

## Смогут ли страны Центральной и Восточной Европы противостоять долговому кризису?

Волна финансового кризиса, связанного с государственными долговыми проблемами, после Греции и ряда других периферийных стран Еврозоны достигла центральной и восточной части Европы. Венгрия оказалась под давлением и была вынуждена предпринять меры, чтобы успокоить рынки, которые хорошо помнят, насколько уязвимыми оказались страны Центральной и Восточной Европы перед лицом кредитного кризиса 2008 г. Между тем стоит отметить, что многие страны этого региона понемногу выходят из глубокой рецессии, связанной с этим кризисом.

# Смогут ли страны Центральной и Восточной Европы противостоять долговому кризису?

Волна финансового кризиса, связанного с государственными долговыми проблемами, после Греции и ряда других периферийных стран Еврозоны достигла Центральной и Восточной части Европы. Венгрия оказалась под давлением и была вынуждена предпринять меры, чтобы успокоить рынки, которые хорошо помнят, насколько уязвимыми оказались страны Центральной и Восточной Европы перед лицом кредитного кризиса 2008 г. Между тем стоит отметить, что многие страны этого региона понемногу выходят из глубокой рецессии, связанной с тем кризисом.

Аналитики Citi отмечают, что проблемы в Западной Европе ударили по финансовым рынкам Центральной и Восточной Европы сильнее, чем где-либо еще. В начале года спрэды кредитных дефолтных свопов стран Центральной и Восточной Европы реагировали гораздо более остро на события в Западной Европе, чем спрэды других развивающихся рынков. Венгерский форинт и польский злотый показали наихудшие результаты среди валют развивающихся рынков за шестинедельный период (начиная с 1 апреля) как по отношению к доллару США, так и по отношению к евро. Аналитики Citi считают, что риски, связанные с неблагоприятным влиянием стран-соседей, увеличиваются. Аналитики прогнозируют 3 вероятных механизма распространения финансового кризиса: Финансовый, Экономический и «Тематический».

**Финансовый механизм распространения финансового кризиса основан на открытости финансовых рынков Центральной и Восточной Европы для банков Западной Европы, и, в частности, банков Греции.** Аналитики Citi отмечают, что за исключением России, Турции и Украины, европейские банки сохраняют значительную степень проникновения в страны Центральной и Восточной Европы (в процентах от ВВП этих стран). Такая ситуация делает уязвимыми страны, которые все еще зависят от желания иностранных кредиторов быть зависимыми от ситуации в периферийных странах Европы. Аналитики Citi также отмечают, что со времени банкротства Lehman Brothers, иностранные банки были чистыми получателями платежей в 8 из 10 крупнейших стран Центральной и Восточной Европы. Аналитики прогнозируют возможность дальнейшего роста неприятных рисков, если европейские банки столкнутся с ростом дефицита капитала.

Тем не менее, аналитики Citi считают, что распространение финансового кризиса может быть ограничено благодаря тому, что экономика стран Центральной и Восточной Европы в настоящее время не зависит от кредитов. Они отмечают, что страны Центральной и Восточной Европы приступили к значительному регулированию текущего счета платежного баланса в 2009-м году, что снижает спрос на кредиты для экономики. Кроме того, аналитики Citi полагают, что существовавшая до банкротства Lehman модель, основанная на быстром увеличении внутренних расходов потребителей благодаря доступности кредитов, потерпела сокрушительную неудачу. Вследствие этого, спрос на кредиты и внутреннее потребление резко снизились, и аналитики Citi предполагают, что внешний спрос будет являться определяющим фактором для роста ВВП во многих странах.

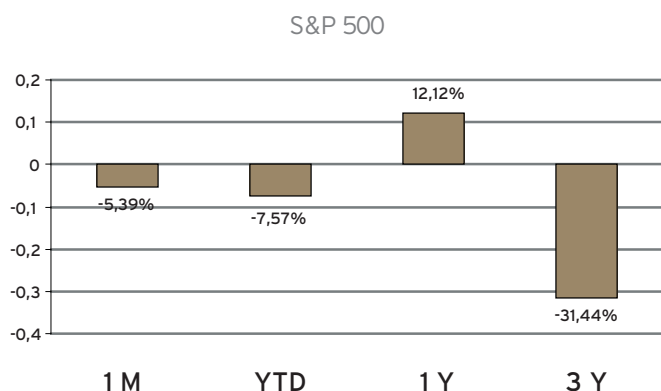
**Экономический механизм распространения финансового кризиса основан на сомнениях относительно роста экономики стран Еврозоны, что может иметь негативное влияние как на экспорт из стран Центральной и Восточной Европы, так и на приток капитала в эти страны.** В условиях растущей зависимости экономического роста от экспорта более слабые темпы развития экономики стран Еврозоны могут привести к внешнему шоку для стран Центральной и Восточной Европы, так как только две страны (Турция и Украина) продают менее 50% своих экспортных товаров в страны Еврозоны. Тем не менее, оценка вероятности распространения финансового кризиса на страны Центральной и Восточной Европы носит комплексный характер.

Несомненно, есть часть экспорта из стран Центральной и Восточной Европы в страны Западной Европы, в особенности в Германию, которая не зависит от конечного спроса в Еврозоне, но которая является частью технологии производства, зависящего от конечного спроса в других странах. Так как недавнее обесценение евро может стимулировать чистый экспорт, уязвимость Центральной и Восточной Европы может быть меньше, чем это предсказывают прогнозы совокупных объемов экспорта в страны Западной Европы.

**И, наконец, «Тематический» механизм распространения финансового кризиса основан на обеспокоенности по поводу высоких коэффициентов отношения долга к ВВП в Западной Европе, что может повлечь за собой неуверенность в стабильности ситуации в других странах Центральной и Восточной Европы, имеющих аналогичные проблемы.** Аналитики Citi считают, что за исключением Венгрии, страны Центральной и Восточной Европы меньше подвержены риску распространения финансового кризиса по этому сценарию. Аналитики отмечают, что даже в странах, в которых соотношение государственного долга и ВВП резко выросло за период 2007-2009 гг. (например, Латвия, Украина, Румыния), все начиналось с незначительного государственного долга, и даже сейчас размер долга продолжает быть далеким от среднего размера государственной задолженности в странах Еврозоны. Лишь Венгрия, где соотношение государственного долга и ВВП составляет 80%, сопоставима с другими странами Еврозоны по средним показателям задолженности.

С учетом всех вышеперечисленных факторов, аналитики Citi приходят к выводу, что ухудшение экономического положения в Еврозоне может негативно повлиять на страны Центральной и Восточной Европы, но при этом в настоящее время ни один из механизмов распространения кризиса не представляется реальной опасностью для стран региона, принимая во внимание отсутствие озабоченности по поводу государственного долга, более низкую зависимость от кредитов и потенциальную выгоду от более слабого евро.

# США

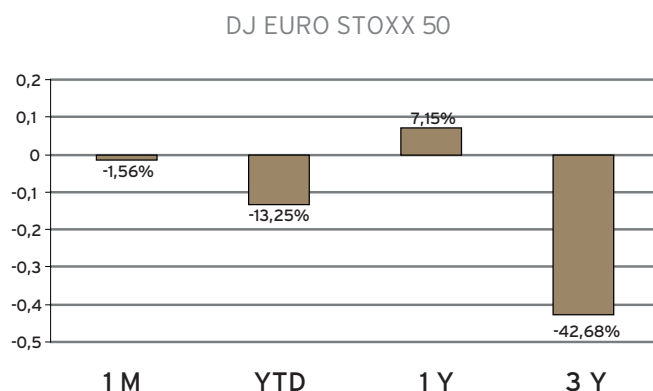


Показатели на 30 июня 2010  
Источник: Рейтер

## Возрастающая угроза со стороны Европы

- ▶ По мнению аналитиков Citi, становится все более очевидным, что хорошие показатели прибыльности компаний становятся стимулом к увеличению расходов и найму работников, что поможет поддерживать стабильные трудовые доходы на фоне уменьшения государственной поддержки экономики.
- ▶ Аналитики Citi считают, что потребительские и коммерческие расходы компенсируют запаздывающее восстановление строительной отрасли и экономические проблемы на федеральном и местном уровнях. Рынок жилой недвижимости за последние месяцы продемонстрировал признаки стабилизации, а малый бизнес начинает активно восстанавливаться.
- ▶ Тем не менее аналитики считают, что новая волна неприятия рисков и сокращения ликвидности, причинами которых являются события в Европе, могут представлять угрозу для финансовой стабильности, необходимой для продолжающегося восстановления экономики США. В связи с этим аналитики считают, что кредитно-денежная политика должна носить сверхмягкий характер в течение более продолжительного периода, чем они полагали ранее.
- ▶ По данным аналитиков Citi, инфляция снижается до 1%, что является следствием снижения цен на жилье и существенного экономического спада. Вместе с тем восстановление уровня доходов и устойчивые инфляционные ожидания должны способствовать стабилизации цен в ближайшее время.
- ▶ Аналитики Citi отмечают наличие «панических» настроений и считают акции США недооцененными. На фондовом рынке сложилась такая ситуация, что практически 100% текущих рыночных оценок акций подразумевают практически полное отсутствие роста прибыли на акцию в долгосрочном периоде.

# Еврозона



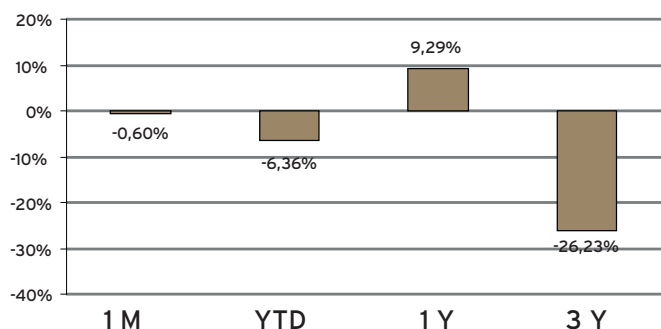
Показатели на 30 июня 2010  
Источник: Рейтер

## Ожидается увеличение различий между европейскими странами

- ▶ Аналитики Citi оставили свой прогноз ВВП региона на 2010 год неизменным (на уровне 1,1%), но в то же время ожидается увеличение различий в темпах роста между странами с наиболее жесткой бюджетно-налоговой политикой, т.е. теми, которые объявили о дополнительных мерах строгой экономии на этот год, и странами с более мягкой бюджетной политикой.
- ▶ Чтобы не допустить распространения финансового кризиса со стороны Греции, Совет Европы разработал пакет стабилизационных мер для европейских стран объемом 750 млрд евро, а Европейский Центральный Банк (ЕЦБ) согласился выкупать государственные долговые обязательства на вторичном рынке. По оценкам аналитиков Citi, этот механизм стабилизации позволит предотвратить риск дефолта в странах Еврозоны в ближайшем будущем, но вряд ли поможет предотвратить реструктуризацию долга Греции.
- ▶ По мнению аналитиков Citi, Европейский Центральный Банк будет держать ключевые процентные ставки на прежнем уровне до конца 2011 г. на фоне прогнозов слабого экономического роста и инфляции в ближайшие годы, а также стремления избежать недостатка ликвидности.
- ▶ Увеличение темпов экономического роста и положительный операционный рычаг будут способствовать устойчивому росту доходов компаний. Аналитики Citi ожидают увеличения роста прибыли в Европе на 20% в 2010 и 2011 гг.
- ▶ Однако аналитики Citi полагают, что лучшие возможности для структурного роста предоставляют фондовые рынки стран с развивающимися рынками; лучшие возможности для циклического роста представлены в США, если сравнивать с компаниями, ориентированными на внутренний рынок. Таким образом, аналитики по-прежнему отдают предпочтение компаниям, имеющим выход на мировые рынки.

# Азия

MSCI Азиатско-Тихоокеанский регион (вкл. Японию)



Показатели на 30 июня 2010  
Источник: Рейтер

## Япония

**Банк Японии, вероятно, сохранит ключевые процентные ставки на прежнем уровне вплоть до первой половины 2011 г. включительно.**

► Опережающие темпы роста японской экономики могут сохраниться и в последующие месяцы, чему будет способствовать дальнейшее увеличение объемов экспорта, рост инвестиций в бизнес и жилищное строительство, а также некоторое улучшение ситуации в сфере занятости населения. По мнению аналитиков Citi, циклический механизм экономического развития, при котором увеличение объемов экспорта способствует росту деловой активности, может остаться незадействованным в 2010 г. по причине устойчивости экономик других азиатских стран.

► Между тем, компании не спешат увеличивать затраты на рабочую силу, что может ограничить рост доходов населения, но в то же самое время привести к значительному росту прибыли самих компаний в этом году.

► Согласно прогнозам аналитиков Citi, Банк Японии будет поддерживать ключевые процентные ставки на прежнем уровне до последних месяцев 2011 г.

## Азиатско-Тихоокеанский регион

### Снижение инфляционного давления

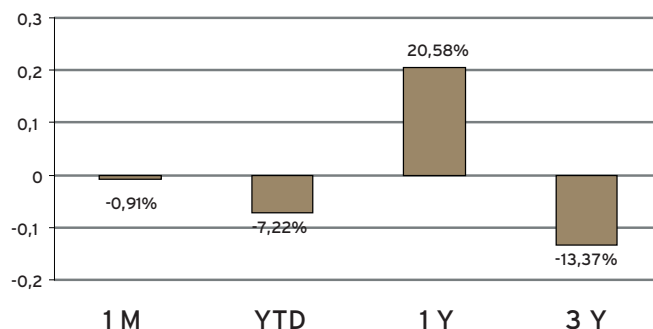
► Согласно данным аналитиков Citi, восстановление экономики азиатских стран продолжает набирать обороты на фоне роста конечного спроса в США и внутреннего спроса в данном регионе.

► Между тем недавние данные показали, что инфляция неожиданно замедлилась. По мнению аналитиков Citi, уменьшение спроса в развитых странах непосредственно способствовало замедлению темпов роста цен в Азиатском регионе, что позволило регуляторам этих стран использовать менее радикальные методы внедрения их крайне мягкой кредитно-денежной политики.

► Аналитики Citi отдают предпочтение рынкам Гонконга, Кореи и Тайваня. Аналитики полагают, что банки играют ключевую роль в восстановлении экономик всех стран этого региона. В то же самое время рыночная стоимость активов выглядит достаточно привлекательной.

# Развивающиеся рынки

MSCI Развивающиеся рынки



Показатели на 30 июня 2010  
Источник: Рейтер

### Постепенный выход из рецессии в странах региона СЕЕМЕА

► В то время как другие страны с развивающимися рынками могут продолжить попытки стабилизации состояния валютного рынка посредством повышения ключевых процентных ставок в ближайшие месяцы, в странах региона СЕЕМЕА (Центральная и Восточная Европа, Ближний Восток и Африка) ожидается минимальное повышение процентных ставок. При этом во многих странах региона процентные ставки все еще сохраняются на высоком уровне вследствие связанной с кризисом необходимости ужесточения кредитно-денежной политики в 2009 году. По прогнозам аналитиков Citi, наибольший рост процентных ставок ожидается в этом году в Турции, где процентные ставки остаются на неустойчивом низком уровне.

► Восстановление экономики стран Латинской Америки продолжается, и при этом, по мнению аналитиков Citi, рост инфляции, высокие инфляционные ожидания, а также небольшие спады производства должны ускорить прохождение латиноамериканскими странами этапа проведения жесткой кредитно-денежной политики.

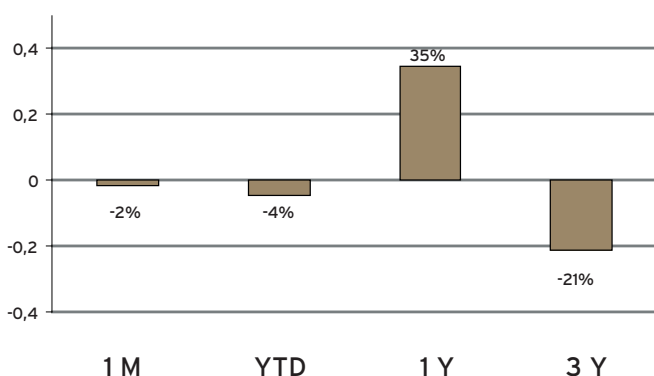
► Ожидается укрепление валют большинства стран Латинской Америки, чему будет способствовать восстановление мировой экономики, цены на сырьевые товары, а также приток иностранных инвестиций в ближайшее время. Аналитики Citi по-прежнему прогнозируют рост курса валют стран региона СЕЕМЕА (особенно южноафриканского ранда (ZAR) и польского злотого (PLN)), несмотря на сохраняющиеся опасения по поводу ситуации на периферии Еврозоны.

► По мнению аналитиков Citi, в 2010 г. доходность акций компаний, входящих в индекс MSCI Latin America, будет более скромной, т.к. рынки ожидают того момента, когда доходы компаний сравняются с высокими рыночными оценками их акций, достигнутыми в конце 2009 г. Среди стран региона аналитики считают наиболее привлекательными Бразилию и Мексику.

► Несмотря на некоторую обеспокоенность мировых рынков, аналитики Citi делают благоприятные среднесрочные прогнозы относительно ситуации в странах региона СЕЕМЕА, принимая во внимание тот факт, что экономические показатели стран этого региона превышают прогнозируемые, прогнозы прибыльности увеличиваются, а цены на акции остаются невысокими. Однако аналитики признают возможность повышения уязвимости экономик этих стран в ближайшем будущем по причине проблем с государственными долгами в странах Еврозоны. Среди стран этого региона наиболее привлекательной является Россия.

# Россия и рубль

Индекс ММВБ



Показатели на 30 июня 2010  
Источник: Рейтер

## Окончание политики понижения процентных ставок

► Ключевые индикаторы экономической активности указывают на более быстрое восстановление экономики, чем показывает предварительная оценка роста ВВП в размере 2,9% в первом квартале 2010 года. Хотя эти данные ставят под сомнение 6%-й прогноз роста ВВП на 2010 год, сделанный аналитиками Citi, они тем не менее пока оставляют этот прогноз неизменным. Рост потребительских расходов постепенно ускоряется на фоне улучшения потребительских настроений и роста реальных доходов. Аналитики Citi ожидают роста розничных продаж на 7% в годовом исчислении во втором квартале 2010 года.

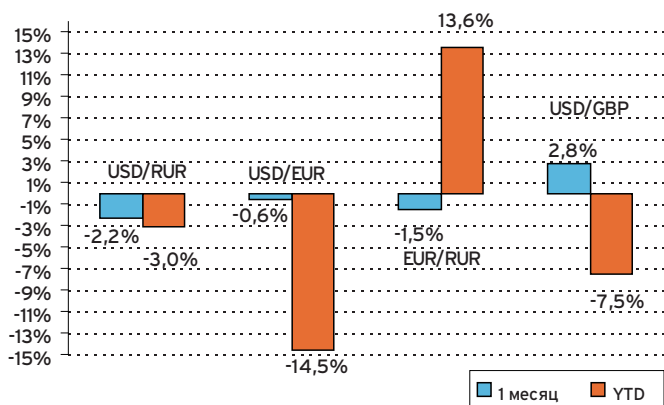
► Аналитики Citi видят признаки того, что ситуация в экономике может заставить правительство увеличить расходы уже в середине 2010 года, а бюджетный дефицит может упасть до уровня 3-3,5% в 2010 г. благодаря ценам на нефть, превышающим запланированный в бюджете уровень, а также внутреннему потреблению и импорту. Отношение долга ВВП в России меньше, чем 10%, что выгодно отличается от других стран «Большой двадцатки», однако большой внешний долг частного сектора (на уровне 30% от ВВП) указывает на наличие определенных рисков.

► В конце июня Центральный Банк России решил оставить неизменными ставку рефинансирования и другие ключевые процентные ставки вследствие улучшения экономической активности и позитивных тенденций в финансовом секторе. В последний раз ЦБ понижал ставку рефинансирования в конце мая до уровня 7,75%, в целом с апреля 2009 года снижение составило 525 базисных пунктов. Аналитики Citi считают, что дальнейшее снижение ставок маловероятно, т.к. к концу 2010 года ожидается рост инфляционных рисков.

► Ожидается, что ужесточение кредитно-денежной политики сначала начнется с увеличения нормативов резервов и/или с укрепления курса рубля, а рост ключевых ставок будет отложен до конца 2011 года. Аналитики Citi ожидают, что рубль укрепится к концу текущего года. Текущий прогноз курса рубля к основным валютам на конец года – 30,5/\$, 37,5/€.

► Аналитики Citi считают, что российские акции в настоящее время достаточно дешевы. Анализ фундаментальных показателей показывает, что российский фондовый рынок является одним из самых недооцененных среди развивающихся рынков. Среди отдельных секторов аналитики Citi считают наиболее привлекательными нефть и газ, банки и электроэнергетику.

# Соотношение валют



Показатели на 30 июня 2010  
Источник: Рейтер

► Аналитики Citi считают, что циклическое отставание экономики Еврозоны от экономики США в совокупности с неприятным повышенным риском из-за проблем государственного долга в Еврозоне, может заставить евро протестировать уровень 1,15\$/€ в ближайшие месяцы.

► В долгосрочной перспективе аналитики Citi прогнозируют стабилизацию курса евро на уровне 1,33\$/€, что означает, что в настоящее время евро сильно недооценен. В последние месяцы года курс евро может укрепиться благодаря большей готовности инвесторов рисковать, а также повышенному вниманию к долговым и бюджетным проблемам США.

► План нового правительства Великобритании заключается в сокращении бюджетных расходов и повышении налогов с целью значительного снижения дефицита бюджета во избежание риска снижения кредитного рейтинга страны и переоценки участниками рынка положения Великобритании. Сокращение задолженности, повышение кредитного рейтинга и улучшение текущего счета платежного баланса должны привести к росту курса фунта стерлинга в долгосрочной перспективе. Однако в краткосрочной и среднесрочной перспективе комбинация «дешевых» денег и ужесточения бюджетно-налоговой политики приведут к ослаблению курса валют.

► Возрос риск ослабления темпов экономического роста в странах Еврозоны, следствием чего может быть негативное влияние на валюты стран региона СЕЕМЕА, а в особенности на валюты стран Центральной Европы. Тем не менее большинство краткосрочных прогнозов аналитиков Citi в отношении валют стран Центральной Европы, Ближнего Востока и Африки продолжают оставаться гораздо более позитивными, чем на более долгосрочную перспективу. В особенности это относится к российскому рублю и польскому злотому.

# Облигации

---

## Положительный взгляд на корпоративные облигации с высоким кредитным рейтингом

### Казначейские облигации США

По мнению аналитиков Citi, процентные ставки будут ограниченными, однако ужесточение кредитно-денежной политики может начаться уже во второй половине текущего года, при этом размер долгосрочных спредов будет увеличиваться.

### Корпоративные облигации США

Несмотря на прогнозируемое снижение доходности этих облигаций на фоне приближения спредов доходности к фазе долгосрочного равновесия, аналитики Citi продолжают считать, что доходность корпоративных облигаций США все же превысит доходность других классов облигаций с высоким рейтингом. Между тем ожидается, что спреды высокодоходных облигаций продолжат все более сокращаться с течением времени под влиянием положительных технических факторов и улучшения основных экономических показателей, которые будут способствовать росту их доходности.

### Еврооблигации

Бюджетные дефициты в странах, находящихся на периферии Еврозоны, представляют собой главные риски на пути повышения процентных ставок в Германии. Что касается Великобритании, аналитики Citi отдают предпочтение краткосрочным облигациям по причине того, что большой бюджетный дефицит и давление инфляции ограничат перспективы увеличения доходности облигаций.

### Облигации развивающихся рынков

Аналитики Citi положительно оценивают долговые обязательства стран Азии и Латинской Америки, т.к. улучшается ликвидность и присутствует склонность к рискам.

---

#### Юридическая информация

Данный документ не является предложением по продаже или заключению сделки, и все выраженные в нем мнения могут быть изменены без уведомления. Изложенные в данном документе данные предназначены только для целей обсуждения. Несмотря на то, что содержащаяся в данном документе информация могла быть получена из различных опубликованных и неопубликованных источников, которые считаются достоверными, ни ЗАО КБ «Ситибанк», ни «Ситибанк Н.А.», ни «Ситигрупп, Инк.», ни их аффилированные лица и дочерние компании не гарантируют точности и полноты этой информации и не несут ответственности за прямые или косвенные убытки, возникающие в связи с ее использованием.

Инвестиционные продукты не застрахованы государством, не являются банковским депозитом, не гарантируются банком. Могут потерять стоимость, включая возможную потерю сумм основных инвестиций. Инвестиционные активы в иностранной валюте подвержены валютному риску, который может выражаться в потерях основной суммы инвестиций, частично или полностью.

До принятия какого-либо инвестиционного решения Вы должны определить для себя экономические риски и выгоды, а также юридические, налоговые и бухгалтерские аспекты и последствия сделки, и решить, что эти инвестиции

отвечают Вашим целям, и что Вы способны взять на себя соответствующий риск. Данная информация не может воспроизводиться или предоставляться иным лицам, за исключением профессиональных консультантов клиента. Показатели прошлых периодов не определяют результаты в будущем, а значения индексов могут повышаться или понижаться. Настоящая информация предназначена только для клиентов ЗАО КБ «Ситибанк».

Иностранные ценные бумаги, не размещенные публично и/или не обращающиеся в свободном обороте в России, а также иностранные финансовые инструменты, не являющиеся ценными бумагами, не могут предлагаться неограниченному количеству инвесторов или неквалифицированным инвесторам и могут приобретаться и/или продаваться только квалифицированными инвесторами в рамках, определенных российским законодательством (Федеральный закон 39-ФЗ от 22.04.1996 с поправками от 28.04.2009).

Источники:

Citi Monthly Outlook June 2010; Citi Russia Macro View: Recent Developments and Policy Challenges for 2011; Citi Russia Macro Flash: End of the rate-cut cycle; Citi Russia Strategy Notebook; MSCI; Reuters.