

## Focus on: Bielorussia

**A rischio svalutazione e rischio default? Le debolezze macroeconomiche stanno generando pressioni sulla valuta ed hanno aumentato le preoccupazioni circa la capacità del paese di onorare i propri debiti**

### Situazione attuale:

- A febbraio il FMI ha concluso una missione nel paese, evidenziando che il **deficit delle partite correnti è troppo elevato** (16% del PIL) e le **riserve valutarie insufficienti** (\$5 miliardi, pari a 1,4 mesi di importazione e al 42,5% del debito a breve termine).
- Nei primi due mesi del 2011 **le riserve sono diminuite del 20%**. A oggi coprono meno di un mese di importazione.
- Il paese ha **difficoltà nella copertura delle proprie esigenze finanziarie** (il deficit di parte corrente e' pari a \$ 9,2 miliardi mentre il debito estero a breve termine e' circa \$ 12 miliardi, essenzialmente composto da *trade credit*). Tutte le ipotesi (IDE, privatizzazioni ed emissioni sui mercati) per farvi fronte sono di difficile realizzazione.
- Il debito estero del paese e' cresciuto nel corso degli ultimi anni (in particolare attraverso l'emissione di *eurobond*). Il servizio del debito estero pubblico ammonta a \$0,7 miliardi nel 2011, \$1,5 miliardi nel 2012, \$2,5 miliardi nel 2012 e \$2,5 miliardi nel 2013.
- Il 29 di marzo, la Banca centrale ha allargato la banda di oscillazione rispetto al tasso ufficiale (il rublo bielorusso e' ancorato a un *basket* di valute) al +/- 10%. Questo equivale a una **svalutazione dell'8% circa** (inferiore alle attese del 20-30%).
- Le banche bielorusse hanno sospeso l'erogazione di *consumer loan* in rubli bielorusi (su richiesta della Banca Centrale). Inoltre il ritiro dei depositi a termine prima deve essere richiesto in anticipo.
- L'agenzia S&P's ha ridotto il rating sovrano del paese, di lungo termine e in valuta estera, da B+ a B (*outlook* negativo) in data 15 marzo 2011. Moody's ha fatto la stessa cosa il 29 marzo.
- **Rischio di trasferimento:** possibile inasprimento delle restrizioni valutarie e di conversione della valuta.

### Scenario 1. Intervento FMI:

- Finora questa soluzione e' stata scartata dalle autorità bielorusse in quanto il FMI ha richiesto decise riforme strutturali che potrebbero minare il potere e il consenso di Lukashenko.
- Tuttavia la situazione si sta deteriorando molto velocemente e quindi un intervento del FMI diventa sempre più probabile. Il programma se approvato potrebbe prevedere una svalutazione pilotata come successo dopo l'approvazione del precedente *Stand By Arrangement* a gennaio 2009.
- E' l'ipotesi più auspicabile in quanto l'intervento del FMI porterebbe un ristrutturazione dell'economia di medio-lungo termine e a un raffreddamento dell'economia (surriscaldata dai prestiti bancari erogati nell'ambito degli *State programme*).
- Cio' potrebbe portare ad un riduzione delle nuove domande di copertura assicurativa e a un probabile posticipo di alcune transazioni (in stato meno avanzato), in base anche alle condizionalità che saranno legate all'intervento.

### Scenario 2. Prestiti di aiuto da Russia e EurAsEC (per un totale di \$3 miliardi):

- Misura di corto respiro con elevati costi politici in termini di dipendenza dalla Russia. In questo momento la Russia e' riluttante a impegnarsi nel salvataggio del paese.
- Sarebbe preservata la stabilità macroeconomica solo nel breve termine, senza condizioni precise legate all'intervento.
- Rimane il dubbio se l'ammontare previsto sia sufficiente a coprire le esigenze finanziarie che sono pari a oltre USD 20 miliardi (USD12 miliardi sono *trade credit* eventualmente assoggettabili a *rollover*)
- Resta comunque la possibilità di un *default* nel medio periodo.

### Scenario 3. Nessun intervento, forte deprezzamento e default debito estero:

- Senza intervento si prevede un forte deprezzamento con raddoppio del debito estero in percentuale del PIL, dal 50% al 100% (si veda grafico sotto, *IMF country report, February 2011*).
- Anche l'impatto sul debito sovrano sarebbe notevole, dal 29% del PIL al 42%. Da notare che le *contingent liabilities* dello stato stimate per il 2011 (dato di marzo 2010) sono elevate: 11,6% del PIL, di cui circa € 1,9 miliardi come garanzie sui crediti commerciali della banche e € 4,7 miliardi garanzie sui depositi (si veda grafico sotto, *IMF country report, February 2011*).
- Il rischio sovrano e rischio bancario sono strettamente interconnessi. In particolare sono a rischio le banche statali (Belarusbank, Belagroprombank e Belinvestbank) che hanno una posizione dominante nel sistema. Le iniezioni di liquidità sono sempre state erogate dallo stato. Anche BPS (Sberbank) e' a rischio in quanto esposta con il sovrano, controparti pubbliche e partecipa agli *state lending programme* (consistono in garanzie sovrane dirette o ad un contributo in conto interessi).
- Secondo i dati del 1 marzo 2011, le passività in valuta della Banca centrale verso le banche commerciali hanno superato il livello di riserve di valuta estera e oro detenute dalla banca centrale a causa del cosiddetto "*deposit exchange*" vale a dire *currency swap* attraverso cui la banca centrale ha preso a prestito valuta forte in cambio di rubli bielorusi dalle banche commerciali domestiche. Attualmente lo *stock* e' arrivato a \$4,4 miliardi.
- Da notare che secondo gli *stress test* del FMI le banche statali sarebbe in grado di sostenere un deprezzamento del 20% del rublo in termini di *Capital Adequacy Ratio* (CAR) mentre sarebbero vulnerabili ad uno scenario combinato (deprezzamento, aumento NPL e aumento dei tassi di interesse) il cui CAR andrebbe sotto la soglia dell'8%.

Tabella 1. Impatto sul debito estero di un deprezzamento reale del 30% (debito estero in % del PIL)

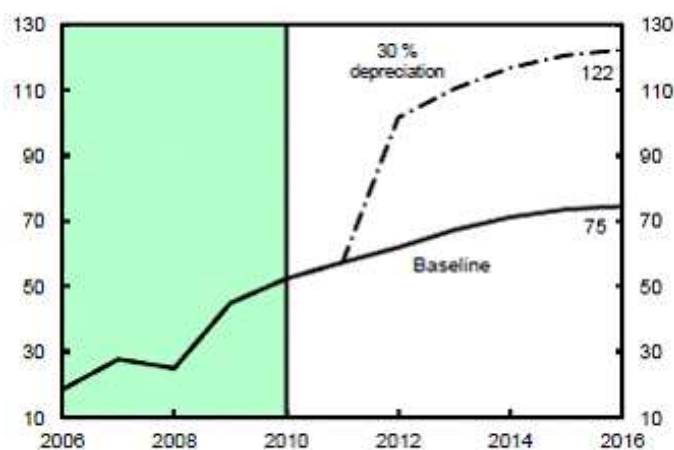
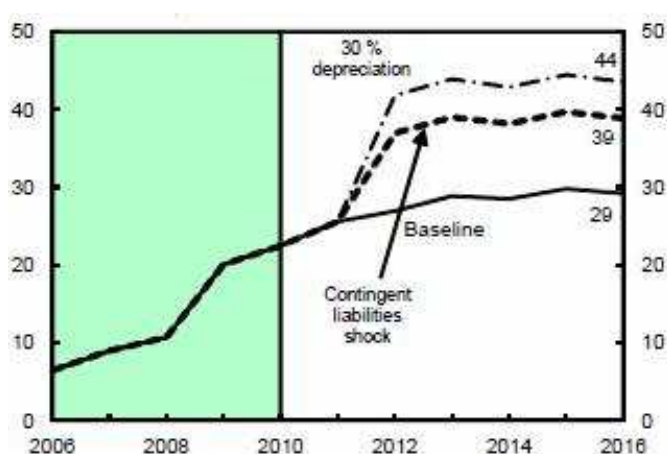


Tabella 2. Impatto sul debito pubblico di un deprezzamento reale del 30% (debito pubblico in % del PIL)



#### A cura dell'Ufficio Studi Economici

Marco Minoretti, analista responsabile del Desk Europa Emergente e CSI, e' a disposizione per eventuali chiarimenti e approfondimenti

e-mail: [ufficio.studi@sace.it](mailto:ufficio.studi@sace.it) e [m.minoretti@sace.it](mailto:m.minoretti@sace.it)