубля) выделяют Россию на фоне других стран Восточной Европы как одну из наиболее стабильных в регионе.

Существует риск, что ухудшение экономической ситуации в странах Восточной Европы может негативно сказаться на инвестиционной привлекательности России, несмотря на сравнительно более сильные фундаментальные показатели. Экономический источник риска — внешнеторговые отношения РФ и стран региона. В частности, по итогам 2008 г. доля государств Восточной Европы в совокупном объеме экспорта России составила чуть менее 19,0%, в импорте — чуть более 14,0%. Тем не менее, учитывая структуру российского экспорта и импорта, мы полагаем, что вероятность возникновения отрицательного сальдо внешней торговли с государствами региона является крайне невысокой.

Тем не менее, с точки зрения фондового рынка перечисленные риски в значительной степени уже реализовались. В частности, по степени падения капитализации с середины прошлого года Россия уступает только Украине (-73,6% против -77,9%), которая находится в преддефолтном состоянии. В то же время по показателю P/E российский рынок является наиболее перепроданным среди фондовых площадок региона (на протяжении последних 12 месяцев среднее значение индикатора составило 3,6х при среднем по Восточной Европе в районе 7,0х). Подобная ситуация представляется нам неоправданной, в связи с чем дальнейший обвал рынка акций в случае дефолтов в странах Восточной Европы представляется нам маловероятным, однако мы не можем исключить потенциальной негативной коррекции индексов в случае реализации рисков в регионе.



## Приложение 1: Обзор ситуации в странах Восточной Европы

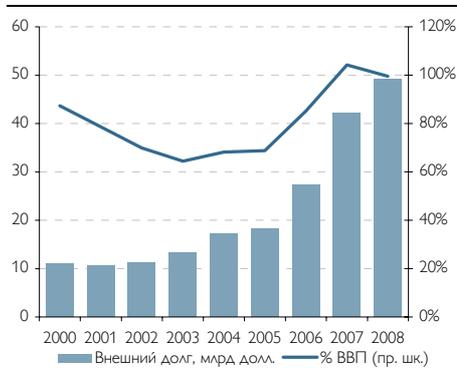
### Болгария

Опасения за кредитоспособность Болгарии как суверенного заемщика вызваны, в первую очередь, риском усугубления рецессии на фоне резкого сокращения внешнего финансирования ввиду следующих факторов:

- ▶ расширение дефицита торгового баланса и текущего счета;
- ▶ нестабильность финансовой системы: соотношение кредитов и депозитов в банковской системе Болгарии составляет 130%, что свидетельствует о том, что до 25% выданных кредитов финансировались за счет средств, привлеченных на рынках капитала, которые перестали функционировать в нормальном режиме после обострения кризиса в развитых странах;
- ▶ сокращение возможностей рефинансирования внешнего долга, объем которого на конец 2008 г. составил 98,2% ВВП, что свидетельствует о высоком уровне долговой нагрузки на экономику. При этом накопленный объем ЗВР покрывает не более трети от суммы внешнего долга. Кроме того, резервы обременены действующей системой полного обеспечения денежного предложения по фиксированному курсу ЦБ (Currency Board Arrangement), в связи с чем альтернативные направления их использования весьма ограничены.

Тем не менее, профицит бюджета в размере 7,0% ВВП (по данным на конец 2008 г.) позволяет говорить о достаточном просторе для маневра при осуществлении фискальной политики.

Динамика внешнего долга Болгарии



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

### Венгрия

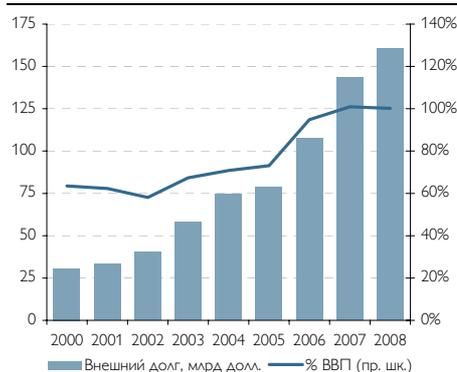
Экономика Венгрии характеризуется высокими валютными рисками, связанными со сложившейся валютной структурой активов и пассивов. На фоне заметного ослабления форинта (на 27,2% во втором полугодии 2008 г.) произошло существенное ухудшение балансов организаций частного сектора, что увеличило риски их дефолта по обязательствам. Отметим также крайне высокий уровень долговой нагрузки: совокупный объем внешнего долга сопоставим с ВВП, произведенным в 2008 г. (соотношение составляет 100,1%).

В результате, несмотря на полученный от МВФ кредит в размере 16 млрд дол., угроза ухудшения кредитоспособности экономики сохраняется, поскольку объем резервов (с учетом финансирования, полученного у международных финансовых организаций) покрывает лишь 31,0% совокупного внешнего долга. Тем не менее, текущая напряженность в экономике, связанная с высокой потребностью в рефинансировании задолженности, была несколько сглажена.

Ключевым фактором, ограничивающим свободу действий властей в области проведения стимулирующей макроэкономической политики является дефицит бюджета на уровне 3,0% ВВП, что представляет собой максимально допустимое значение, согласно условиям Маастрихтского соглашения. Кроме того, несмотря на положительное сальдо торгового баланса по итогам 2008 г., ухудшение условий внешней торговли может привести к смене знака уже в начале 2009 г. При этом баланс счета текущих операций уже является дефицитным (-4,7%).

Среди структурных дисбалансов отметим также тот факт, что объем выданных кредитов превышает сумму привлеченных депозитов на 40%, что свидетельствует о том, что банки лишь на 70% полагаются на средства населения в рамках финансирования кредитной экспансии. Подобная схема проявила себя неустойчивой в условиях кризисных явлений, когда рынки капитала практически перестали функционировать в нормальном режиме и привлечение средств с них стало либо слишком дорогим, либо просто недоступным.

Динамика внешнего долга Венгрии



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка



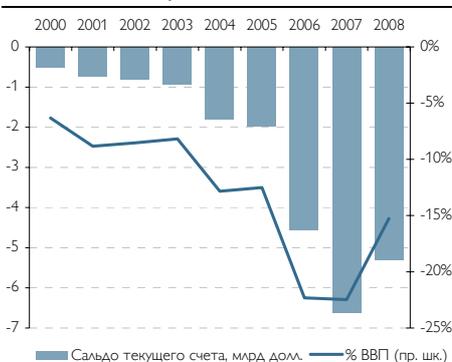
## Латвия

Экономика Латвии переживает суровую рецессию: объем ВВП по итогам 2008 г. сократился на 4,6%, и, согласно консенсус-прогнозу, его падение ускорится в 2009 г. (МВФ ожидает, что совокупный объем произведенной добавленной стоимости снизится еще на 6,0%). При этом ряд структурных несоответствий значительно ограничивает гибкость политики властей по стимулированию экономического роста.

Среди наиболее существенных проблем в экономике Латвии отметим следующие:

- ▶ Накопленный объем внешнего долга (по состоянию на конец третьего квартала 2008 г.) достиг 42,5 млрд дол., что на 22,1% превышает объем произведенного в 2008 г. ВВП. Данный факт свидетельствует о высокой степени зависимости экономики страны от внешних источников финансирования. Отметим, что значительная часть кредитов приходилась на средства материнских и аффилированных компаний, зарегистрированных в Западной Европе;
- ▶ Обширные дефициты сальдо торгового баланса (18,4% ВВП) и счета текущих операций (6,3% ВВП) свидетельствуют о недостаточной адаптивности импорта к изменению валютного курса;
- ▶ Ограниченный простор для проведения стимулирующей фискальной политики в условиях крайне высокого дефицита бюджета страны при необходимости выполнения критериев Маастрихтского соглашения после вхождения Латвии в Евросоюз, а также в условиях сокращения возможностей для финансирования расходов за счет внутренних и внешних заимствований.
- ▶ Поддержание фиксированного обменного курса инструментами ЦБ Латвии обуславливает слабую автономность монетарной политики, а также создает предпосылки для давления на объем ЗВР, которые и без того покрывают не более 8,0% совокупного внешнего долга.

### Динамика сальдо текущего счета Латвии

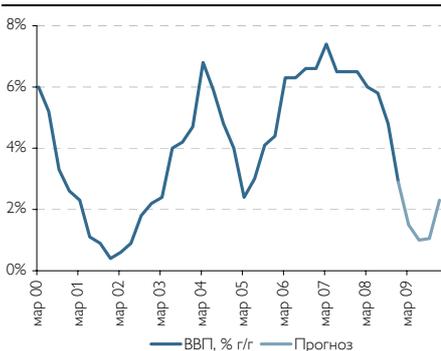


Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

В свете перечисленных проблем отметим, что агентство S&P уже понизило суверенный рейтинг Латвии до неинвестиционного уровня «BB+», и прогноз дальнейшей динамики рейтинга – «негативный» (так же как и у других международных агентств).

## Польша

### Динамика темпов роста ВВП Польши



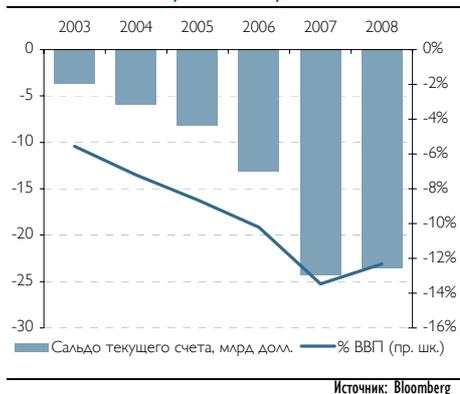
Источник: Bloomberg

Экономика Польши является одной из наиболее развитых и, как результат, наиболее гибкой и устойчивой к негативному воздействию кризисных явлений. Отметим, что среди стран Восточной Европы Польша является одной из немногих, ВВП которой, согласно предварительным оценкам, будет расти в 2009 г. (консенсус-прогноз +1,2%).

Внешний долг не превышает 9,0% ВВП страны и полностью покрывается накопленными резервами, что говорит о незначительной степени зависимости экономики от внешних источников финансирования и низких рисках дефолта по обязательствам. Об этом же свидетельствует и соотношение кредитов и депозитов в банковской системе, которое находится на равновесном уровне в 100%. Таким образом, даже после значительного ослабления национальной валюты угроза суверенной кредитоспособности отсутствует, а финансовая система остается вполне стабильной. При этом баланс бюджета хоть и является дефицитным, находится в допустимых пределах и составляет чуть более 1,5% ВВП. Кроме того, в стране действует система плавающего валютного курса, в связи с чем отсутствует необходимость расходования золотовалютных резервов на осуществление интервенций на рынке FOREX, а у властей имеется большая гибкость в проведении стимулирующей монетарной политики.



## Динамика сальдо текущего счета Румынии



## Румыния

Румыния является одной из наиболее уязвимых стран Восточной Европы с точки зрения чувствительности к негативным внешним шокам. Обширный дефицит внешнеторгового сальдо (8,1% ВВП) и баланса счета текущих операций (11,9%) свидетельствуют о высокой зависимости страны от импортных товаров, что в условиях значительного ослабления национальной валюты (на 25,0% за второе полугодие 2008 г.) создает дополнительные риски для суверенной кредитоспособности. О нестабильности балансов банковской системы говорит тот факт, что объем выданных кредитов в 1,4 раза превышает сумму привлеченных депозитов, которые в условиях кризиса оказались наиболее надежным источником финансирования.

Тем не менее, совокупный объем внешней задолженности (38% ВВП) свидетельствует о не слишком высоком уровне долговой нагрузки на экономику, однако это не исключает проблем с погашением или рефинансированием внешних займов. Накопленных золотовалютных резервов достаточно для покрытия чуть менее 50% номинальной задолженности притом, что в условиях политики управляемого валютного курса их использование на данные цели может быть ограничено в связи с интервенциями на рынке FOREX. Этот же фактор ограничивает автономность проводимой властями стимулирующей монетарной политики.

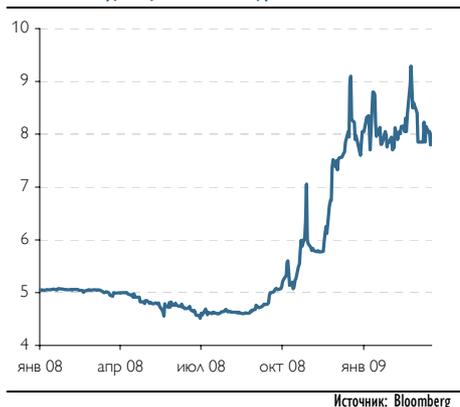
Получение Румынией финансирования от международных финансовых организаций могло бы решить часть проблем, в том числе – с рефинансированием внешних займов, а также ослабить давление на обменный курс. Отметим, что заявка Румынии на получение кредита от МВФ пока находится в стадии рассмотрения.

## Украина

В последнее время вероятность возникновения в Украине банковского и валютного кризисов резко возросла в связи с усилением воздействия стрессовых факторов извне в условиях недостаточной гибкости и адаптивности экономики страны.

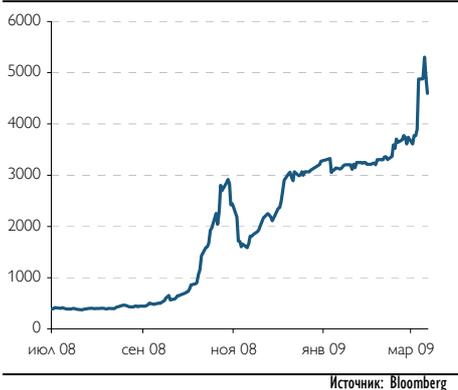
Среди наиболее существенных факторов риска можно выделить следующие явления:

## Динамика курса гривны к доллару США



- ▶ Высокая долговая нагрузка на экономику. Совокупный объем накопленного внешнего долга по состоянию на конец третьего квартала 2008 г. превысил 100 млрд долл. (около 57% ВВП Украины). При этом девальвация национальной валюты почти на 80% в июле – декабре прошлого года вызывает серьезные опасения в возможностях государства расплатиться по внешним обязательствам.
- ▶ Дефицит сальдо внешней торговли и счета текущих операций на фоне ухудшения конъюнктуры мировых товарных рынков. Помимо высокой зависимости украинской экономики от импортируемых товаров, сокращение экспорта в стоимостном выражении в значительной степени было обусловлено снижением цен на металлы – одну из основных статей экспорта. На фоне резкого спада в промышленности адаптивность экономики к ухудшению внешней ситуации вызывает определенные сомнения.
- ▶ Отток капитала и давление на валютный курс. Высокая степень долларизации экономики в условиях давления на курс национальной валюты и сокращения золотовалютных резервов способствует выводу средств из активов, номинированных в гривнах, в связи с чем тенденция оттока капитала, по всей видимости, сохранится в обозримом будущем.
- ▶ Неустойчивость банковской системы. На протяжении последних нескольких месяцев банки Украины столкнулись с существенным оттоком средств со счетов вкладчиков, причем не только в национальной, но и в иностранной валюте. В частности, только в январе текущего года объем депозитов, номинированных в гривнах, сократился на 7,4% г/г, в других валютах – на 2,2% г/г. Кроме того, беспокойство мирового сообщества вызывает временный ввод ограничений на снятие средств со счетов, а также вероятность установления валютного контроля с целью предотвращения оттока капитала из страны.

### Стоимость страховки от дефолта по обязательствам Украины (5-летние CDS), б.п.



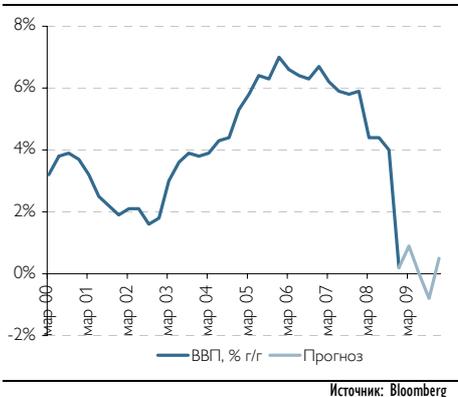
Дополнительным источником нестабильности в стране является наличие политических рисков, связанных с отсутствием консенсуса по экономическим вопросам в высших эшелонах власти.

Отметим, что Украина уже имеет рейтинги на несколько ступеней (от 4 до 7 в зависимости от агентства) ниже границы инвестиционного уровня от всех международных агентств, прогноз – «негативный». Это отражает все описанные риски для кредитоспособности государства, которые сохраняются, несмотря на получение Украиной кредитной линии от МВФ в размере 16,4 млрд долл. Даже при условии расходования всех привлеченных средств на погашение внешней задолженности, в совокупности с накопленными золотовалютными резервами этого хватит для покрытия менее половины объема номинированного в иностранной валюте долга.

Отметим также, что текущие риски инвестирования в суверенные обязательства Украины оцениваются рынком премией в размере 50%. Об этом свидетельствует рост котировок CDS на Украину в 10 раз за последние 6 месяцев.

### Чехия

#### Динамика темпов роста ВВП Чехии



Чехия, наравне с Польшей, является одной из наиболее устойчивых экономик в регионе. Несмотря на то, что уверенный рост ВВП по итогам 2008 г. (на 6,0%) сменится небольшим снижением в 2009 г. (согласно консенсус-прогнозу, производство ВВП сократится на 0,1%), ряд параметров экономики позволит ей адаптироваться к ухудшению внешней конъюнктуры и стимулировать активность за счет гибкой государственной политики.

Вынужденное ослабление национальной валюты (на 27,5% во втором полугодии 2008 г.) в условиях ограниченных золотовалютных резервов привело к ряду последствий. С одной стороны, девальвация спровоцировала вывод средств из активов, номинированных в кронах: об этом свидетельствует отрицательное сальдо текущего счета на уровне 3,1% ВВП. С другой – способствовало коррекции структуры внешней торговли, при этом положительный баланс (2,0% ВВП) свидетельствует о наличии некоторого запаса прочности. Отметим также невысокую зависимость внешних денежных потоков от конъюнктуры мировых рынков энергоносителей, что также делает Чехию сравнительно более устойчивой к стрессовым факторам извне. Кроме того, Чехия не слишком сильно полагалась на внешние источники финансирования: соотношение внешнего долга и ВВП составляет 38,0%.

## Приложение 2: Сравнительные макрохарактеристики стран Восточной Европы

	Болгария	Хорватия	Чехия	Венгрия	Латвия	Литва	Польша	Румыния	Россия	Словакия	Словения	Украина
ВВП, % г/г (2008 г.)	6,4%	н/д	6,0%	0,6%	-4,6%	3,4%	4,8%	н/д	5,6%	6,6%	н/д	н/д
ВВП, % г/г (2009 г. - прогноз)	1,8%	н/д	-0,1%		-6,0%	-4,0%	1,2%	н/д	-0,7%	2,8%	н/д	-10,0%
Внешний долг, % ВВП	98,2%	84,4%	39,5%	100,1%	122,1%	69,5%	8,7%	37,6%	38,3%	55,5%	100,0%	56,9%
Девальвация валюты (2П2008 г.) к долл. США	-13,5%	-15,2%	-27,5%	-27,2%	-13,4%	-13,0%	-39,5%	-25,0%	-25,5%	-12,7%	-13,0%	-78,4%
Режим обменного курса	СВА	MF	MF	Peg	Fixed	СВА	FF	MF	MF	Peg	Peg	Fixed
ЗВР, % внешнего долга	34,1%	25,0%	39,7%	20,9%	8,0%	18,9%	128,7%	49,3%	70,7%	33,6%	1,4%	27,3%
Дефицит бюджета, % ВВП	7,0%	н/д	-0,5%	-3,0%	-15,2%	-2,5%	-1,6%	н/д	4,1%	1,6%	н/д	н/д
Торговый баланс, % ВВП	-2,0%	-1,6%	2,0%	26,4%	-18,4%	-15,0%	-4,5%	-8,1%	12,8%	-0,9%	-7,5%	-10,0%
Сальдо текущего счета, % ВВП	-2,2%	-11,2%	-3,1%	-4,7%	-15,2%	-12,9%	-5,4%	-11,9%	8,1%	-6,2%	-5,6%	-6,4%
Членство в ЕС	+	-	+	+	+	+	+	+	-	+	+	-
Поддержка от МВФ, млрд долл.	н/д	н/д	н/д	15,7	2,3	н/д	н/д	заявка рассматривается	н/д	н/д	н/д	16,4
Рейтинг (S&P)	BВВ	BВВ	A	BВВ	BВ+	BВВ+	A-	BВ+	BВВ	A+	AA	ССС+
Прогноз рейтинга	негативный	негативный	стабильный	негативный	негативный	-	стабильный	негативный	негативный	стабильный	стабильный	негативный
<b>Риски для России:</b>												
Доля в экспорте из РФ	1,0%	н/д	1,5%	2,0%	1,7%	1,0%	4,3%	0,9%	н/п	1,4%	0,1%	5,0%
Доля в импорте в РФ	0,2%	н/д	1,4%	1,4%	0,2%	0,4%	2,6%	0,4%	н/п	1,1%	0,4%	6,1%



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)  
Тел. +7 (495) 913 7474

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 44

<b>Стратегия на фондовом и долговом рынках</b>  Андрей Богданов Артем Архипов Анна Богдюкевич +7 (495) 988 23 44 Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru	<b>Нефть и газ, электроэнергетика</b>  Иван Хромушин Дмитрий Котляров  +7 (495) 980 43 89 Ivan.Khromushin@gazprombank.ru	<b>Транспорт и машиностроение</b>  Алексей Астапов  +7 (495) 428 49 33 Aleksei.Astapov@gazprombank.ru	<b>Потребительский сектор</b>  Рустам Шихахмедов  +7 (495) 428 50 69 Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru
<b>Аналитика долгового рынка</b>  Артем Архипов Яков Яковлев Алексей Астапов +7 (495) 980 41 82 Artem.Arhipov@gazprombank.ru +7 (495) 988 24 92 Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru	<b>Телекоммуникации и медиа</b>  Андрей Богданов  +7 (495) 988 23 44 Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru	<b>Макроэкономика и банковский сектор</b>  Артем Архипов Анна Богдюкевич  +7 (495) 980 41 82 Artem.Arhipov@gazprombank.ru	<b>Редакторская группа</b>  Татьяна Курносенко  +7 (495) 983 18 00 доб. 54084 Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**  
+ 7 (495) 980 4134  
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

#### Организация выпусков

**Игорь Ешков**  
+ 7 (495) 429 96 44  
Igor.Eshkov@gazprombank.ru

#### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Илья Ремизов**  
+7 (495) 983 18 80  
Ilya.Remizov@gazprombank.ru

**Дмитрий Кузнецов**  
+7 (495) 428 49 80  
kuzd@gazprombank.ru

**Сергей Яблонский**  
+7 (495) 719 17 74  
sy@gazprombank.ru

### Департамент рынков фондового капитала

**Максим Шашенков**  
+7(495) 988 23 24  
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

**Константин Шапшаров**  
+7(495) 983 18 11  
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

#### Управление биржевых интернет-операций

**Андрей Блохин**  
+7 (495) 983 17 28  
Andrey.Blokhin@gazprombank.ru

#### Управление сопровождения операций с ценными бумагами

**Александр Федоров**  
+7(495) 428 49 53  
Alexandr.Fedorov@gazprombank.ru

#### Управление рынков фондового капитала

**Андрей Чичерин**  
+7(495) 983 19 14  
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.