

БЕЛОРУССИЯ: ПОЕЗДКА В МИНСК ПОДКРЕПИЛА НАШ ПОЗИТИВНЫЙ ВЗГЛЯД НА ВОССТАНОВЛЕНИЕ ЭКОНОМИКИ В ЭТОМ ГОДУ

В преддверии V Круглого стола Sбonds «Долговой рынок Республики Беларусь», который прошел 19 марта, мы посетили Минск и провели встречи с Нацбанком и Минфином Республики Беларусь. На встречах обсуждались вопросы, касающиеся монетарной, долговой и фискальной политики, источников погашения госдолга, планов по его привлечению, а также ситуация на внутреннем валютном и денежном рынках.

Проведенные в Минске встречи подкрепили наш конструктивный взгляд на перспективы восстановления экономики Белоруссии в этом году (см. наш отчет от 22 декабря «Белоруссия: ожидаем возвращения экономики к росту в 2021 г. в условиях восстановления внешнего спроса»).

Посещение Минска подтвердило восстановление экономической активности

- **Пассажиропоток внушительный, несмотря на пандемию.** В Минске нас встретил идеально чистый аэропорт с устройствами измерения температуры и соблюдением противоэпидемических мер. Сюда прибывают рейсы из зарубежных стран, в том числе из ЕС, Китая, Турции, ОАЭ, Египта. Полагаем, что Белоруссия, сохраняя в период пандемии экономику открытой и одновременно соблюдая все противоэпидемические меры, смогла сдержать падение туристического потока и пассажироперевозок. При действующих ограничениях международного транспортного сообщения Беларусь предлагает альтернативу другим местам отдыха, закрытым в настоящее время.
- **Загрузка сферы услуг высока, в весенне-летний период может еще вырасти из-за сохраняющихся карантинных мер в других странах.** Несмотря на довольно пустые улицы, что, возможно, было связано с холодной погодой и соблюдением населением осторожности в связи с COVID-19 (общение с местными жителями показало их очень ответственное отношение к мерам профилактики), кафе и рестораны были заполнены людьми, в том числе туристами. Водители такси рассказывали, что высокой популярностью у туристов из Турции, России и Китая в период пандемии пользовались местные казино. Полагаем, что в весенне-летний период, когда погода будет располагать к длительным прогулкам, а европейские курорты еще не откроются для широкого круга туристов, привлекательность Минска как туристического центра может вырасти.
- **Строительная активность кажется высокой.** В различных районах города ведется строительство как жилых домов, так и офисных центров, в том числе с участием китайских подрядчиков. Приятное впечатление оставили недавно построенные большие спортивные комплексы, торговые центры.

Встреча с Нацбанком позволила сделать вывод о сохранении проинфляционных рисков и приоритете макроэкономической стабильности

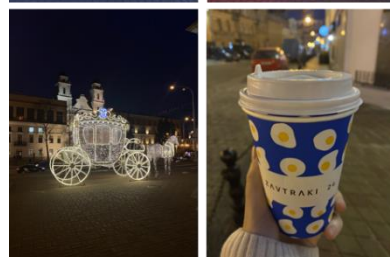
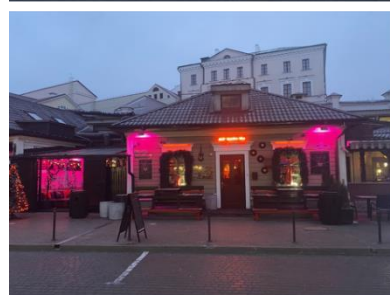
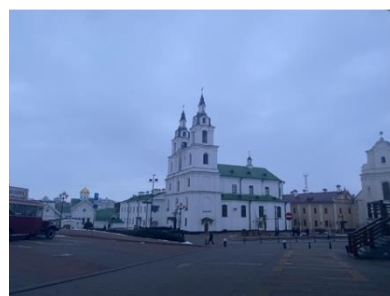
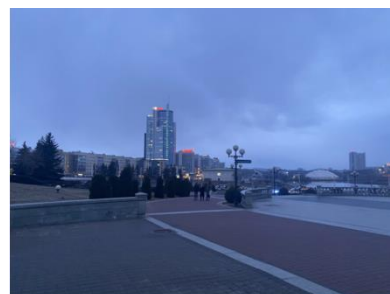
- **Роль ставки рефинансирования в монетарной политике временно ослабла, что объясняет ее сохранение в марте на уровне 7,75% – ниже фактической инфляции.** Нацбанк (НБРБ) придерживается монетарного таргетирования. В этом году операционный ориентир монетарной политики был изменен. Вместо ставки по однодневным межбанковским кредитам в национальной валюте им стала денежная база. НБРБ подчеркнул, что такие изменения не связаны с кризисом: белорусский ЦБ привел инструментарий монетарной политики в соответствие с ранее заявленным направлением. В связи с изменением операционного ориентира ставки на кредитном и депозитном рынках больше не коррелируют со ставкой рефинансирования, а следуют за динамикой рублевой ликвидности. Таким образом, в условиях наблюдаемого ускорения инфляции (8,7% г/г в феврале) ужесточение монетарных условий произошло, несмотря на сохранение ставки рефинансирования неизменной на уровне 7,75% на заседании 12 марта (см. наш отчет «Белоруссия: НБРБ неожиданно сохранил ставку на уровне 7,75% и оставил вопрос ее повышения открытым» от 12 марта). Однако вопрос ее повышения все еще остается на повестке дня.
- **Наблюдаемое ускорение инфляции НБРБ считает временным.** НБРБ подчеркнул, что дезинфляционный эффект со стороны потребительского спроса сохраняется, в том числе за счет снижения объемов импорта (по итогам 2020 г. составило 17,4%). Нацбанк ожидает, что этот эффект в ближайшие два года сохранится. НБРБ отмечает

Гульнара Хайдаршина, к.э.н.

+7 (495) 983 17 25

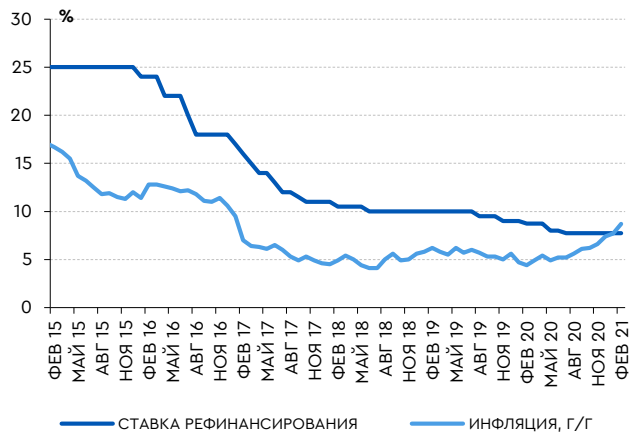
Gulnara.Khaidarshina@gazprombank.ru

Фото вечернего Минска, Верхний город



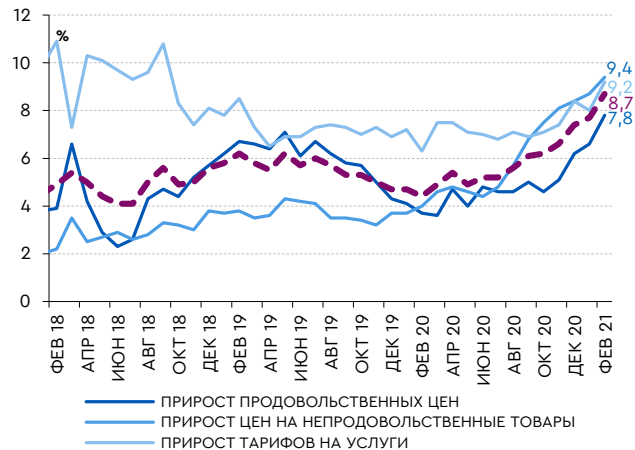
сохранение повышенных инфляционных ожиданий, сдерживающих замедление инфляции, а также неопределенность внешних факторов инфляции (прежде всего, динамики мировых цен на продовольствие). **На конец года НБРБ ожидает замедления инфляции до ~7,2% г/г**, что близко к нашему мартовскому прогнозу (~7% г/г).

Диаграмма 1. Инфляция ускорилась и превысила ставку рефинансирования



Источник: НБРБ, Белстат

Диаграмма 2. Ускорение роста цен вызвано инфляционным давлением во всех сегментах



Источник: Белстат

- В отсутствие новых внешних шоков НБРБ ожидает стабилизации ситуации на внутреннем валютном рынке.** На пике ослабления белорусского рубля (BYN) в августе прошлого года население приобрело валюту на средства потребительских кредитов. Этот фактор избыточного спроса на иностранную валюту был нейтрализован мерами НБРБ, который в конце августа прошлого года ограничил банкам предоставление постоянно доступных инструментов рублевой ликвидности. Валютное предложение на рынке сейчас растет, поскольку ставки по розничным кредитам довольно высоки, а население продает приобретенную в августе-сентябре прошлого года валюту, погашая ранее привлеченные кредиты. При этом, несмотря на действующие с целью нормализации спроса на иностранную валюту ограничения потребительского кредитования, целевые займы на приобретение недвижимости продолжают выдаваться, что поддерживает строительную отрасль.

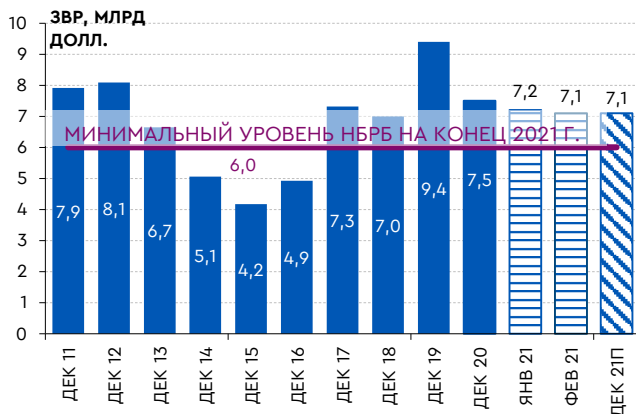
НБРБ также отметил, что поддержку BYN в наступившем году окажет текущий счет. В условиях все еще ослабленного спроса на импорт дефицит текущего счета в 2021 г. снизится по сравнению с прошлым годом и не превысит 1% ВВП.

- Профицит ликвидности сохранится как минимум до конца года.** В условиях необходимости соблюдения баланса между сдерживанием проинфляционного давления и создания условий для восстановления экономики, ЦБ Беларуси фокусируется на оперативном управлении объемами предоставляемых банкам ресурсов. Основным инструментом – регулярные аукционы. При этом в ближайшее время каких-либо изменений в составе инструментов регулирования ликвидности не планируется. На встрече НБРБ отметил, что роль постоянно доступных инструментов предоставления ликвидности преувеличена. В частности, в августе, когда эти инструменты были еще доступны, банки агрессивно наращивали кредитный портфель, создавая дефицит ликвидности. НБРБ также отметил макропруденциальную роль перехода к оперативному управлению предоставляемой банкам ликвидности. В условиях приостановки действия инструментов постоянного доступа к ликвидности банки стали более взвешенно подходить к кредитованию. Кроме того, оживился рынок межбанковского кредитования. В случае, если в банковской системе сформируется дефицит ликвидности, НБРБ прибегнет к 7-дневным кредитным аукционам.
- Динамика международных резервов стабилизируется в краткосрочной перспективе, резкого снижения не ожидается.** До конца года должно быть погашено 2,6 млрд долл. госдолга (соответствует нашим оценкам – ~2,5 млрд долл.). НБРБ подчеркнул, что источники для погашения госдолга достаточны, даже если не будут привлекаться кредиты сверх запланированных. При этом есть планы по наращиванию золотого запаса и увеличению доли монетарного золота в составе международных резервов путем закупок на внутреннем рынке. Сейчас доля золота в ЗВР близка к 40%.

Встреча с Минфином позволила убедиться в достаточности ресурсов для обслуживания внешнего госдолга в среднесрочной перспективе

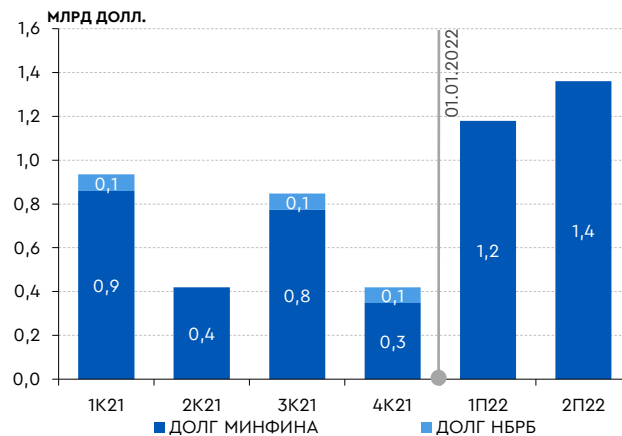
- Источники погашения госдолга достаточны.** Минфин сообщил, что на цели погашения госдолга в этом году будут направлены 1) остатки бюджетных профицитов прошлых лет, 2) возвраты долларовых госкредитов предприятиями (в этом году составят ~230 млн долл.), 3) средства от размещения долларовых облигаций на внутреннем рынке и 4) средства от привлечения внешних госзаимствований. При этом какие-либо изменения условий по ранее привлеченному госдолгу в 2021-2022 гг. не планируются. По нашим оценкам, пик выплат по внешнему госдолгу будет пройден в 1К21 (составят порядка 1 млрд долл). В 2022 г. средние квартальные выплаты оцениваются в 0,7 млрд долл.
- Доступ к кредитным ресурсам сохраняется.** На этот год валютные госзаимствования предусмотрены на уровне 900 млн долл., в том числе 500 млн долл. – второй транш российского госкредита, 200 млн долл. – размещение облигаций на внутреннем рынке, 275 млн долл. – внешние кредиты на рефинансирование госдолга срочностью не менее 5 лет. Сохраняется доступ к кредитам международных финансовых институтов. В марте привлечено 20 млн долл. от Фонда ОПЕК, ведутся переговоры с международными банками развития. В 2020 году были также достигнуты договоренности о кредитовании с китайскими банками, но Минфин вышел на рынки с еврооблигациями и позже с облигациями в российских рублях. Тем не менее договоренности с китайскими банками остаются в силе.
- Отсрочка даты начала погашения основного долга на 1 апреля 2023 года по российскому кредиту на строительство БелАЭС связана с продлением срока завершения работ российским подрядчиком.** В соответствии с новыми сроками выполнения работ, первый энергоблок БелАЭС был включен в объединенную энергосистему Белоруссии в начале ноября 2020 г., ввод в эксплуатацию второго энергоблока запланирован на 2022 г. Поскольку это инвестиционный проект, выплаты по кредиту сопряжены с выходом на проектную мощность.

Диаграмма 3. К концу 2021 г. ЗВР Белоруссии, вероятно, стабилизируются у отметки 7,1 млрд долл.



Источник: НБРБ, оценки Газпромбанка

Диаграмма 4. Пик выплат по внешнему госдолгу пришелся на 1К21, после чего график погашения будет комфортным до конца 2022 г.



Источник: НБРБ, оценки Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7(800) 707 23 65**

Copyright © 2003 – 2021. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Директивы ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (MiFID II) и Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» (MAR) 2014/596 и был подготовлен в соответствии с указанными документами, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – индивидуальная инвестиционная рекомендация), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компании или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа. Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покровителем.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркетмейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стен»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной Инвестиционной рекомендации/конкретного Инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Шон Ансел (+852 2867 1883) или г-н Джозеф Чу (+852 2867 1812)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.