

## БЕЛАРУСЬ (B2/B/NR) И УКРАИНА (B2/B+/B): ТАКИЕ РАЗНЫЕ СОСЕДИ

**РОМАН ДЗУГАЕВ**  
roman.dzugaev@trust.ru  
647-2364

**АЛЕКСЕЙ ТОДОРОВ**  
aleksey.todorov@trust.ru  
647-2362

Экономические проблемы двух восточноевропейских соседей России – Беларуси (B2/B/NR) и Украины (B2/B+/B) – в последнее время заметно обострились. Минск, реализующий повышенные социальные обязательства, взятые в предвыборный период, столкнулся с проблемой уменьшающихся золотовалютных резервов, растущим дефицитом во внешней торговле и высокой вероятностью существенной девальвации национальной валюты. Киев, в свою очередь, никак не может отойти от последствий мирового экономического кризиса и привести в норму показатели налогово-бюджетной сферы, что дополнительно осложняется трудностями в принятии необходимых стране реформ.

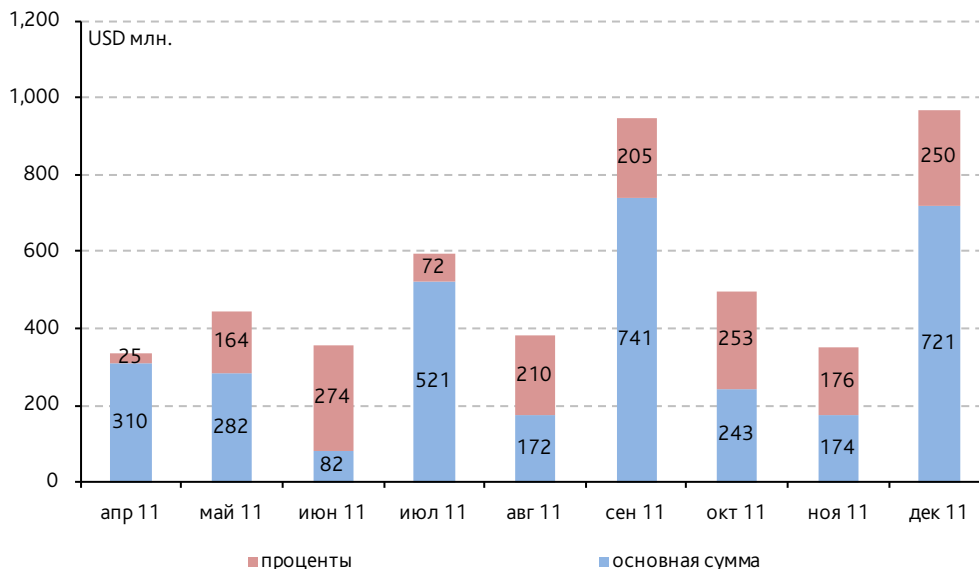
В итоге как Беларусь, так и Украина вынуждены искать поддержки извне. После декабрьских президентских выборов 2010 г. Минск обратил свои взоры на Москву, ожидая новых кредитов от союзного государства. Киев, в свою очередь, ждет помощи из-за океана, рассчитывая на финансовую поддержку со стороны МВФ. При этом, несмотря на схожий финансово-экономический фон и равнозначную комбинацию рейтингов со стороны международных агентств, на рынке публичного валютного долга данных стран с начала 2011 г. наблюдается пропась.

### УКРАИНА – БЛАГОПОЛУЧИЕ СТРАНЫ ЗАВИСИТ ОТ ФИНАНСИРОВАНИЯ СО СТОРОНЫ МВФ

#### РАЗГОВОРЫ О ВОЗМОЖНОСТИ СУВЕРЕННОГО ДЕФОЛТА: ПОЧЕМУ СЕЙЧАС?

Почвой для дискуссий о возможности дефолта Украины в марте 2011 года стало неполучение страной очередного транша финансирования со стороны МВФ в рамках начатой в июле 2010 года – сотрудничества. При этом до конца апреля стране предстоят крупные выплаты по суверенному долгу (около USD350 млн. с учетом процентов, всего в апреле – свыше USD600 млн.), объемы погашения и обслуживания суверенного долга в мае еще более существенны (порядка USD450 млн.).

ДИАГРАММА 1. ВЫПЛАТЫ ПО ПУБЛИЧНЫМ СУВЕРЕННЫМ ЗАИМСТВОВАНИЯМ УКРАИНЫ, АПРЕЛЬ – ДЕКАБРЬ 2011 ГОДА (ДАННЫЕ НА 20.04.2011)



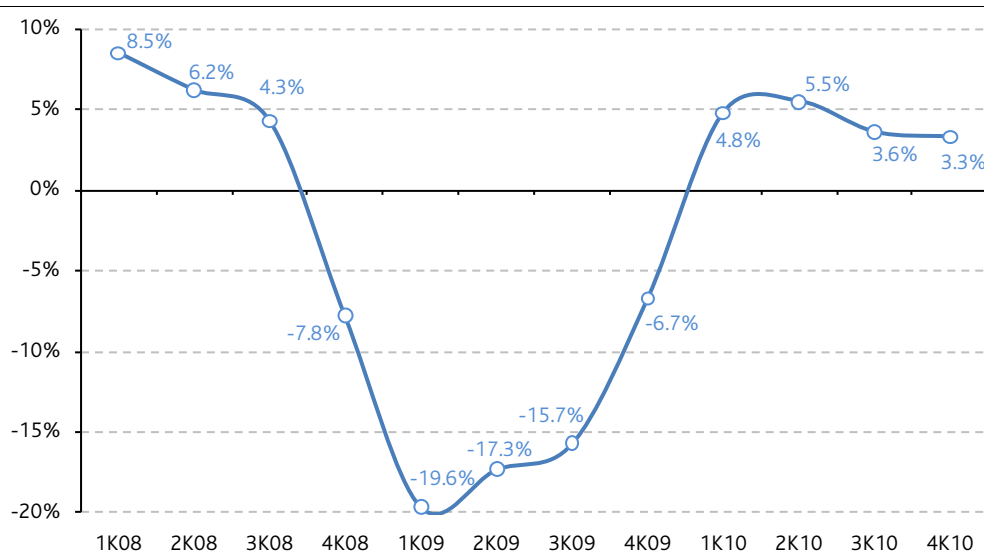


Наряду с обозначенными выплатами по публичным долговым инструментам, в 2011 году Украине, возможно, придется рассчитаться и по бридж-кредиту, выданному Группой ВТБ в июне 2010 года в объеме USD2 млрд. Средства были предоставлены перед получением первого транша помощи от МВФ и размещения суверенных еврооблигаций. Изначально кредит был рассчитан на 6 месяцев с возможностью пролонгировать его трижды – совокупный срок кредита, таким образом, может составить до 2 лет. В декабре Киев использовал право отсрочить выплату на полгода, т.е. до середины июня текущего года. Вместе с тем Bloomberg сообщал, что решение монетарных властей Украины об очередной пролонгации данного займа может последовать уже в апреле.

### УКРАИНА И МВФ: STAND-BY СОТРУДНИЧЕСТВО-2010

В июне 2010 г. Украина согласовала с МВФ программу предоставления поддержки, направленной на финансирование экономических преобразований в стране, общим объемом порядка USD15.2 млрд. (по курсу SDR<sup>1</sup> на дату предоставления первого транша – 28.07.2010). Напомним, что Украина в существенной степени пострадала от глобальных кризисных явлений 2008 года и, можно сказать, до сих пор от них не оправилась. Обвал экономики уже в 4 квартале 2008 года обеспечил годовой рост реального ВВП по итогам года лишь в 2.3%. Годовые изменения данного индикатора в 2009 и 2010 гг. составили соответственно -4.8% и 4.2%.

ДИАГРАММА 2. ДИНАМИКА РЕАЛЬНОГО ВВП УКРАИНЫ, 1К 2008 - 4К 2010, ГОД К ГОДУ



Источник: [://www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua)

Средства МВФ должны быть направлены на проведение в 2010-2012 гг. структурных преобразований в системе пенсионного обеспечения, государственного управления и налоговой системе.

Программа предусматривает выделение финансирования траншами в соответствии с представленным ниже графиком.

В рамках программы в 2010 году Украине было предоставлено около USD3.5 млрд. средств МВФ. Решение о выделении транша в марте текущего года фонд принимал на основе анализа результатов промежуточных этапов преобразований в стране, финансируемых за счет его средств. Результатом стал отказ МВФ от предоставления мартовского транша.

<sup>1</sup> SDR (Special Drawing Right – специальные права заимствований) – единица международных резервных активов, эмитированных МВФ (в безналичной форме)



Основным камнем преткновения стали медленные действия властей страны в направлении реализации пенсионной реформы – к моменту планируемого предоставления финансирования (в марте) соответствующие законопроекты в стране не были приняты. Ключевым аспектом реформы является повышение пенсионного возраста – с 55 до 60 лет для женщин и с 60 до 62 лет для мужчин. Очевидно, что такая перспектива не встречает одобрения у населения и чревата ростом недовольства и обострением социальной напряженности.

ТАБЛИЦА 1. ГРАФИК ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ УКРАИНЕ СО СТОРОНЫ МВФ В РАМКАХ ПРОГРАММЫ СОТРУДНИЧЕСТВА ОТ ИЮЛЯ 2010 ГОДА

Период предоставления	SDR млн.	USD млн.*
28.07.2010	1,250	1,894
30.10.2010	1,000	1,572
15.03.2011	1,000	1,574
15.06.2011	1,000	1,603
15.09.2011	1,000	1,603
15.12.2011	1,000	1,603
15.03.2012	1,000	1,603
15.06.2012	1,000	1,603
15.09.2012	1,000	1,603
15.12.2012	750	1,202
<b>ИТОГО</b>	<b>10,000</b>	<b>15,856</b>

\* для предоставленных траншей – курс SDR на дату предоставления, для предстоящих – на 20.04.2011  
Источник: [://www.imf.org](http://www.imf.org), Bloomberg, НБ «Траст»

Вторым проблемным аспектом, также грозящим социальным обострением, является условие МВФ о повышении на Украине цен на газ для населения, которые в настоящее время субсидируются и существенно «давят» на государственный бюджет. Изначально МВФ настаивал на 50%-м повышении в 2011 году, однако власти Украины в начале марта сумели согласовать с фондом повышение цен на 30%.

Решение о предоставлении Киеву финансирования в июне МВФ будет принимать по итогам работы комиссии фонда 10–20 мая. Согласно заявлению вице-премьера Украины С. Тигипко от 18 апреля, в случае положительного решения в июне 2011 года страна может получить USD3 млрд. средств МВФ.

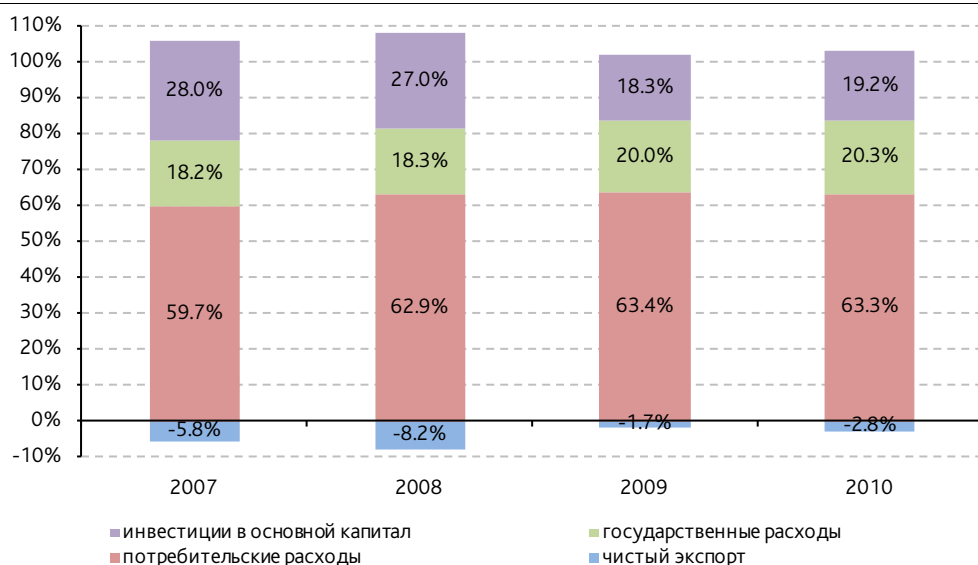
Как уже отмечалось выше, реформа системы пенсионного обеспечения выступает необходимым условием продолжения сотрудничества МВФ с Украиной в области финансирования преобразований в ее национальной экономике. При этом ее параметры встречают крайне неодобрительные оценки как со стороны общества, так и со стороны правительства и парламента Украины. Риски недостижения компромисса и неодобрения ее парламентом страны существенны. В этом случае получение Киевом финансирования МВФ в июне может оказаться под вопросом. Развитием событий станет либо отказ МВФ от дальнейшего предоставления средств Украине, либо переговоры о менее жестких условиях пенсионной реформы. Однако ни их исход, ни период достижения компромисса (в случае такового) оценить на текущем этапе не представляется возможным.

#### ЭКОНОМИКА: НЕСМОТЯ НА СЛОЖНОСТИ, В БЛИЖАЙШЕЕ ВРЕМЯ НЕ ВИДИМ РИСКОВ НЕИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО СУВЕРЕННОМУ ДОЛГУ

Кризис 2008 года заметно ударил по экспортной компоненте ВВП страны – доля чистого экспорта в структуре ВВП по расходам составила минус 8.2%. В целом же отрицательный торговый баланс является характерной чертой экономики Украины на протяжении многих лет.



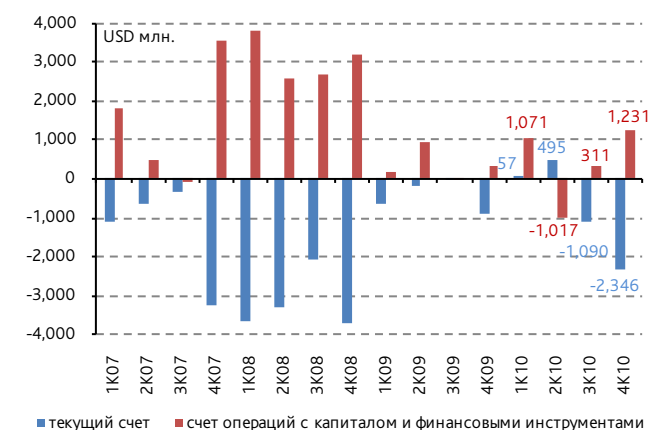
ДИАГРАММА 3. СТРУКТУРА ВВП УКРАИНЫ ПО РАСХОДАМ, 2007-2010 ГГ.



Источник: [://www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua)

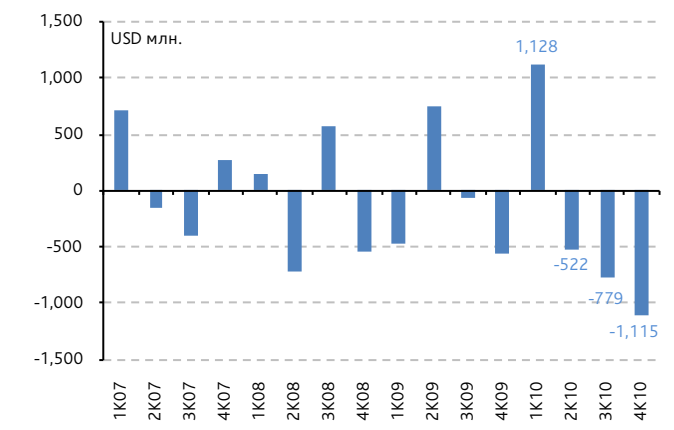
Данная ситуация определяет и соответствующую структуру платежного баланса – с преобладанием отрицательного сальдо текущего счета в последние годы. Отрицательное сальдо платежного баланса Украины увеличивалось в последние 3 квартала, составив около -USD1.2 млрд. в 4К 2010.

ДИАГРАММА 4. ТЕКУЩИЙ И КАПИТАЛЬНЫЙ СЧЕТА ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА УКРАИНЫ, 1К 07 – 4К 10



Источник: [://www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

ДИАГРАММА 5. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС УКРАИНЫ, 1К07 – 4К 10

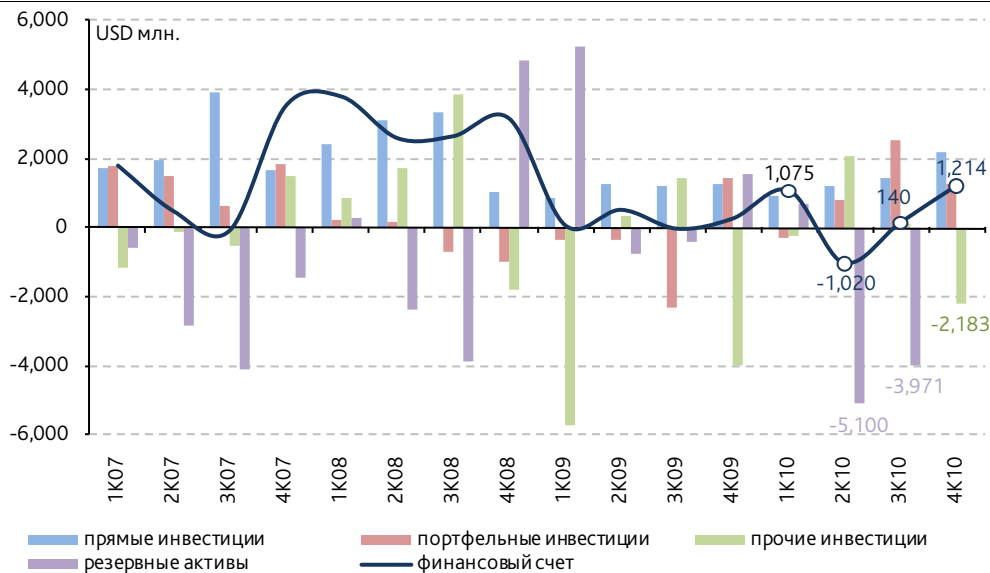


Источник: [://www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua), НБ «Траст»

При этом в 3К 2010 и 4К 2010 положительная величина счета операций с капиталом и финансовыми инструментами не компенсировала снижение по текущему счету. Счет операций с капиталом практически полностью определяется входящим в него финансовым счетом. Если в том же 2008 году высокий уровень его положительного сальдо поддерживался повышенными величинами прямых инвестиций (а в 4К 2008 – резервными активами), то во 2К 2010 и 3К 2010 давление на сальдо оказывала минусовая величина резервных активов Украины (т.е. активов, используемых для покрытия дефицита платежного баланса и регулирования курса национальной валюты). В 4К 2010 существенно сократились инвестиции категории «прочие».



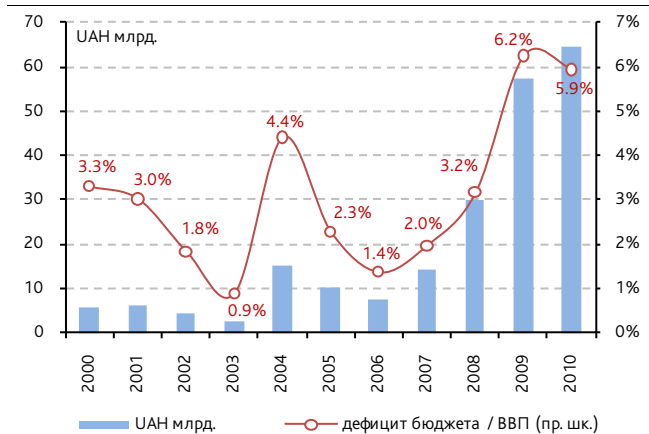
ДИАГРАММА 6. СТРУКТУРА ФИНАНСОВОГО СЧЕТА В РАМКАХ СЧЕТА ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ И ФИНАНСОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ, 1К06 – 4К10



Источник: [://www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua), НБ «Траст»

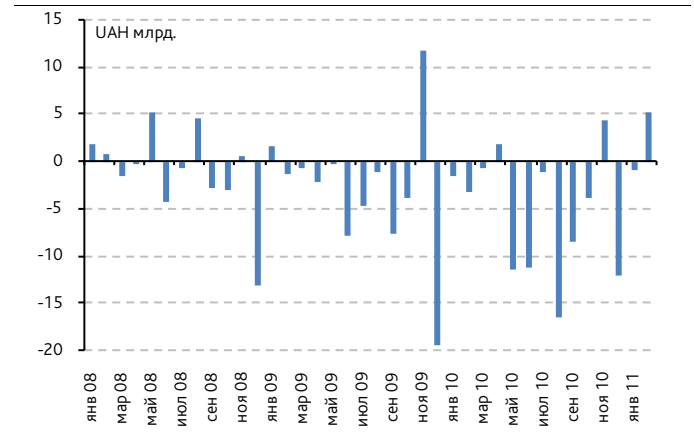
Дефицит госбюджета страны по итогам 2010 года составил 5.9% ВВП против 6.2% годом ранее. Программа сотрудничества Украины с МВФ в качестве одной из целей закрепляет сокращение дефицита бюджета страны до 3.5% ВВП в 2011 г. и 2.5% в 2012 г. Отметим, что сам МВФ прогнозирует дефицит бюджета Украины по итогам 2011 года уже на уровне 2.8% ВВП. Однако следует понимать, что величина дефицита во многом будет зависеть от состояния дальнейшего сотрудничества Киева с МВФ.

ДИАГРАММА 7. ДЕФИЦИТ ГОСУДАРСТВЕННОГО БЮДЖЕТА УКРАИНЫ, 2000-2010



Источник: [://www.imf.org](http://www.imf.org), [://www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua), НБ «Траст»

ДИАГРАММА 8. ИСПОЛНЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННОГО БЮДЖЕТА УКРАИНЫ, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: [://www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua)

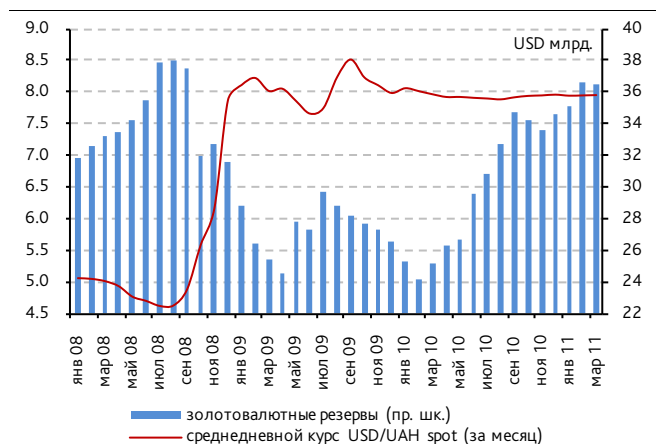
С начала 2011 года госбюджет Украины остается профицитным – по итогам января-февраля профицит госбюджета Украины составил UAH4.13 млрд. Золотовалютные резервы страны практически непрерывно росли с начала 2010 года, составив по итогам марта USD36.43 млрд. (+44% к началу прошлого года).

Мы не видим каких-либо рисков неисполнения страной обязательств по суверенным заимствованиям в краткосрочной перспективе – даже если стране не будет предоставлен июньский транш финансирования со стороны МВФ (в случае нерешенности вопроса о пенсионной реформе к середине мая). Отсутствие какой-либо напряженности подтверждается и динамикой рыночных инструментов. Курс USD/UAH с начала года колеблется в диапазоне 7.8-8.0, указывая на отсутствие спекулятивной игры против



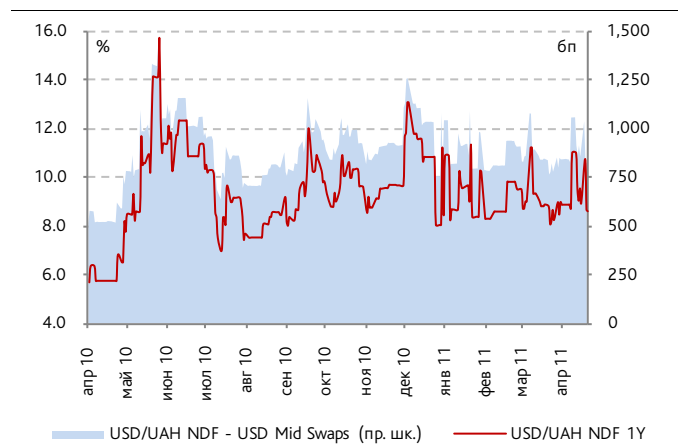
украинской валюты. Динамика ставок NDF по гривне также не позволяет судить о наличии опасений у участников рынка.

ДИАГРАММА 9.  
ЗОЛОТОВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ УКРАИНЫ И ДИНАМИКА КУРСА USD/UAH, ЯНВАРЬ 2008 – МАРТ 2011



Источник: [://www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua), НБ «Траст»

ДИАГРАММА 10. 1-ЛЕТНЯЯ СТАВКА UAH/USD NDF И СТОИМОСТЬ ХЕДЖИРОВАНИЯ РИСКА ИНВЕСТИРОВАНИЯ В АКТИВЫ, НОМИНИРОВАННЫЕ В ГРИВНАХ

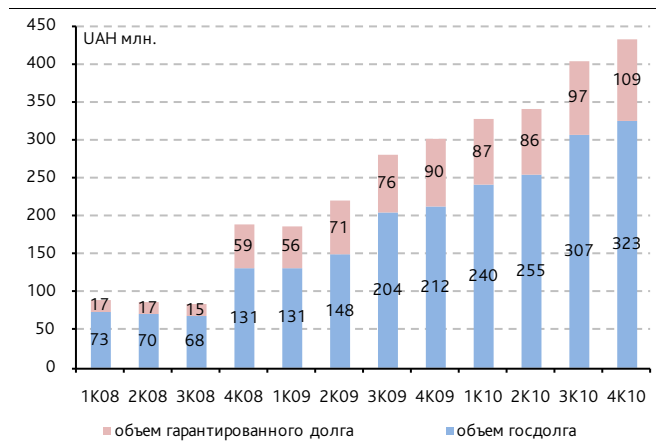


Источник: НБ «Траст»

Наряду с отмеченным выше спокойствием на валютном и денежном рынках, возможности Киева для рефинансирования публичных долговых инструментов на внутреннем рынке стабильны. Даже при отсутствии существенных ухудшений конъюнктуры на глобальных рынках, в случае отказа от сотрудничества с МВФ мы ждем роста суверенных рисков Украины ближе к последнему кварталу 2011 года – в конце декабря стране предстоит погашение USD600 млн. суверенных внешних заимствований (в терминах основного долга, помимо процентов и порядка USD120 млн. внутренних обязательств), а состояние государственных финансов в течение года едва претерпит радикальные улучшения.

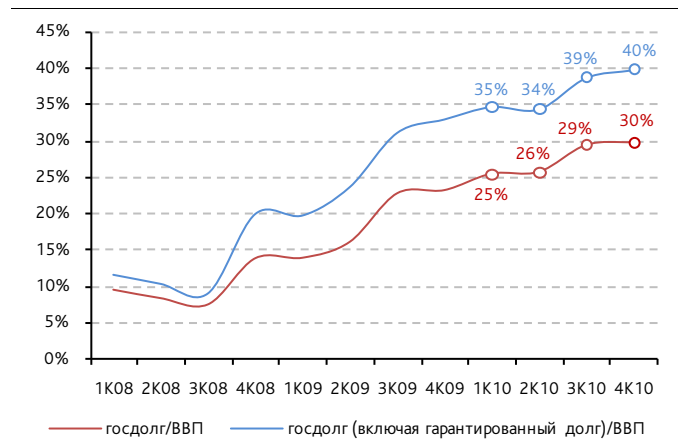
Наряду с этим мы не считаем, что страна ограничена в возможности осуществления заимствований – в том числе и внешних. По данным Укрстата, на конец 2010 года соотношение «госдолг/ВВП» для Украины составляет около 30% (а с учетом долга, гарантированного государством – порядка 40%), что, на наш взгляд, не закрывает для страны дорогу на рынок евродолга.

ДИАГРАММА 11.  
ОБЪЕМЫ ГОСДОЛГА И ДОЛГА, ГАРАНТИРОВАННОГО ГОСУДАРСТВОМ, 1К 08 – 4К 10



Источник: [://www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua)

ДИАГРАММА 12.  
СООТНОШЕНИЕ ГОСДОЛГ/ВВП С УЧЕТОМ И БЕЗ УЧЕТА ГАРАНТИРОВАННОГО ДОЛГА, 1К08 – 4К10



Источник: [://www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua), НБ «Траст»



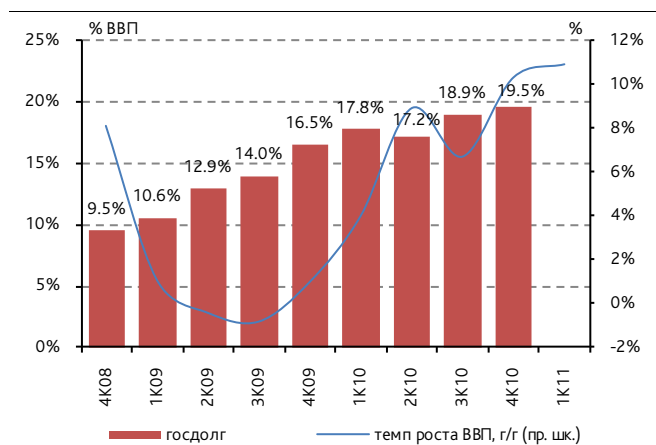
## БЕЛАРУСЬ: ТОЛЬКО НАЧАЛИ ХОРОШО ЖИТЬ, КАК СТАЛИ ЗАКАНЧИВАТЬСЯ ДЕНЬГИ...

### ВСЕ ДЕЛО В САЛЬДО

Экономика Беларуси в 2010 г. показала достаточно неплохие темпы роста – 7.6% против лишь 0.2% по итогам 2009 г. Увеличивалось и благосостояние населения республики. Так, ежеквартальный прирост заработной платы в прошлом году превышал 10%. Более того, в первом квартале 2011 г. экономический подъем продолжился. Рост ВВП в январе-марте составил 10.9%, а зарплаты выросли сразу на 40%.

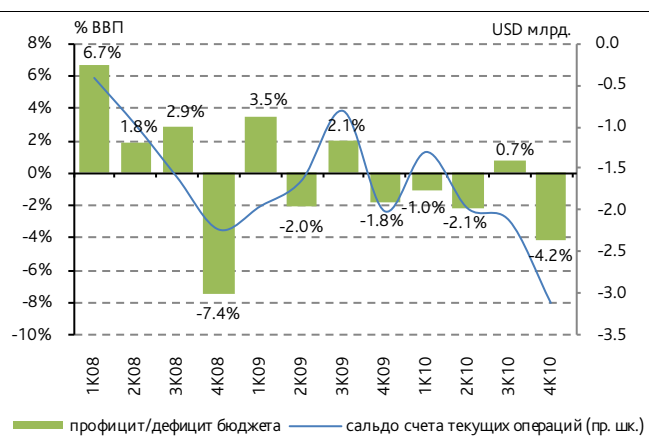
Тем не менее данные показатели было бы неправильно рассматривать в исключительно положительном ключе. Во многом экономический рост и рост зарплат были вызваны увеличением госрасходов в связи с декабрьскими президентскими выборами. Это, в свою очередь, вылилось в дефицит республиканского бюджета в 2010 г. в размере 1.7% ВВП против профицита в 0.4% по итогам 2009 г. В терминах консолидированного бюджета в 2010 г. также был отмечен рост дефицита – до 2.6% против 0.7% ВВП годом ранее при установленной планке на 2010 г. в 1.5% ВВП.

ДИАГРАММА 13. ДИНАМИКА ВВП И УРОВНЯ ГОСДОЛГА БЕЛАРУСИ, 2008-2011 ГГ.



Источник: Минфин, Белстат, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 14. САЛЬДИРУЮЩИЕ ПОКАЗАТЕЛИ БЮДЖЕТА И СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ БЕЛАРУСИ, 2008-2011 ГГ.



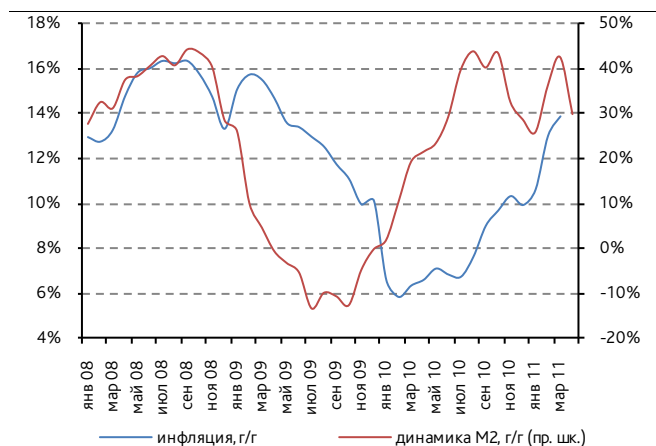
Источник: Минфин, Национальный банк Республики Беларусь, НБ «Траст»

Еще более (если не самым) тревожным сигналом для белорусской экономики стало увеличение отрицательного сальдо текущего счета в 2011 г. (рост на 32.9% по сравнению с 2009 г. до USD8.5 млрд.). Схожая ситуация сложилась и по внешнеторговому балансу – за 2010 г. отрицательная разница в объемах экспорта и импорта выросла на 34.6% до USD7.4 млрд. При этом экспорт товаров и услуг возрос на 20%, а импорт увеличился на 22.6%. В начале 2011 г. ситуация во внешней торговле продолжила усугубляться – отрицательное сальдо внешнеторгового баланса республики в январе-феврале составило USD1.5 млрд., что в 12 раз больше, чем за аналогичный период прошлого года (USD127 млн.). В итоге именно проблемы с текущим счетом стали своеобразным триггером для возникновения существенной напряженности на валютном рынке и опасений скорой девальвации белорусского рубля (о чем чуть ниже).

Судя по показателям денежно-кредитного рынка, экономическую политику белорусских властей также нельзя назвать успешной. Рост денежной массы в терминах агрегата M2 темпами в 30-40% ежемесячно, вкупе с достаточно стремительным экономическим ростом, позволяет говорить о существенном перегреве в экономике соседней республики. Во многом подобная тенденция связана с действиями Национального банка Республики Беларусь (НБРБ), который не только планомерно снижал ставку рефинансирования в течение всего 2010 г., но и обеспечил практически безлимитное кредитование для белорусских госбанков.

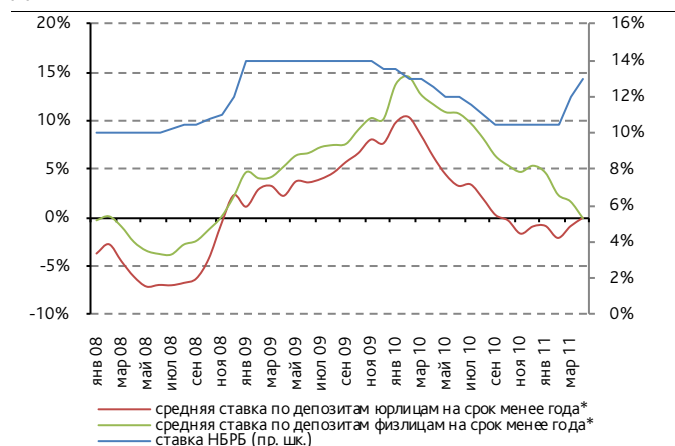


ДИАГРАММА 15.  
ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ И ДЕНЕЖНОГО АГРЕГАТА M2 В БЕЛАРУСИ, 2008-2011 ГГ.



Источник: Белстат, Национальный банк Республики Беларусь, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 16. СТАВКА РЕФИНАНСИРОВАНИЯ НБРБ И РЕАЛЬНЫЕ СТАВКИ ПО ОТДЕЛЬНЫМ ВИДАМ ДЕПОЗИТОВ, 2008-2011 ГГ.



\*С 2009 г. использована информация о полных процентных ставках.  
Источник: Национальный банк Республики Беларусь, НБ «Траст»

Из-за упомянутых выше факторов (увеличение госрасходов, отрицательное сальдо счета текущих операций и рост денежной массы) в стране с начала 2010 г. наблюдается практически непрерывный разгон инфляции, что постепенно трансформировалось в другую серьезную проблему – переход реальных ставок по депозитам на отрицательную территорию. Так, реальная средняя ставка по депозитам юрлицам опустилась ниже нулевой отметки еще в ноябре прошлого года, а аналогичная ставка для физлиц грозит последовать за ней уже в ближайшие месяцы. В этих условиях у населения становится еще меньше экономических стимулов нести деньги в кредитные учреждения (примечательно, что, по заявлениям представителей НБРБ, самым популярным в последнее время местом хранения денег у граждан Беларуси стали банковские ячейки). В более же широком контексте – отрицательные реальные ставки грозят увеличить отток капитала из страны, усугубив и без того непростую финансово-экономическую ситуацию.

### ПРИЗРАК ДЕВАЛЬВАЦИИ

Проблемы во внешней торговле Беларуси (существенное превышение импорта над экспортом) не замедлили сказаться на динамике обменного курса белорусского рубля. При прочих равных условиях, отрицательное внешнеторговое сальдо не является критичным для экономики, однако в республике ситуация усугубляется не слишком успешной политикой властей на валютном рынке, целью которой является предотвратить резкий обвал курса национальной валюты.

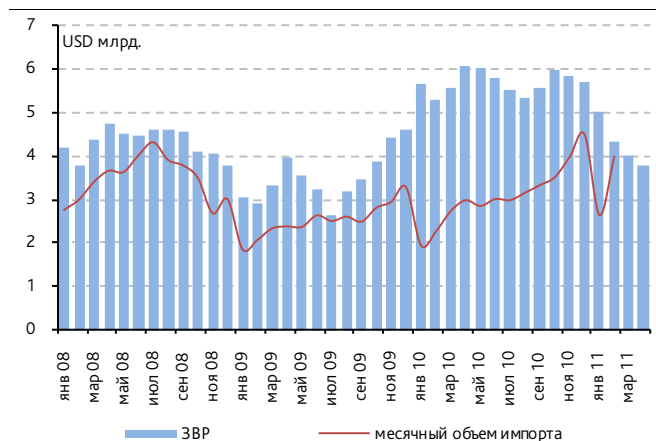
С начала 2011 г. золотовалютные резервы страны сократились на USD1.3 млрд. и по состоянию на 1 апреля составили USD3.8 млрд., что не покрывает даже месячного объема импорта республики (согласно подходу, рекомендованному МВФ, объем ЗВР должен равняться объему трехмесячного импорта страны). Столь стремительное «усыхание» резервов связано с попытками НБРБ во что бы то ни стало избежать ослабления белорусского рубля, которое может вызвать непредвиденные социально-экономические последствия. Однако в феврале 2011 г. власти страны приняли политическое решение прекратить традиционные интервенции на валютном рынке из-за достижения критического уровня ЗВР.

Резкое ухудшение ситуации на валютном рынке страны началось в середине марта текущего года, когда НБРБ сначала ввел новые правила торгов на валютной бирже, а затем прекратил продавать банкам валюту для населения. Затем последовало расширение коридора колебаний курса белорусского рубля – банкам позволили устанавливать курс продажи валюты юрлицам, на 10% превышающий официальный. Однако данная «скрытая девальвация» не смогла кардинально улучшить ситуацию. Безналичный «теневой» курс белорусского рубля в настоящее время превышает официальный на 40-50% и составляет около 4.5 тыс. белорусских рублей (BYR) за доллар. Кроме того, белорусские власти в начале апреля фактически ввели систему множественного валютного курса и установили приоритеты для удовлетворения заявок на покупку инвалюты с учетом экономических приоритетов. В



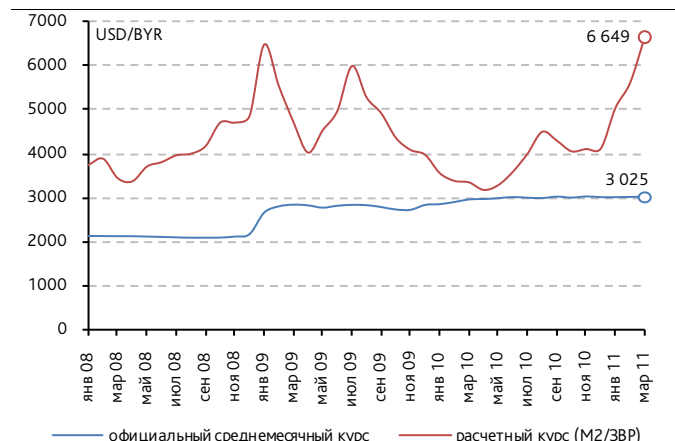
первую очередь валюту будут продавать тем, кто импортирует в страну такие социально-значимые товары, как медикаменты и газ.

ДИАГРАММА 17. ДИНАМИКА ЗВР И ОБЪЕМОВ ИМПОРТА БЕЛАРУСИ, 2008-2011 ГГ.



Источник: Национальный банк Республики Беларусь, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 18. ОФИЦИАЛЬНЫЙ И РАСЧЕТНЫЙ КУРСЫ БЕЛОРУССКОГО РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ США, 2008-2011 ГГ.



Источник: Национальный банк Республики Беларусь, НБ «Траст»

Ожидания скорой девальвации привели к паническим настроениям среди населения и значительно ухудшили положение местного бизнеса, опасющегося нехватки валюты для оплаты завозимых товаров. Классическими итогами подобной паники стали очереди в пункты обмена валюты и подскочивший в несколько раз спрос на основные потребительские товары.

Несмотря на заверения белорусских властей об отсутствии угрозы девальвации, фактически она уже начала происходить. Так, 19 апреля НБРБ отменил 10% коридор для нацвалюты на межбанковском рынке и заявил о намерении провести вскоре альтернативные торги для определения рыночного курса. С нашей точки зрения, подобные решения можно трактовать как стремление финансовых властей нащупать «дно» курса белорусского рубля. Однако полностью проблему неадекватности валютного курса они не решат. Так, если использовать расчетный курс белорусского рубля к доллару (частное между денежным агрегатом M2 и ЗВР) как грубую оценку рыночного курса, то за один доллар должны давать около BYR6.6 тыс. Безусловно, данный показатель является завышенным, учитывая резкую разнонаправленную динамику денежной массы и ЗВР, наблюдаемую в последнее время. Однако девальвация белорусского рубля, по крайней мере на 30% до уровня в BYR4 тыс. за доллар, кажется нам необходимой мерой в сложившихся условиях.

Судя по последним заявлениям НБРБ, справедливая оценка курса белорусского рубля составляет BYR3.8 тыс. за доллар, что вместе с планами регулятора выйти на единый валютный курс в мае фактически означает готовность властей провести девальвацию нацвалюты на 25% в течение апреля-мая.

## ОТКУДА ЖДАТЬ ПОМОЩИ

Беларусь после президентских выборов декабря 2010 г., признанных нелегитимными большинством стран мира, оказалась фактически отрезана от финансовой помощи со стороны Запада. Так, Евросоюз исключил Минск из программы «Восточное партнерство». Только это лишило Беларусь возможности получить кредит на EUR350 млн. на цели экономического развития, а также отрезало страну от других потенциальных источников дохода.

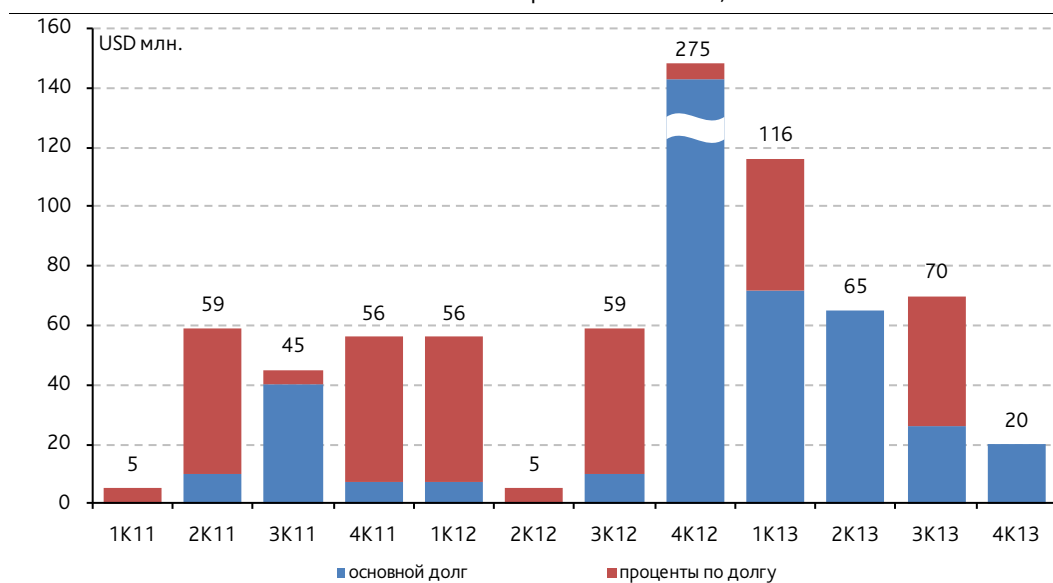
В итоге республика была вынуждена обратиться за поддержкой к Москве – белорусские власти рассчитывают получить стабилизационные кредиты от России на сумму USD1 млрд. и от антикризисного фонда ЕвразЭС еще на USD2 млрд. В эту международную экономическую организацию, помимо России и Беларуси, входит также Казахстан, Киргизия, Таджикистан и Узбекистан.



По заявлениям Москвы и Минска, окончательного согласования условий выдачи кредитов стоит ждать уже в течение ближайшего месяца, и мы не сомневаемся в конечном положительном исходе вопроса о его выделении. Это, безусловно, благоприятно отразится на текущей экономической ситуации в Беларуси, однако для долгосрочной ее стабилизации данного фактора будет явно недостаточно.

Кроме того, остается открытым вопрос эффективности использования кредитных средств. Так, для выплаты суверенных долгов на период до 2013 г. (USD830 млн.) общей суммы кредитов от РФ и ЕврАзЭС в USD3 млрд. более чем достаточно. Ближайшая крупная выплата Минску предстоит в январе 2014 г., когда республика должна будет погасить выданный в 2009-2010 гг. кредит МВФ на сумму USD2.3 млрд. Таким образом, логично предположить, что у белорусских властей появится соблазн потратить средства финподдержки на стабилизацию курса национальной валюты. В нашем понимании подобная практика не является эффективной, поскольку не устраняет фундаментальные предпосылки для девальвации и увеличивает долговое бремя республики. Печальный российский опыт 1998 г. является наглядной иллюстрацией подобного подхода.

ДИАГРАММА 19. ПОКВАРТАЛЬНЫЙ ГРАФИК ПОГАШЕНИЯ СУВЕРЕННЫХ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ БЕЛАРУСИ И ВЫПЛАТЫ ПРОЦЕНТОВ ПО НИМ, 2011-2013 ГГ.



Источник: Bloomberg

В нашем понимании для полноценного исправления ситуации республике необходимы прежде всего сокращение расходов бюджета и приватизация госпредприятий. В этом направлении белорусские власти уже предприняли ряд шагов, однако их эффективность и реализуемость пока не поддается качественной и количественной оценке.

В апреле 2011 г. в стране был введен мораторий на принятие новых государственных программ без обеспечения их неэмиссионными источниками финансирования, а в конце марта была принята обширная программа приватизации на 2011-2013 гг. Она предусматривает передачу частному капиталу 244 компаний и преобразование 134 унитарных предприятий в ОАО. Тем не менее пока уместнее говорить скорее о намерениях, чем о конкретных планах, учитывая, что план приватизации на 2008-2010 гг. был фактически сорван (из заявленных к приватизации 155 ОАО акции лишь 16 предприятий были выставлены на продажу, а итоговая выручка составила немногим менее USD800 млн.)



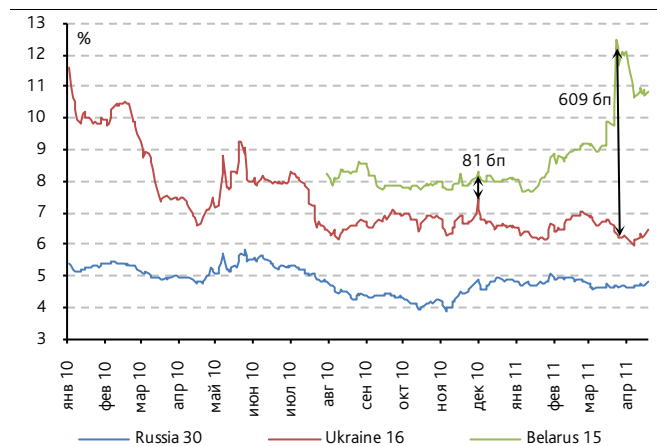
Стоит также отметить, что иностранные инвесторы вряд ли будут проявлять чрезмерную активность в приватизации белорусских компаний, учитывая страновые риски и возможное введение санкций в отношении Минска. В этом свете основным потенциальным покупателем может выступить именно российский бизнес. В частности, его могут заинтересовать предлагаемые к продаже акции «Белтрансгаза», оператора сотовой связи «МТС», покупка МАЗа, а также некоторых компаний химической промышленности. Пока же белорусские власти либо выставляли непривлекательные оценки стоимости принадлежащих им пакетов акций, либо выражали неготовность расстаться с контролем над предприятиями. Однако, возможно, выдача стабилизационного кредита смягчит их позицию и предоставит российскому капиталу некоторые преференции при приобретении долей в компаниях соседней республики.

## СУВЕРЕННЫЕ ЕВРОБОНДЫ: ЖДЕМ УЛУЧШЕНИЯ ОТ МИНСКА И СТАБИЛЬНОСТИ ОТ КИЕВА

Экономические проблемы Беларуси и Украины нашли совершенно разное отражение на публичном долговом рынке этих двух стран. Так, украинские евробонды с начала 2010 г. демонстрируют постепенное снижение доходности, несмотря на сохраняющиеся сложности в переговорном процессе с МВФ. В то же время на рынке белорусского публичного валютного долга с 2011 г. наблюдается лавинообразное падение котировок и рост доходностей.

Размещенный в июле прошлого года долларовый выпуск **Belarus 15** вплоть до начала 2011 г. демонстрировал достаточно высокую степень корреляции с суверенными бумагами России и Украины. Однако обострившиеся в начале текущего года опасения девальвации и в целом не слишком устойчивое состояние экономики привели к резкому росту доходностей белорусских госбумаг. Так, если в декабре 2010 г. спред **Belarus 15 – Ukraine 16** находился на историческом минимуме в 81 бп, то к концу марта он расширился более чем до 600 бп.

ДИАГРАММА 20. ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ СУВЕРЕННЫХ ВЫПУСКОВ БЕЛАРУСИ, РОССИИ И УКРАИНЫ, 2010-2011 ГГ.



Источник: НБ «Траст»

ТАБЛИЦА 2. ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ СУВЕРЕННЫХ ВЫПУСКОВ БЕЛАРУСИ И УКРАИНЫ

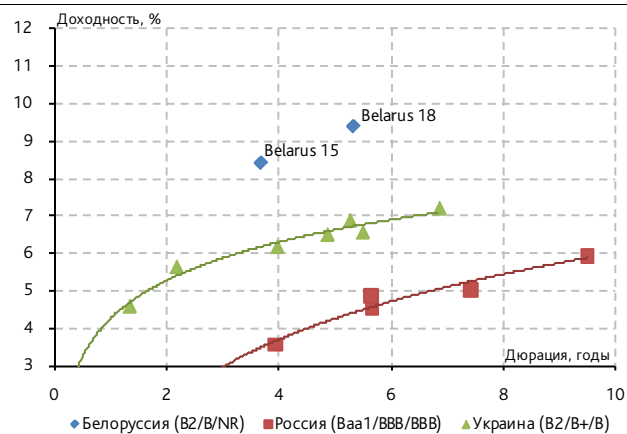
Выпуск	Объем,		Купон	Дюрация,	
	млн. ед.	Валюта		годы	УТМ, %
Belarus 15	600	USD	8.75	3.57	10.81
Belarus 18	800	USD	8.95	5.01	11.13
Ukraine 12	500	USD	6.39	1.14	3.72
Ukraine 13	1 000	USD	7.65	1.97	4.62
Ukraine 15	500	USD	6.88	3.88	6.09
Ukraine 15E	600	EUR	4.95	4.01	6.70
Ukraine 16	1 000	USD	6.58	4.64	6.46
Ukraine 17	700	USD	6.75	5.26	6.65
Ukraine 18C	768	CHF	3.50		
Ukraine 20	1 500	USD	7.75	6.86	7.29
Ukraine 21	1 500	USD	7.95	6.97	7.47
Ukraine 17 Inf.	568	USD	8.38	5.02	7.29

Источник: НБ «Траст»

Мы ждем снижения доходностей белорусских бумаг до 9-9.5% на горизонте ближайших двух месяцев в случае предоставления стране стабилизационного кредита и не исключаем их дальнейшего падения в случае проведения необходимых экономических реформ. По суверенным евробондам Украины мы склонны полагать, что текущий уровень доходности сохранится в среднесрочной перспективе (на июнь 2011 мы прогнозируем диапазон 6.30-6.60% в терминах **Ukraine 16**), однако не исключаем кратковременного повышения волатильности в бумагах страны в мае, когда в Киеве начнет работу миссия МВФ.

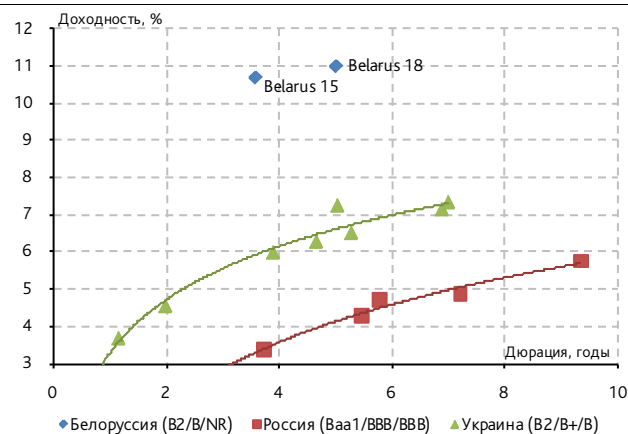


ДИАГРАММА 21. КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ СУВЕРЕННЫХ ВЫПУСКОВ БЕЛАРУСИ, РОССИИ И УКРАИНЫ НА КОНЕЦ ЯНВАРЯ 2011 Г.



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 22. КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ СУВЕРЕННЫХ ВЫПУСКОВ БЕЛАРУСИ, РОССИИ И УКРАИНЫ НА СЕРЕДИНУ АПРЕЛЯ 2011 Г.



Источник: НБ «Траст»

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

### ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

### ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

### ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

### Департамент макроэкономики и стратегии

### Торговые операции

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

### Департамент кредитного анализа

### Клиентские продажи

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

### Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

## REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ  
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации  
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации  
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)  
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)  
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/RF30 Russia 30

## BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации  
TIBM12. Суверенный долг и OBB3  
TIBM13. Корпоративный внешний долг  
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок  
TIBM2. Навигатор долгового рынка  
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.