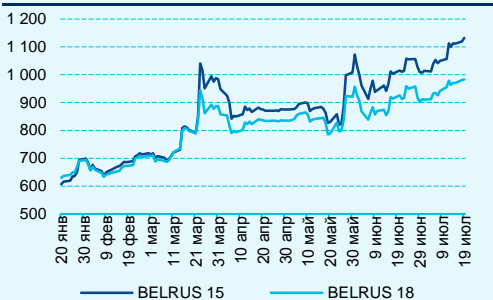


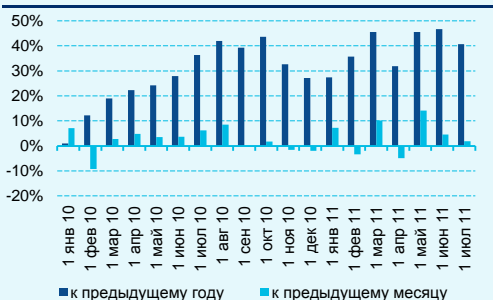
**FLASHNOTE**

# Белоруссия

## Проценты с интересом

**Z-спреды облигаций BELRUS 15 и BELRUS 18**


Источник: Bloomberg

**Динамика денежной массы**


Источники: Национальный банк РБ, «Открытие Капитал»

**Внешняя торговля в 2011 г., \$ млн**

	Экспорт	Импорт	Сальдо
Январь-апрель	11 253	15 004	(3 751)
Январь-май	14 860	18 728	(3 869)
Май (расчетный показатель)	3 606	3 724	(117)
<b>1К11-май, изменение</b>	<b>-4%</b>	<b>-26%</b>	

Источники: Национальный статистический комитет РБ, «Открытие Капитал»

В ближайшие дни ожидается выплата купонов по облигациям BELRUS 15 и BELRUS 18. Хотя текущие котировки выпусков близки к минимальным, а спреды – к максимальным значениям, за последние два месяца состояние экономики Белоруссии в целом скорее улучшилось, нежели наоборот. Хотя политическая нестабильность и общая нерасположенность инвесторов к рискам продолжают оказывать давление на котировки, мы полагаем, что своевременная выплата купонов возродит интерес к бумагам. Дополнительную поддержку должна оказать дальнейшая стабилизация в экономике, в результате чего стоимость инструментов BELRUS 15 должна приблизиться к нашей прогнозной цене, сниженной недавно до 96% от номинала.

**Развитие ситуации и последние события.** В случае Белоруссии приближающие выплаты купонов имеют особое значение, поскольку до настоящего времени нестабильность грозила техническими нарушениями даже при наличии финансовых возможностей и политической готовности выполнять свои обязательства. Купонные платежи по обоим выпускам еще на полгода продлят срок, в течение которого возможны либо укрепление внутренней стабильности, либо полная замена правящего режима, причем любой из вариантов в конечном итоге должен стать благоприятным для суверенных обязательств фактором. Хотя внутривнутриполитическая обстановка остается нестабильной, оптимизма добавляет наметившееся в последнее время потепление в отношениях с Москвой: российский премьер В. Путин выразил «сожаление» по поводу возникшей напряженности, а белорусский президент А. Лукашенко предпринял попытку пригласить «лишние эмоции» в диалоге между двумя «славянскими государствами».

**Инфляция.** С начала года инфляция, согласно последним публикациям, составила 36% (такими темпами цены не росли уже десять лет). Можно, впрочем, найти и плюсы, ведь показатели могли быть выше, если учесть весеннюю девальвацию национальной валюты на те же 36%.

Дальнейшее серьезное ухудшение ситуации нам представляется маловероятным, поскольку иностранная валюта – а с ней и заграничные товары – становится все более доступной, в связи с чем население постепенно перестает скупать все подряд по любым ценам.

Уместно, как мы полагаем, в очередной раз подчеркнуть разницу между высоким уровнем инфляции и гиперинфляцией, причем Белоруссии гиперинфляция, вопреки распространенному в средствах массовой информации мнению, не грозит. Уже тот факт, что власти страны изыскивают финансирование за рубежом, в принципе исключает необходимость сверхурочной работы печатного станка, что обычно приводит к гиперинфляции. Увеличение в последнее время денежной массы не говорит о зарождающейся гиперинфляции или о заметном посткризисном ухудшении ситуации минувшей весной (в январе-июне рост цен к прошлогодним уровням составлял в среднем 41%, а среднемесячная инфляция – 3.7%). Центральный банк не отступает от взятого курса на ужесточение денежно-кредитной политики и с последним повышением ключевой ставки на 200 б.п. довел ее до 20%.

**Торговый баланс.** Дефицит торгового баланса за январь-май, который по сравнению с аналогичным периодом прошлого года увеличился на 41%, действительно вызывает опасения. Но отчетный период включает

первый квартал, когда страна проявила, вероятно, невиданную ранее расточительность, что и стало главной причиной возникновения нынешнего кризиса. Если вычесть показатели января-марта, статистика свидетельствует о резком – на 75% – сокращении дефицита во внешней торговле в мае (более того, в новостях зачастую даже говорилось об активном сальдо).

Пересчитанный на год дефицит торгового баланса такого масштаба – при неизменных условиях – означал бы отрицательное сальдо счета текущих операций в районе 6% (против 16% в 2010 г.). Майские показатели торгового баланса, разумеется, не заложат основу нового тренда, поскольку они обусловлены исключительно дефицитом иностранной валюты на белорусском рынке. Тем не менее, тот факт, что импорт резко сократился в последний месяц весны, а экспорт остался практически неизменным, можно только приветствовать.

**Продажа государственной собственности.** Из-за особенностей структуры своей экономики Белоруссии в обозримом будущем предстоит жить в условиях дефицита счета текущих операций, несмотря на некоторое уменьшение дисбаланса во внешней торговле в последнее время. В этом контексте динамика дефицита и источники его финансирования по-прежнему имеют большее значение, нежели абсолютные величины. Что касается финансирования, то критически важной остается программа приватизации госсобственности, предусмотренная кредитом Евразийского экономического сообщества (первую скрипку в нем играет Россия), первый транш которого в размере \$800 млн Белоруссия получила в июне.

Пока об успешной реализации программы приватизации речи не идет, что вызывает опасения относительно соблюдения Белоруссией условий кредита. Напомним, что Минск обязался реализовать в текущем году государственные активы на сумму в \$2.5 млрд, чтобы претендовать на получение новых траншей. После подписания соглашения о кредите власти называли все больше и больше предприятий, которые могут быть приватизированы, причем предлагаемые варианты продажи варьировались от прямых иностранных инвестиций до вывода акций на зарубежные торговые площадки.

Однако до сих пор все заявления о намерениях таковыми и остаются: в лучшем случае чиновники называли подлежащее приватизации предприятие, озвучивая иной раз сумму, которую хотели бы выручить (при этом в большинстве своем оценки представлялись завышенными). Вряд ли заслуживают доверия заявления о возможности продажи акций на бирже, в особенности на западноевропейских площадках: свою роль играют как политические реалии, так и состояние рынка (для примера, некоторые украинские компании, намеревавшиеся провести первичное размещение акций на бирже в Варшаве, были вынуждены пересмотреть свои планы по причине рыночной волатильности).

В этой связи только продажа «Газпрому» оставшейся доли в капитале компании «Белтрансгаз» за \$2.5 млрд представляется возможной в этом году, главным образом потому что стороны уже согласовали цену, а «Газпром» публично подтвердил свою готовность ее заплатить. Белоруссия, однако, отложила переговоры в попытке увязать продажу актива с пересмотром условий действующего соглашения об импорте газа, но российская газовая монополия пока упорно отказывалась пойти на уступки. Переговоры продолжатся в сентябре, и мы рассчитываем на более конструктивный исход ввиду приближения отопительного сезона.

**Взгляд на рынок.** Мы по-прежнему положительно оцениваем внешние облигации Белоруссии, но не так давно понизили прогнозную цену по выпуску BELRUS 15 с 98% до 96% от номинала, учитывая нерасположенность инвесторов к операциям с рискованными активами, а также возросшие риски успешного проведения реформ в части реализации госсобственности. Мы предполагаем, что торговая активность возрастет, когда облигации будут торговаться без права получения купона, и рекомендуем воспользоваться недавним снижением котировок для покупки бумаг. Как и прежде обратим особое внимание на риски масштабного падения рыночной стоимости вложений в связи с волатильностью рынка на фоне политической нестабильности и сохраняющегося нежелания инвесторов рисковать.

## ANALYST CERTIFICATION

The research analysts whose names appear on research reports prepared by Otkritie Group certify that: i) all of the views expressed in the research report accurately reflect their personal views about the subject security or issuer, and ii) no part of the research analysts' compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed by the research analysts in research reports that are prepared by Otkritie Group.

The research analysts whose names appear on research reports prepared by Otkritie Group received compensation that is based upon various factors including Otkritie Group's total revenues, a portion of which are generated by Otkritie Group's investment banking activities.

## Global Disclaimer

This report has been prepared by Otkritie Securities Limited, a subsidiary of JSC Otkritie Financial Corporation. JSC Otkritie Financial Corporation, its subsidiaries, branches and affiliates are referred to herein as Otkritie Group. Otkritie Capital is the global brand name for Otkritie Group and its affiliates worldwide, as well as being a marketing name for the UK based investment research business of Otkritie Securities Limited. For more information about the structure of the group and its subsidiaries please visit [www.otkritie.com/en/about/business\\_structure/](http://www.otkritie.com/en/about/business_structure/). This report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. Nothing in this report constitutes a representation that any investment strategy or recommendation contained herein is suitable or appropriate to a recipient's individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation.

It is published solely for information purposes, it does not constitute an advertisement and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any securities or related financial instruments in any jurisdiction. The information presented herein does not comprise a prospectus of securities for the purposes of EU Directive 2003/71/EC or Federal Law No. 39-FZ of 22 April 1994 (as amended) of the Russian Federation "On the Securities Market". Any decision to purchase securities in any proposed offering should be made solely on the basis of the information to be contained in the final prospectus published in relation to such offering. No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, except with respect to information concerning JSC Otkritie Financial Corporation, its subsidiaries and affiliates, nor is it intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. Otkritie Group does not undertake that investors will obtain profits, nor will it share with investors any investment profits nor accept any liability for any investment losses. Investments involve risks and investors should exercise prudence in making their investment decisions. Investing in emerging markets such as Russia, other CIS countries and emerging markets securities involves a high degree of risk and investors should perform their own due diligence before investing. Past performance is not necessarily a guide to future performance. The value of any investment or income may go down as well as up and you may not get back the full amount invested. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or groups of Otkritie Group as a result of using different assumptions and criteria. Research will initiate, update and cease coverage solely at the discretion of Otkritie Group Research Management. The analysis contained herein is based on numerous assumptions. Different assumptions could result in materially different results. The analyst(s) responsible for the preparation of this report may interact with trading desk personnel, sales personnel and other constituencies for the purpose of gathering, synthesising and interpreting market information. Otkritie Group is under no obligation to update or keep current the information contained herein. Otkritie Group relies on information barriers to control the flow of information contained in one or more areas within Otkritie Group, into other areas, units, groups or affiliates of Otkritie Group. The compensation of the analyst who prepared this report is determined exclusively by research management and senior management (not including investment banking). Analyst compensation is not based on investment banking revenues, however, compensation may relate to the revenues generated by the investment banking business of JSC Otkritie Financial Corporation as a whole, of which investment banking, sales and trading are a part.

The securities described herein may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Options, derivative products and futures are not suitable for all investors, and trading in these instruments is considered risky. Mortgage and asset-backed securities may involve a high degree of risk and may be highly volatile in response to fluctuations in interest rates and other market conditions. Past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related instrument mentioned in this report. For trade execution or other enquiries, clients should contact their local sales representative. Neither JSC Otkritie Financial Corporation nor any of its affiliates, nor any member of Otkritie Group's directors, employees or agents accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or any part of this report. For financial instruments admitted to trading on a Russian or other regulated markets: JSC Otkritie Financial Corporation, its affiliates or subsidiaries (excluding Otkritie Inc.) may act as a market maker or liquidity provider in the financial instruments of such issuer or issuers. Otkritie Group and its affiliates and employees may have long or short positions, trade as principal and buy and sell in instruments or derivatives identified herein.

Any prices stated in this report are for information purposes only and do not represent valuations for individual securities or other instruments. There is no representation that any transaction can or could have been effected at those prices and any prices do not necessarily reflect Otkritie Group's internal books and records or theoretical model-based valuations and may be based on certain assumptions. Different assumptions, by Otkritie Group or any other source, may yield substantially different results.

**United Kingdom and the rest of Europe:** Except as otherwise specified herein, this material is communicated by Otkritie Securities Limited, a subsidiary of JSC Otkritie Financial Corporation, to persons who are eligible counterparties or professional clients and is only available to such persons. The information contained herein does not apply to, and should not be relied upon by, retail clients. Otkritie Securities Limited is authorised and regulated by the Financial Services Authority (FSA). Research produced under the brand name of Otkritie Capital complies with all FSA requirements and laws concerning disclosures and these are indicated on the research where applicable. **Russia:** Distributed by the Moscow Representative office of Otkritie Securities Limited. **United States:** Distributed to US persons by Otkritie Inc. a member of FINRA and SIPC or, by a group, subsidiary or affiliate of JSC Otkritie Financial Corporation that is not registered as a US broker-dealer (a 'non-US affiliate'), to major US institutional investors only. Otkritie Inc. accepts responsibility for the content of a report prepared by another non-US affiliate when distributed to US persons by Otkritie Inc.

All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through Otkritie Inc. and not through a non-US affiliate. Although it has accepted responsibility for the content of this research report when distributed to US investors, Otkritie Inc. did not contribute to the preparation of this report and research analysts contributing to this report who are employed by any non-US affiliate of Otkritie Inc. are not registered/qualified as research analysts with the NASD and NYSE and therefore are not subject to the restrictions contained in the NASD and NYSE rules on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account. Among other things, this means that the entity issuing this report and the analysts authoring this report are not subject to all the disclosures and other US regulatory requirements to which Otkritie Inc. and its employees and associated persons are subject.

The disclosures contained in research reports produced by Otkritie Securities Limited shall be governed by and construed in accordance with English law.

Otkritie Group specifically prohibits the redistribution of this material in whole or in part without the written permission of Otkritie Group and accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. Images may depict objects or elements which are protected by third party copyright, trademarks and other intellectual property rights. © Otkritie Capital 2011. The key symbol and Otkritie Capital are among the registered and unregistered trademarks of Otkritie Group. All rights reserved.

**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ +7 (495) 777 5656**

**Александр Бурганский**  
Начальник аналитического департамента  
burgansky@open.ru  
+7 (495) 213 1825

**Рынок акций**

**Владимир Савов**  
Начальник департамента  
savov@open.ru  
+7 (495) 213 1826

**Стратегия**

**Том Манди**  
mundy@open.ru  
+7 (495) 213 1833

**Павел Марьясов**  
maryasov@open.ru, доб. 4415

**Экономика**

**Владимир Тихомиров**  
tikhomirov@open.ru  
+7 (495) 213 1829

**Полина Бадасен**  
badasen@open.ru, x4663

**Нефть и газ**

**Александр Бурганский**  
burgansky@open.ru  
+7 (495) 213 1825

**Вадим Митрошин**  
mitroshin@open.ru  
+7 (495) 213 1828

**Татьяна Калачова**  
kalachova@open.ru, доб. 4717

**Андрей Богданович**  
bogdanovich@open.ru, доб. 4320

**Банки**

**Владимир Савов**  
savov@open.ru  
+7 (495) 213 1826

**Ольга Найденова**  
naydenova@open.ru, доб. 4395

**Электроэнергетика**

**Сергей Бейден**  
beiden@open.ru  
+7 (495) 213 1835

**Вадим Паламарчук**  
palamarchuk@open.ru, доб. 4401

**Долговой рынок**

**Рональд Солберг**  
Начальник департамента  
+44 20 7826 8259  
ronald.solberg@otkritie.com

**Стратегия**

Кредитная стратегия  
**Брюс Гудвин**  
bruce.goodwin@otkritie.com  
+44 20 7826 8265

Суверенные и локальные рынки  
**Вадим Соболевский**

+44 20 7826 8211  
vadim.sobolevski@otkritie.com

**Рублевые облигации**

**Евгений Воробьев**  
vorobiev@open.ru, доб. 4331

**Еврооблигации**

**Дмитрий Поляков**  
dmitry.poliakov@otkritie.com  
+44 20 7826 8205

**Наргиз Садыхова**  
nargiz.sadykhova@otkritie.com  
+44 20 7826 8268

**Рублевые облигации**

**Александр Афонин**  
afonin@open.ru, доб. 4309

**Ольга Николаева**  
nikolaeva-o@open.ru, доб. 4397

**Максим Гребцов**  
grebtsov@open.ru, доб. 4340

**Количественный анализ**

**Гарэт Весселс**  
+44 20 7826 8255  
gareth.wessels@otkritie.com

**Искандер Абдуллаев**  
abdullaev@open.ru, доб. 4300

**Том Спенсер**  
+44 20 7826 8254  
tom.spencer@otkritie.com

**Металлургия**

**Роберт Манс**  
mantse@open.ru  
+7 (495) 213 1832

**Денис Габриелик**  
gabrielik@open.ru  
+7 (495) 213 1831

**Телекоммуникации, медиа, ИТ**

**Александр Венгранович**  
vengranovich@open.ru, доб. 4307

**Потребительский рынок, недвижимость**

**Марат Ибрагимов**  
ibragimov@open.ru  
+7 (495) 213 1834

**Транспорт**

**Ирина Ступаченко**  
stupachenko@open.ru, доб. 4294

**Химия, машиностроение, инфраструктура**

**Игорь Краевский**  
kraevsky@open.ru, доб. 4369

**Александр Чуриков**  
churikov@open.ru, доб. 4435