Павел ВАСИЛИАДИ,
директор аналитического департамента,
UFS Investment Company

С каждым днем возможностей для получения привлекательной доходности на долговом рынке становится все меньше. Спреды по облигациям держатся вблизи исторических минимумов. Одним из немногочисленных примеров интересных идей, на которых можно заработать в текущих условиях, являются облигации Республики Беларусь. Мы полагаем, что еврооблигации Белоруссии выглядят недооцененными относительно суверенных бондов стран СНГ. Исходя из текущих ценовых уровней, потенциал роста белорусских бумаг (Belarus-15 и Belarus-18) может составить от четырех до шести «фигур» в среднесрочной перспективе.

Белорусский фронт

Летом 2010 года Республика Беларусь впервые вышла на международный рынок капитала, разместив долларовые еврооблигации. В тот момент рыночные условия были благоприятными для успешного размещения. Рост фондовых индексов, а также рекордно низкий уровень процентных ставок способствовали высокому спросу на долговые обязательства эмитента.

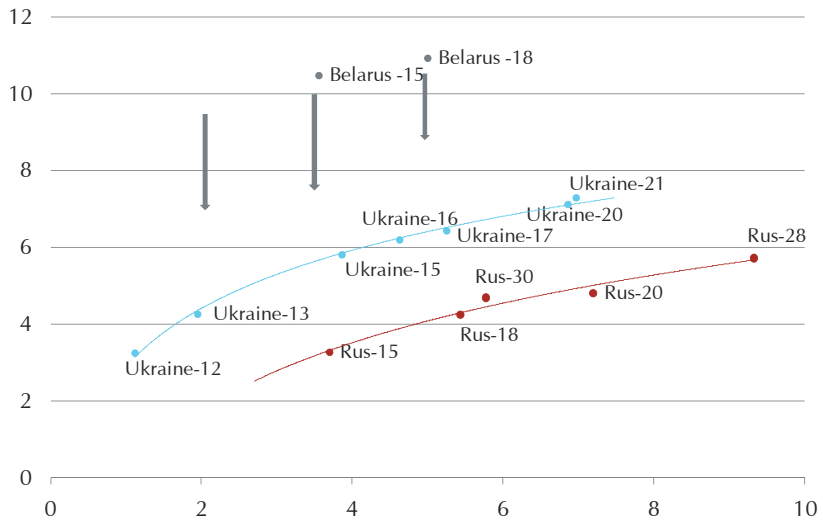
Первоначально объем размещения составил $600 млн, при этом спрос на еврооблигации превысил предложение более чем в два раза. Суверенные бонды были размещены с премией по цене 99% от номинала и ставкой купона 8.75%. Это дало доходность 9% годовых. На тот момент премия к кривой суверенных облигаций Украины составляла порядка 250 б.п., что не соответствовало разнице в кредитном качестве между двумя странами. После выхода на вторичный рынок цена еврооблигаций взлетела более чем на 4%, достигнув 103.5% от номинала, а доходность снизилась до 7.9% годовых.

Высокий спрос позволил Белоруссии в скором времени разместить второй транш того же займа объемом $400 млн по цене 102% от номинала. Это дало возможность отказаться от запланированного кредита МВФ. После доразмещения евробонды стабильно торговались в узком диапазоне 102–104% от номинала. Однако в начале января 2011 года европейские страны ввели санкции против Белоруссии, посчитав, что прошедшие в декабре 2010 года президентские выборы были недемократичными. У инвесторов появились некоторые опасения, активно муссируемые западной прессой, относительно финансовой стабильности Белоруссии.

Тем не менее, даже в этот период Белоруссия смогла разметить второй заем еврооблигаций с погашением в 2018 году на $800 млн со значительной премией к вторичному рынку. Ставка купона была установлена на уровне 8.95%.

Первое снижение, на 6 п.п. ниже номинала, бумаги показали сразу после выхода в свет 11 марта доклада МВФ по Беларуси, где белорусским властям было рекомендовано принять безотлагательные меры по снижению дефицита счета текущих операций платежного баланса, несмотря на сохранение оптимизма МВФ по поводу суверенной платежеспособности страны. При этом в докладе указывалось на отсутствие дефолта Беларуси в случае сохранения текущей макроэкономической политики

Рисунок 1
Карта доходности еврооблигаций СНГ



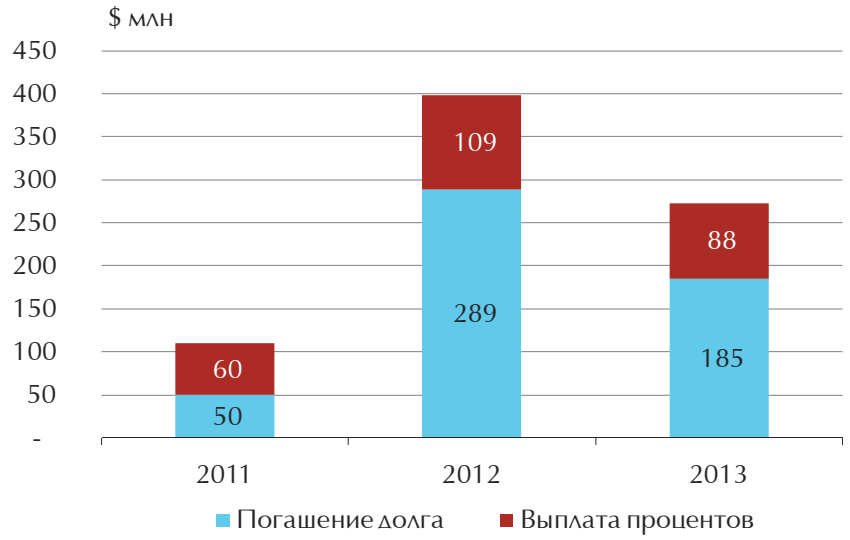


Рисунок 2
Динамика долговых обязательств Республики Беларусь

властей, а также МВФ заявил о готовности предоставить Беларуси новую финансовую поддержку. Однако международные рейтинговые агентства восприняли это по-своему и, базируясь на этом докладе, 15 марта 2011 года рейтинговое агентство Standard & Poor's понизило кредитный рейтинг Белоруссии с B+ до B с негативным прогнозом, а затем 30 марта и Moody's понизило рейтинг также на одну ступень с B1 до B2. Однако рейтинговые действия Moody's были ожидаемыми, и котировки бумаг не претерпели значительных изменений. Агентства объяснили снижение рейтингов усилением уязвимости страны перед неблагоприятными тенденциями на внешнем финансовом рынке вследствие высокого уровня дисбалансов в экономике и сокращения национальных резервов.

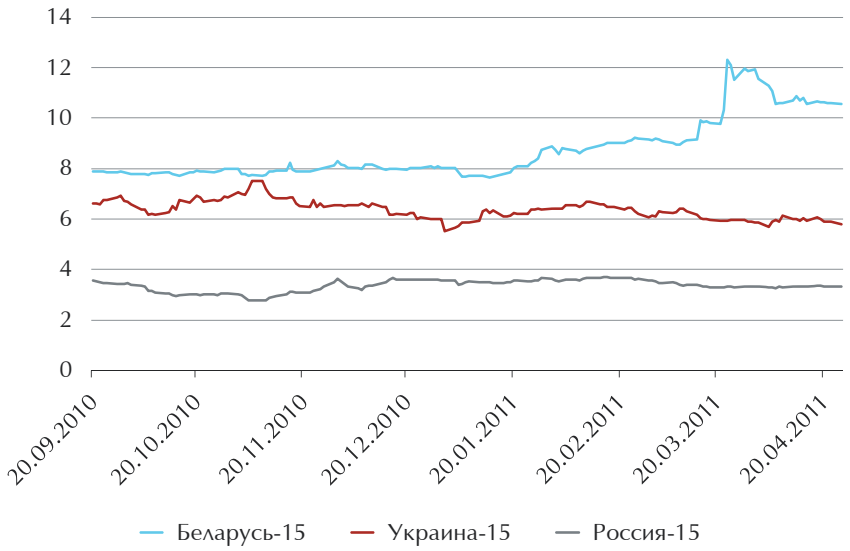
После этого доходности еврооблигаций взлетели до уровней 12%, а спред к кривой доходности Украины расширился до 632 б.п. По нашему мнению, волна распродаж в середине марта носила спекулятивный характер и не учитывала сильно потеплевшие в последнее время отношения между Россией и Белоруссией.

Для стабилизации ситуации на валютном рынке 29 марта Национальный банк Беларуси (НББ) принял решение о том, что белорусские банки могут продавать иностранную валюту предприятиям по курсу, отклоняющемуся от курса, устанавливаемого Национальным банком, не более чем на 10%. Ранее колебания были ограничены 2%. То есть это решение было равносильно небольшой девальвации — на 8%. Кроме того, этим же решением НББ с 1 апреля отменял 30-дневное резервирование средств в белорусских рублях на покупку иностранной валюты на торгах БВФБ.

На рост бумаг существенное влияние оказала новость о переговорах, проведенных 22 марта в Москве между представителями Минфина Белоруссии и Национального банка Белоруссии с одной стороны и руководством Минфина России с другой, на которых обсуждались вопросы, связанные с предоставлением Белоруссии кредитных ресурсов: так называемого «кредита бюджетной поддержки», а также связанного экспортного кредита на строительство Островецкой АЭС. Если говорить о суммах, то в настоящий момент решается вопрос о кредите Антикризисного фонда ЕврАзЭС в размере $2 млрд и о кредите непосредственно от России на $1 млрд. По неофициальной информации, вопрос с выделением кредита от России будет решен до начала мая. Прошедшие переговоры были восприняты инвесторами позитивно, и выпуски еврооблигаций Беларусь-15 и Беларусь-18 подросли за один торговый день с 88.26% от номинала до 90.736% и 85.64% до 88.63% соответственно. Мы считаем, что планируемых кредитных средств хватит, чтобы стабилизировать ситуацию с ЗВР в Республике. Комфортная долговая нагрузка Беларуси до 2013 года включительно позволяет утверждать, что исполнение взятых обязательств не приведет к дефолту или возврату к ситуации с нехваткой ЗВР.

В середине марта кроме вышеперечисленного было принято важное решение о плане приватизации до 2013 года, по которому должны быть приватизированы 244 компании энергетического, строительного, машиностроительного и пищевого комплексов. В конце марта Правительство Беларуси совместно с экспертами Всемирного банка подготовило перечень пилотных проектов по приватизации предприятий страны. В случае реализации программы бюджет Республики может значительно пополниться необходимыми денежными ресурсами. Для сравнения,

Рисунок 3
Динамика доходности суверенных еврооблигаций



только за 16 предприятий, приватизированных в 2008–2010 годах, Правительство Белоруссии выручило около 14 млрд белорусских руб. и $780 млн. Кроме того, в начале апреля было озвучено, что Республика может продать в 2011 году часть госпакета в «Белтрансгазе», доли акций МТС, акций объединенной компании «Гродно Химволокно» и «Гродно Азот». В течение 2007–2010 годов «Газпром» уже выкупил 50% акций ОАО «Белтрансгаз» за $2.5 млрд.

В апреле руководство страны приняло еще ряд важных шагов в сфере ДКП. Пожалуй, самым важным решением стало снятие НББ 19 апреля ограничения по курсообразованию на внебиржевом рынке для юридических лиц. При этом снятие ограничений не коснулось операций по купле/продаже валюты для физических лиц. Допустимые расхождения с официальным курсом при этих операциях остались на уровне 2%. Мы полагаем, что данное решение вызовет сильную девальвацию национальной валюты до уровней, соответствующих рыночным курсам белорусского рубля — 3800/4200 за доллар США, что примерно соответствует девальвации на 25–35%. Мы смотрим на данную новость позитивно, так как считаем, что рыночное ценообразование позволит расширить возможности белорусских банков по удовлетворению спроса предприятий на иностранную валюту, повысить заинтересованность экспортеров в реализации своей валютной выручки, перейти к эффективному обменному курсу и в конечном счете будет способствовать созданию условий, необходимых для наращивания государственных золотовалютных резервов. Кроме того, совсем недавно, 20 апреля, НББ поднял ставку рефинансирования с 12% до 13% годовых.

По нашему мнению, кроме снятия ограничений на валютном рынке, для Белоруссии наиболее важной является оптимизация бюджетных процессов в Республике. Правительству необходимо ужесточить фискальную и монетарную политику, в частности за счет снижения госрасходов и объемов кредитования в рамках госпрограмм, а также ограничить предоставление ликвидности госбанкам на нерыночной основе. Кроме того, для возврата доверия к национальной валюте целесообразно поддерживать процентные ставки в реальном выражении на положительном уровне. В конечном счете, названные выше меры макроэкономической корректировки позволят избежать ступенчатой девальвации белорусского рубля по отношению к основным иностранным валютам и тем самым обеспечат финансовую и экономическую стабильность в стране в долгосрочной перспективе.

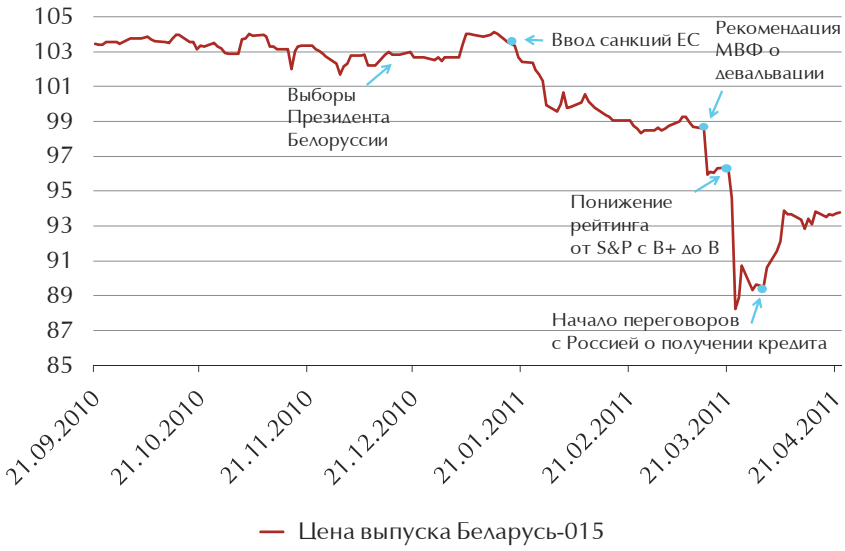


Рисунок 4
Волатильность еврооблигаций Белоруссии

Привлечение ПИИ за счет снижения административных барьеров, специальных налоговых льгот, покрытия инфраструктурных издержек даст возможность погасить нехватку валютных ресурсов и увеличить количество рабочих мест, тем самым повысив налоговые поступления, а также привлечь зарубежные технологии, что также немаловажно для Республики. Благодаря даже частичной приватизации производственного сектора вырастет и эффективность корпоративного управления, и, как результат, рентабельность и инвестиционная привлекательность предприятий.

Резюмируя вышесказанное, можно отметить, что еврооблигации Республики обладают сильной волатильностью, а котировки бумаг значительно реагируют на новостной фон (см. рисунок 4). В случае положительного решения о выделении кредита и стабилизации на валютном рынке бумаги вернутся на свои первоначальные ориентиры. Мы полагаем, что спред между выпусками Белоруссии и Украины должен составлять не более 200 б.п., что дает потенциал снижения доходности на текущую дату для выпусков Беларусь-2015 и Беларусь-2018 в районе 250 б.п.

Мы ожидаем, что после возвращения доходности еврооблигаций Республики Беларусь на уровни 8.5–9%, на публичный рынок смогут выйти новые белорусские эмитенты из числа крупных игроков в банковском сегменте, химической, нефтеперерабатывающей и других отраслей.

Таблица 1
План-график событий, способных оказать влияние на котировки белорусских бумаг

Событие	Срок реализации
Выделение стабилизационного кредита от России в размере $1 млрд	В течение апреля – первой половины мая 2011 года
Выделение антикризисного кредита от ЕврАзЭС в размере $2 млрд	В течение июня-июля 2011 года
Начало приватизации государственных предприятий	Июнь-август 2011 года
Сокращение государственных расходов	Май-октябрь 2011 года
Выделение кредита от МВФ	Август-сентябрь 2011 года