

FLASHNOTE

Белоруссия

Осторожнее с желаниями

Валютные резервы центробанка Прогноз с учетом кредитов КНР и Сбербанка



Источники: Национальный банк РБ, «Открытие Капитал»

Курс белорусского рубля к доллару США

Три девальвации после кризиса



Источники: Bloomberg, Национальный банк РБ, «Открытие Капитал»

Прошедшая неделя, несмотря на удручающие итоги торгов облигациями Белоруссии, выдалась исключительно богатой на события и в итоге благоприятной для страны. Развитие ситуации в последнее время создает фундамент для краткосрочной поддержки белорусских обязательств. Вместе с тем, вопросы реализации структурных реформ, что еще недавно представлялась не терпящим отлагательства делом и настоятельной необходимостью, ввиду полученной поддержки могут стать менее актуальными. Период до конца года послужит реальной проверкой намерений властей направить экономику по правильному пути. Еврооблигации Белоруссии остаются, между тем, исключительно дешевыми, и мы по-прежнему рекомендуем «Покупать» бумаги Белоруссия 15.

На прошлой неделе произошло несколько событий, которые в краткосрочной перспективе должны оказать поддержку обязательствам Белоруссии:

1. Проведение валютного аукциона 15 сентября позволило определить рыночный курс белорусского рубля, который оказался выше предложения «черного рынка» (см. график): спрос на иностранную валюту был умеренным, и белорусский рубль в ходе трех последующих торговых сессий укрепился более чем на 1,2%;
2. КНР предоставила Белоруссии двусторонний кредит на \$1 млрд и призвала к наращиванию взаимных инвестиций;
3. Были согласованы более выгодные условия по кредиту на \$1 млрд, который Сбербанк предоставил компании «Беларуськалий» (уменьшена сумма, но исключен залог акций и обеспечение экспортной выручкой). Полученные по кредиту средства пополняют валютные резервы;
4. На брифинге представители МВФ подтвердили конструктивный характер обсуждений с Белоруссией, и кредитор еще раз заявил о своем нежелании «политизировать» процесс.

В результате складывается следующая картина:

1. Валютные резервы Белоруссии достигнут **рекордного объема** – порядка \$6,6 млрд с учетом кредитов Сбербанка и КНР (см. график);
2. После двух этапов девальвации центральный банк перестал спускать свои валютные резервы (даже без учета предоставленного Азербайджаном кредита на \$300 млн валютная составляющая резервов в августе увеличилась на \$26 млн). Еще до второй волны девальвации показатели экспорта обеспечили в середине года активное сальдо торгового баланса;
3. Гибкость валютного рынка возросла, но спрос на иностранную валюту пока не увеличивается, особенно учитывая, что процентная ставка составляет около 30%.

Опасность заключается в том, что благоприятное в ближайшей перспективе развитие ситуации уменьшает необходимость дальнейшего реформирования и повышает риски неудач в достижении поставленных целей:

1. преимущества гибкого валютного курса и возросшая после девальвации конкурентоспособность быстро останутся позади, если власти перестанут жестко контролировать зарплаты: не может не вызывать беспокойства, что новый председатель правления центрального банка Н. Ермакова уже упоминала о необходимости индексации зарплат, не назвав, впрочем, каких-либо конкретных цифр;
2. прирост валютных резервов в последнее время на \$2,3 млрд (кредиты Азербайджана, Сбербанка, Китая) основан на заимствованиях, что усиливает долговую нагрузку государства и не способствует появлению постоянных источников финансирования счета текущих операций.

В отличие от трехлетней программы кредитования ЕврАзЭС, реализация которой началась в нынешнем году, указанные выше кредиты не содержат жестких условий и не накладывают ограничений на проводимую политику. Более того, получение новых кредитов может привести к несоблюдению условий действующих соглашений с ЕврАзЭС. Белоруссия, к примеру, до сих пор не выполнила пункт программы, предусматривающий продажу в этом году активов на \$2,5 млрд, из-за чего рискует потерять \$1,2 млрд в 2011-2012 гг. У страны, получившей \$2,3 млрд без каких-либо условий и ограничений, может появиться соблазн перестать придерживаться жестких рамок.

По счастью, власти пока не дают серьезных поводов для беспокойства (за исключением, пожалуй, уже упомянутых комментариев главы центробанка). Как Н. Ермакова, так и премьер М. Мясникович по-прежнему подчеркивают намерение наладить сотрудничество с МВФ, и переговоры должны возобновиться в конце октября. Если учесть, что вопрос финансового содействия теперь стоит не так остро, сотрудничество с кредитором свидетельствует скорее о стремлении к повышению доверия к проводимой политике, нежели о желании просто получить деньги.

Что касается реализации активов, то переговоры с «Газпромом» о предстоящей продаже 51% акций компании «Белтрансгаз» идут своим чередом. На прошлой неделе глава «Газпрома» А. Миллер встречался в Москве с белорусским первым вице-премьером В. Семашко, и «Газпром» подтвердил наличие конструктивного диалога между сторонами. Завершение сделки по-прежнему планируется на начало декабря. В результате продажи Белоруссия должна получить более выгодные условия поставок энергоносителей, что усилит мотивацию Минска. Если сделка состоится, она позволит Белоруссии выполнить условия по продаже активов на текущий год. Что важнее, она должна привести к радикальному улучшению показателей платежного баланса как в части счета текущих операций (более выгодные условия торговли), так и финансового счета (\$2,5 млрд прямых иностранных инвестиций).

Рыночный взгляд. Сейчас валютные резервы Белоруссии приближаются к рекордным значениям. В результате двухэтапной девальвации возросла конкурентоспособность, были ослаблены ограничения на торговлю валютой, но поддержку белорусскому рублю оказывают самые высокие в мире процентные ставки. Это, в частности, свидетельствует о том, что Белоруссия за последние 5 месяцев сделала куда больше верных шагов, чем допустила ошибок в деле возмещения ущерба, нанесенного экономике за предыдущее десятилетие.

Преждевременно делать выводы о том, что Белоруссией найдена модель устойчивого развития экономики, но обязательства по-прежнему недооцениваются рынком, и текущие ценовые уровни не отражают последние благоприятные изменения в ситуации. Мы сохраняем рекомендацию «Покупать» по суверенному выпуску Белоруссия 15, рассчитывая на повышение котировок ближе к концу года под воздействием указанных нами благоприятных факторов. Впоследствии мы вернемся к вопросу оценки справедливой стоимости обязательств эмитента.

**ЗАСВИДЕТЕЛЬСТВОВАНИЕ АНАЛИТИКОВ**

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики свидетельствуют, что:

- 1) отраженная в отчетах точка зрения в точности отражает их личный взгляд на рассматриваемые ценные бумаги или эмитента,
- 2) размер их вознаграждения ни полностью, ни частично не зависит, не зависит и не будет зависеть прямо или косвенно от конкретных рекомендаций или точки зрения, изложенных аналитиком в подготовленных Группой «Открытие» отчетах.

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики получили вознаграждение, размер которого базируется на различных факторах, в том числе на совокупных доходах группы «Открытие», часть которых поступает в результате инвестиционно-банковской деятельности Группы «Открытие».

Общее ограничение ответственности

Настоящий отчет подготовлен Otkritie Securities Limited, дочерним обществом ОАО Финансовая корпорация «Открытие». ОАО Финансовая корпорация «Открытие», ее дочерние и зависимые общества и филиалы именуются здесь как Группа «Открытие». Otkritie Capital – это мировое торговое наименование Группы «Открытие» и ее аффилированных обществ по всему миру, а также является рыночной маркой, под которой Otkritie Securities Limited ведет деятельность по инвестиционному анализу в Соединенном Королевстве. Более подробную информацию о структуре группы и ее аффилированных обществах можно найти на сайте www.otkritie.com/en/about/business_structure/. Настоящий отчет подлежит распространению только при обстоятельствах, разрешенных применимым законодательством. Ником образом данный отчет или любая его часть не представляет собой ни заявление, что любая описанная здесь инвестиционная стратегия или рекомендация подходит или предназначена для конкретных обстоятельств получателя данного отчета, ни иную личную рекомендацию.

Отчет публикуется только для информационных целей. Он не является рекламой и не должен рассматриваться как навязывание услуг или предложение купли или продажи каких-либо ценных бумаг. Представленная здесь информация не составляет проспект ценных бумаг для целей Директивы ЕС 2003/71/ЕС или Федерального закона № 39-ФЗ от 22 апреля 1994 (с поправками) Российской Федерации «О рынке ценных бумаг». Любое решение приобрести ценные бумаги по планируемой ofercie следует быть принято на основании информации, содержащейся в окончательном проспекте, опубликованном в отношении такой oferty. В данном отчете не дается ни прямых, ни косвенных заявлений или гарантий в отношении точности, полноты или надежности содержащейся в нем информации, за исключением информации, касающейся ОАО ФК «Открытие», ее дочерних и аффилированных обществ. Также целью данного отчета не является полный обзор ценных бумаг, рынков или исследований, указанных в данном отчете. Группа «Открытие» не гарантирует инвесторам получение прибыли, не намерена разделять с инвесторами инвестиционные доходы, и не несет ответственности за любые инвестиционные убытки. Инвестиции подразумевают под собой риски и, принимая инвестиционные решения, инвесторы должны руководствоваться благоразумием. Инвестирование в развивающиеся рынки, такие как Россия и другие страны СНГ, и ценные бумаги развивающихся рынков подразумевает высокую степень риска, и прежде чем инвестировать, инвесторам рекомендуется провести свою собственную экспертизу. Положительные результаты прошлых действий не обязательно служат ориентиром для действий будущих. Ценность любой инвестиции или дохода может как снизиться, так и вырасти, и инвестированную сумму не всегда можно будет вернуть. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, может быть изменено без предварительного уведомления, и может отличаться или даже быть противоположным мнению, выраженному другими бизнес - единицами или подразделениями Группы «Открытие», так как ими применяются разные критерии и предположения. Объект анализа определяется, обновляется и отклоняется только на единоличное усмотрение руководства аналитического отдела Группы «Открытие». Представленные здесь аналитические выводы базируются на множестве предположений. Различные предположения могут привести к фактически различным результатам. Аналитики, ответственные за подготовку данного отчета, могут взаимодействовать с персоналом отдела торговых операций, отдела продаж и других подразделений с целью сбора, систематизации и интерпретации информации о рынке. Группа «Открытие» не обязана следить за обновлением и актуальностью содержащейся здесь информации. При контроле потока информации из одного подразделения Группы «Открытие» в другое, Группа «Открытие» полагается на информационные барьеры. Размер вознаграждения аналитиков, подготовивших данный отчет, определяется исключительно руководством аналитического отдела и высшим руководством (за исключением инвестиционно-банковской деятельности). Размер вознаграждения аналитиков не зависит от доходов от инвестиционно-банковской деятельности, но может быть связан с доходами, полученными в результате инвестиционно-банковской деятельности ОАО ФК «Открытие» в целом, частью которой является инвестиционно-банковское производство, продажи и торговые операции.

Описанные здесь ценные бумаги могут не подходить для продажи во всех юрисдикциях или для определенных категорий инвесторов. Опционы, производные инструменты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Залоговые и обеспеченные активами ценные бумаги могут повлечь высокую степень риска и могут быть очень зависимыми от колебаний процентных ставок и других рыночных условий. Положительные результаты прошлых действий не обязательно служат ориентиром для действий будущих. Курсы обмена валют могут негативно сказаться на стоимости, цене или доходности любой ценной бумаги или инструмента, упомянутого в настоящем отчете. Для заключения сделки или по другим возникающим вопросам клиентам следует обратиться к местным торговым представителям. Ни ОАО ФК «Открытие», ни любое из ее зависимых обществ, ни любой член Группы «Открытие» или директор, сотрудник или агент не несет никакой ответственности за ущерб, причиненный в результате использования всего данного отчета или его части. Что касается финансовых инструментов, допущенных к торговле на российском или ином регулируемом рынке: ОАО ФК «Открытие», ее аффилированные и дочерние общества (за исключением Otkritie Inc.) могут выступать в роли маркетмейкера или оферента ликвидности в отношении финансовых интересов таких эмитентов. Группа «Открытие» и ее аффилированные общества и сотрудники могут иметь длинные или короткие позиции, торговать за счет собственного капитала и покупать и продавать указанные здесь инструменты или их производные.

Цены, указанные в настоящем отчете представлены только для информации и не являются оценкой конкретной ценной бумаги или другого инструмента. Мы не гарантируем, что сделка, которая возможно будет заключена, будет совершена по указанным здесь ценам. Мы также не гарантируем, что указанные цены обязательно отражают данные внутреннего учета и отчетности Группы «Открытие» или оценку, основанную на теоретической модели, и могут быть основаны на определенных предположениях. Различные предположения, используемые Группой «Открытие» или иными источниками, могут привести к совершенно разным результатам.

Соединенное Королевство и остальная часть Европы: Если иное не указано в данном документе, этот материал передается Otkritie Securities Limited, дочерним обществом ОАО ФК «Открытие», лицам, являющимся уполномоченными контрагентами или профессиональными клиентами и доступен только для таких лиц. Содержащаяся здесь информация не предназначена для розничных клиентов, соответственно им не следует на нее полагаться. Общество Otkritie Securities Limited уполномочено и регулируется Управлением по финансовым услугам (FSA). Исследования, проводимые под торговой маркой Otkritie Capital, соответствуют всем требованиям FSA и законодательства о раскрытии информации, о чем в тексте отчета даны соответствующие отсылки.

Россия: Распространяется Московским представительством Otkritie Securities Limited. **США:** Распространяется резидентам США через Otkritie Inc., являющейся членом Агентства по регулированию деятельности финансовых институтов и Корпорации защиты фондовых инвесторов, или группой, дочерним или аффилированным обществом ОАО ФК «Открытие», не зарегистрированным в США как брокер-дилер (зависимое общество, незарегистрированное в США) только крупнейшим институциональным инвесторам США. При передаче отчета, подготовленного иным незарегистрированным в США зависимым обществом, гражданам США Otkritie Inc. несет ответственность за его содержание.

Все сделки, совершаемые резидентом США относительно ценных бумаг, указанных в настоящем отчете, должны осуществляться через Otkritie Inc., а не через иное аффилированное общество, не зарегистрированное в США. Несмотря на то, что оно несет ответственность за содержание настоящего отчета при передаче его инвесторам США, Otkritie Inc. не принимало участие в составлении настоящего отчета, а аналитики, проводившие аналитические исследования для данного отчета и нанятые любым незарегистрированным в США аффилированным обществом Otkritie Inc. не является зарегистрированными/квалифицированными аналитиками Национальной ассоциации фондовых дилеров и Нью-Йоркской фондовой биржи, и следовательно на них не распространяется ограничительное действие правил Национальной ассоциации фондовых дилеров и Нью-Йоркской фондовой биржи по общению с исследуемой компанией, публичным выступлениям и торгуемым ценным бумагам, удерживаемым на счету аналитиков. Среди прочего, это означает, что юридическое лицо и аналитики, издавшие данный отчет, не обязаны выполнять требования по раскрытию информации и иных нормативных актов США, которые распространяются на Otkritie Inc. и его сотрудников и агентов.

Раскрытие информации в составленных Otkritie Securities Limited аналитических отчетах совершается и руководствуется законодательством Англии.

Группа «Открытие» особо запрещает дальнейшее распространение данного материала полностью или частично без письменного разрешения Группы «Открытие» и не несет ответственности за действия третьих лиц в результате такого распространения. В материалах могут быть изображены объекты или элементы, защищенные авторским правом третьих лиц, законом о торговых марках и иной интеллектуальной собственности. © Otkritie Capital 2011. Основной символ и наименование Otkritie Capital находятся среди зарегистрированных и незарегистрированных торговых марок Группы «Открытие». Все права защищены.