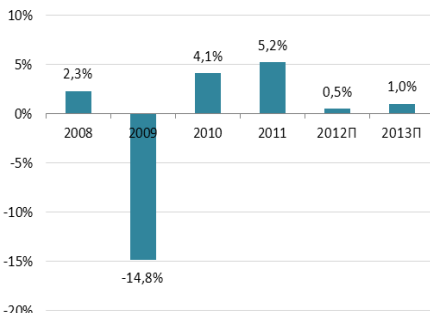


УКРАИНСКАЯ ЭКОНОМИКА - 2013: Непростые времена впереди

Основные макропоказатели, 2011-2013П

	2011	2012П	2013П
ВВП			
млрд. грн.	1317.0	1450.0	1500.0
% г/г	5.2	0.5	1.0
Пром. производство			
% г/г	7.6	-1.8	2.2
Инфляция			
% дек/дек	4.6	-0.2	7.5
Текущий счет			
млрд. дол. США	(10.2)	(13.8)	(12.5)
% ВВП	(6.2)	(7.7)	(7.0)
Финансовый сет			
млрд. дол. США	7.7	9.5	8.1
% ВВП	4.6	5.2	4.5
ПИИ net			
млрд. дол. США	7.0	6.0	5.9
ЗВР, конец года			
млрд. дол. США	31.8	24.5	21.5
UAH/USD (дек.), офиц.	7.99	8.01	8.80
UAH/USD (сред.), офиц.	7.97	7.99	8.40

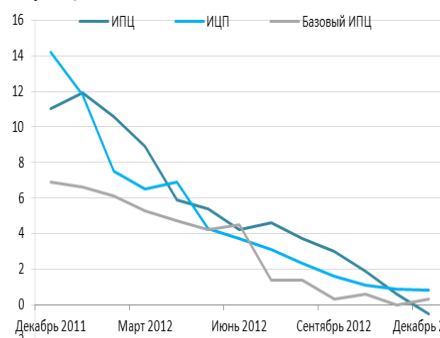
Источник: Госкомстат, НБУ, Кредит-Рейтинг

ВВП, % г/г


Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

Текущий счет платежного баланса, % г/г


Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Инфляция, % г/г


Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

2013 год обещает быть еще одним непростым годом для украинской экономики, а рост ВВП в 2013 году, по нашим оценкам, составит около 1% г/г. Нестабильный внешний спрос и существенное снижение капитальных инвестиций после завершения чемпионата Евро-2012, позволят Украине в 2013 году рассчитывать в основном на частный внутренний спрос, потенциал которого в этом году, по нашему мнению, намного слабее предыдущего. Замедление роста номинальных доходов реального сектора в сочетании с ускорившейся инфляцией (мы ожидаем 7.5% дек/дек) будет способствовать замедлению роста реальных доходов населения. Кроме того, ужесточение социальной политики государства и фактическое отсутствие роста доходов работников бюджетной сферы (предусмотрено 1.1% до декабря 2013 г.) будут способствовать снижению покупательской способности домохозяйств в целом. Промышленность, которая в 2012 г. сократилась на 1.8% г/г, по нашим прогнозам, продолжит оставаться в негативной зоне как минимум в первом полугодии 2013 года из-за слабого спроса внешних рынков и ограниченных возможностей внутреннего и по результатам 2013 года продемонстрирует рост в 2.2% г/г.

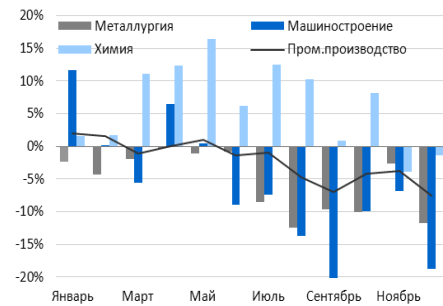
Замедление роста/падение экспорта основных групп товаров и высокая стоимость российского газа, в сочетании с большими валютными выплатами 2013 года (около 9.0 млрд. дол. США), говорит о том, что потребности во внешнем финансировании в 2013 году будут оставаться на высоком уровне, продолжая давить на стоимость национальной валюты. Кроме того, как и в случае с экономикой, потенциал и возможности Национального банка по финансированию валютных разрывов в 2013 году также намного слабее предыдущего. На начало 2013 года в активе Национального банка имеются золотовалютные резервы в размере 24.5 млрд. дол. США (против 31.8 млрд. дол. США на начало 2012 г.) и фактическое отсутствие действующей программы с МВФ (в начале прошлого года она была заморожена). Таким образом, поиск дополнительного валютного финансирования (как МВФ, например) в 2013 году приобретает для Украины критический характер.

Еще одним вопросом, требующим решения в 2013 году, остается девальвация гривны. В этой связи, мы продолжаем придерживаться мнения, что контролируемая поэтапная девальвация гривны в пределах 10% (до 8.80 грн./дол. США) до конца 2013 года является необходимой для украинской экономики и считаем, что наилучшим временем для этого шага был бы первый квартал 2013 года с амплитудой колебания в 5% (до 8.40 грн./дол. США). Кроме того, в настоящий момент золотовалютных резервов Национального банка (24.5 млрд. дол. США) вполне достаточно для того, чтобы полностью сохранить контроль над валютным рынком и провести плановую девальвацию в рамках целевого уровня. И наоборот, неконтролируемый расход резервов для искусственного сохранения стабильности национальной валюты, по принципу конца 2012 года, оставляет всё меньше возможностей для Национального банка контролировать ситуацию в будущем, когда давление на резервы усилится, в том числе и в результате больших внешних выплат по кредитам.

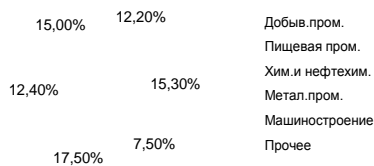
И наконец, третье - финансирование дефицита бюджета (49.3 млрд. грн.) и ролlover долгов к погашению (81.1 млрд. грн., за исключение платежей МВФ Нацбанка), что суммарно составляет 130.4 млрд. грн. По нашему мнению, этот план может быть вполне выполнимым при наличии трех составляющих: ослаблении монетарной политики, снижении валютных рисков (девальвации) и доступа к внешним рынкам капитала (программа МВФ).

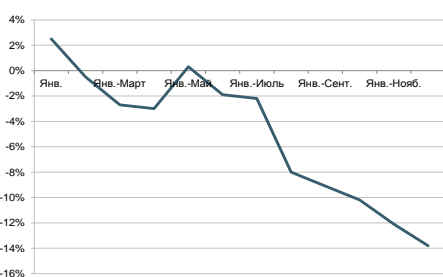
Динамика ВВП по компонентам 2010-2012, % г/г


Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

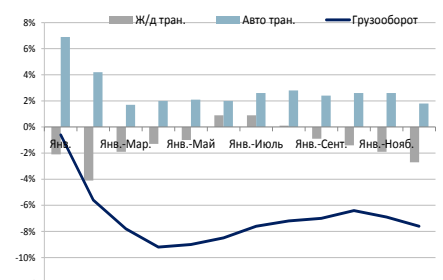
Промышленное производство, % г/г


Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

Структура реализации промышленной продукции*, % объема

 *примерная структура производства
 Источник: Госкомстат, Кредит Рейтинг

Динамика выполненных строительных работ в 2012 г., % г/г


Источник: Госкомстат, Кредит Рейтинг

Грузооборот, % г/г


Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

Реальный сектор: все надежды на второе полугодие 2013 г.

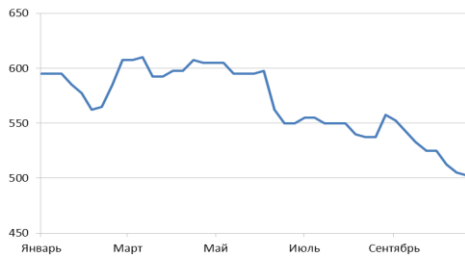
Нестабильный внешний спрос и ограниченные возможности внутреннего рынка определяют слабый старт для украинской экономики в 2013 году. Согласно предварительным оценкам, ВВП Украины в 2012 году вырос не более чем на 1.0% г/г против 5.2% в 2011 году. Но даже столь небольшой рост ВВП был в основном достигнут благодаря хорошим результатам первого полугодия 2012 года (+2.0% в 1К12 и +3.0% в 2К12), в то время как в последние шесть месяцев экономика Украины уверенно погружалась в рецессию, демонстрируя негативную динамику ВВП (-1.3% в 3К12, примерно -1.2% в 4К12), которая, вероятно, продлится и в первом полугодии 2013 года.

В 2013 году, как и в 2012 году, Украине скорее всего придется снова рассчитывать в основном на внутренний спрос, потенциал которого в этом году, по нашему мнению, намного слабее предыдущего. Завершение большинства инфраструктурных проектов по подготовке к Евро-2012 и ужесточение социальной политики государства после окончания Парламентских выборов автоматически «убрали» два важных драйвера внутреннего рынка. В тоже время, мировая экономика, перспективы которой сохраняют высокую степень неопределенности, не позволяет рассчитывать на быстрое восстановление внешнего спроса в следующем году, как минимум в перспективе ближайших шести месяцев.

В 2013 году мы ожидаем рост украинской экономики на уровне 1.0% г/г, но не исключаем, что наш прогноз может оказаться слишком оптимистичным уже к концу первого полугодия, в случае, если текущие ожидания относительно восстановления мировой экономики не оправдаются, а украинский рынок будет продолжать находиться в состоянии «гривневого голода». Мы видим следующие тенденции по основным компонентам ВВП в 2013 году:

✓ **Инвестиционный спрос, который был одним из основных драйверов роста экономики первого полугодия 2012 года, продолжит ослабевать в 2013 году и, скорее всего, по результатам года продемонстрирует негативную либо близкую к нулю динамику.** Общее замедление экономики и ограниченные возможности бюджета, по нашему мнению, сведут инвестиции государственного сектора в инфраструктурные проекты к минимуму. Государственные заимствования, которые были основным источником финансирования капитальных инвестиций в 2012 году, будут в полном объеме направляться на рефинансирование долгов к погашению и покрытие дефицита бюджета, который в 2013 году составит рекордных 49.3 млрд. грн. В то же время, возможности для капитальных инвестиций реального сектора также ограничены высокой стоимостью кредитных ресурсов и блеклыми перспективами роста экономики, что заставит частные компании откладывать реализацию инвестиционных проектов до лучших времен. Мы также не ожидаем активизации иностранных вливаний в Украину, и напротив, не исключаем дальнейшего оттока иностранного капитала из-за высоких валютных и политических рисков Украины, которые практически стали уже неотъемлемой частью операционной бизнес среды Украины на протяжении последних двух лет.

✓ **Нестабильный спрос внешних рынков в сочетании с высокой конкуренцией и сужением рынков сбыта, по нашему мнению, позволит Украине в 2013 году увеличить экспорт не более чем на 2.0-3.0%.** За 11М12 экспорт из Украины вырос на 2.0% г/г (против 34.3% за аналогичный период прошлого года), в то же время экспорт продукции металлургического сектора (наиболее крупного в структуре общего экспорта, доля 27.4%) сократился на 13.0% г/г против +28.0% за 11М11. Падение продаж металлов было частично компенсировано ростом экспорта продовольственной группы товаров на 41.4% и увеличением ее доли с 18.0% за 11М11 до 25.0% за 11М12, что является следствием роста мирового спроса и цен на продовольствие, что, скорее всего,

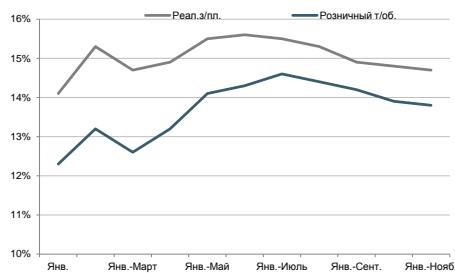
Цена стали (CIS Steel, Black Sea), дол. США за тонну


Источник: Bloomberg

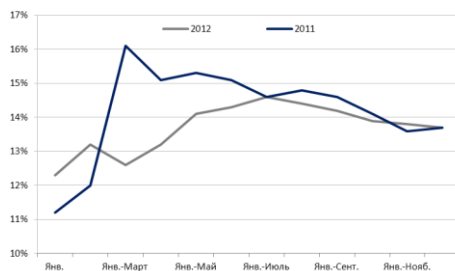
Потребление стали 2011-2013П, % г/г

	2011	2012П	2013П
Европейский союз (27)	5.9	-5.6	2.4
Прочие страны Европы	12.7	3.8	4.5
СНГ	13.8	0.8	3.9
НАФТА	9.0	7.5	3.6
Центральная и Южная Америка	2.6	3.8	6.3
Африка	-3.4	5.8	7.7
Средний Восток	2.9	3.5	5.9
Азия и Океания	5.9	2.4	2.8
Мир	6.2	2.1	3.2

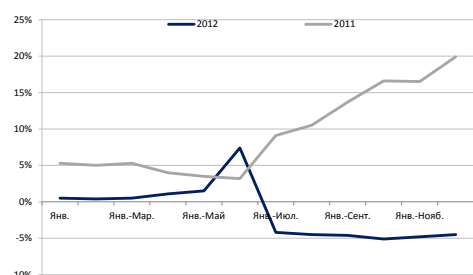
Источник: World Steel Association

Динамика реальных заработных плат и розничного товарооборота, 2012 г., % г/г


Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

Розничный товароборот предприятий, % г/г


Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

Сельскохозяйственное производство, % г/г


Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

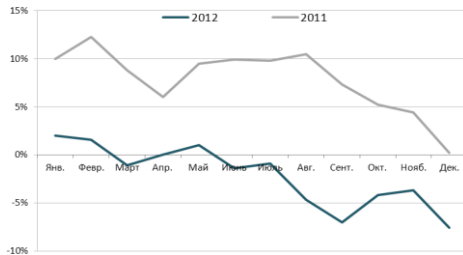
сохранится и в 2013 году.

Цены на продукцию металлургического сектора в 2012 году в среднем упали на 5.0-15.0% и, по нашему мнению, в 2013 году сохранятся примерно на уровне конца 2012 года с потенциалом небольшого роста во второй половине 2013 года. В целом, спрос и цены на продукцию металлургической отрасли в 2013 году будут определяться ситуацией в ключевых экономиках мира - США, Китае и Евросоюзе, а также уровнем конкуренции между крупными игроками. Усиление конкуренции со стороны китайских, российских и турецких производителей на фоне общего мирового перепроизводства существенно усложнили доступ Украины к альтернативным рынкам сбыта уже в 2012 году (таким, как регион MENA, например). Данные по производству сырой стали за 11М12 (опубликованные World Steel Association) свидетельствуют о том, что в 2012 году Украина уступала рынки сбыта в пользу китайских и российских производителей. Так, за 11М12 мировое производство сырой стали выросло почти на 1.0%; рост производства в Китае составил 2.9% г/г, в России - 3.0% г/г, в Турции - 6.0% г/г, в то время как Украина сократила на 6.8% г/г. Ожидаемая девальвация гривны поможет украинским производителям несколько улучшить свою конкурентоспособность и финансовые показатели, однако, по нашему мнению, не сможет кардинально изменить ситуацию, поскольку основная проблема в виде слабого спроса продолжит быть актуальной как минимум в первой половине 2013 года.

✓ **Спрос домохозяйств – единственный реальный драйвер экономического роста в 2013 году.** В 2012 году рост потребления домохозяйств, по нашим оценкам, составил примерно 12.0% г/г (против 15.0% в 2011 году), а его доля в структуре ВВП за 9М12 года выросла до 68.5% (против 65.5% в 2011 г. и 63.2%, в 2010 г). Более того, розничная торговля оставалась единственным сектором украинской экономики, который на протяжении всего 2012 года стабильно демонстрировал двузначный рост (+13.8% за 11М12), хоть и он и замедлился во втором полугодии 2012 года. Высокому частному потреблению способствовал ряд факторов: рост номинальных заработных плат (+15.7% г/г за 11М12, в т.ч. благодаря заложенному в бюджете 13.0% росту минимальных зарплат); рекордно низкая или вовсе отсутствующая инфляция (-0.2% дек/дек); рост социальных выплат в преддверии Парламентских выборов и высокие девальвационные ожидания, которые стимулировали спрос на импортные товары. В 2013 году мы ожидаем замедления роста потребления домохозяйств из-за замедления роста номинальных доходов населения реального сектора, которое наблюдалось уже во втором полугодии 2012 года, а также в результате ускорения инфляции (мы прогнозируем 7.5% дек/дек). Кроме того, ситуация с социальными выплатами и доходами работников бюджетной сферы в 2013 году также будет иной, учитывая, что Бюджет на 2013 год предусматривает рост минимальной заработной платы в январе всего на 1.1%, в то время как следующее, более существенное повышение (на 3.0-4.0%) будет только в декабре этого года. Более того, учитывая заложенную в бюджете инфляцию на уровне 4.9% (мы ожидаем 7.5%, см. ниже), реальные доходы этих слоев населения де-факто сократятся минимум на 3.8%.

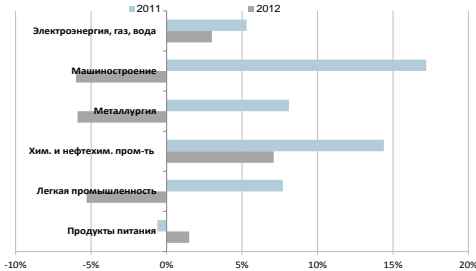
Мы ожидаем ускорения инфляции до 7.5% дек/дек в 2013 году в результате повышения стоимости услуг ЖКХ, роста цен на продовольствие, ослабления национальной валюты и низкой базы сравнения. В тоже время, мы не ожидаем существенного роста цен на продукты питания (2.0-3.0% дек/дек), во всяком случае, в первой половине года, учитывая снижение потребительских цен на продукты в конце прошлого года – традиционного периода наибольшего ускорения инфляции продовольственной группы товаров. Динамика потребительских цен на продовольственную группу товаров во второй половине 2013 года будет зависеть от уровня нового урожая, объемы которого пока спрогнозировать сложно. В тоже время, основными драйверами инфляции в 2013 году, по нашему мнению, будут услуги ЖКХ, повышение стоимости которых на 20.0-30.0% мы ожидаем в марте-апреле 2013 года. Вторым источником

Промышленное производство, % г/г



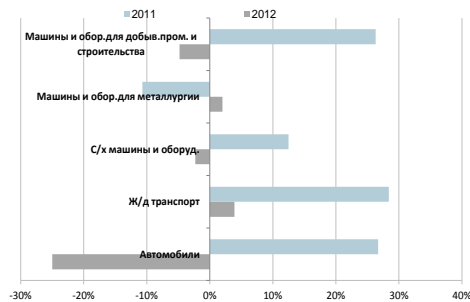
Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

Промышленное производство по секторам, % г/г



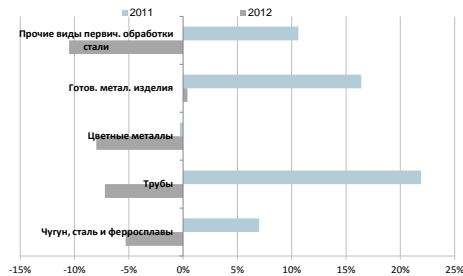
Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

Производство машиностроительного комплекса, % г/г



Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

Производство металлургического сектора, % г/г

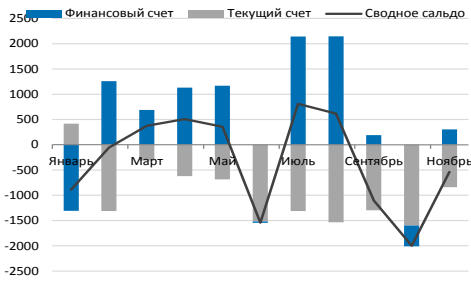


Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

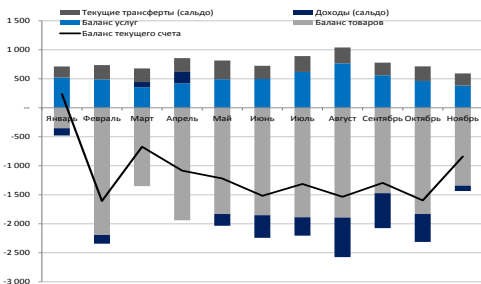
инфляции будет ослабление национальной валюты (мы ожидаем до 10.0%), которое приведет к удорожанию импорта по большинству групп товаров. В то же время, в случае, если ожидаемого роста стоимости услуг ЖКХ так и не произойдет, темпы инфляции в 2013 году, по нашим оценкам, имеют все шансы соответствовать заложенному в бюджете прогнозу на уровне 4.8% дек/дек.

Промышленное производство Украины сократилось на 1.8% г/г в 2012 году, после двухлетнего роста на 7.6% и 11.2% в 2010 и 2011 гг., соответственно. В 2013 году мы ожидаем рост промышленности на 2.2% г/г. В декабре 2012 года спад промышленного производства в Украине усугубился до 7.6% г/г, в т.ч. в ключевых отраслях украинской промышленности – металлургии (до 11.7% г/г против 2.1% г/г в ноябре) и машиностроении (до 18.8% против 6.8% г/г, соответственно). По результатам года небольшой рост продемонстрировали добывающая промышленность +1.9% г/г (7.2% г/г в 2011 г., доля в структуре производства 12.2%) и производство и распределение электроэнергии, газа и воды +3.0% г/г (против 5.3% г/г в 2011, доля 20.1%). Перерабатывающая промышленность (доля 67.7%) в 2012 году сократилась на 3.7% г/г (+8.2% в 2011 году), а лидерами падения по результатам года стали металлургия и машиностроение (-5.2% г/г и -6.0% г/г соответственно). Наиболее растущими секторами перерабатывающей промышленности в прошлом году были химическая и нефтехимическая отрасль (+7.1% г/г против 14.4% в 2011 году) и производство продуктов питания (+1.5% г/г против спада на 0.6% в 2011 году).

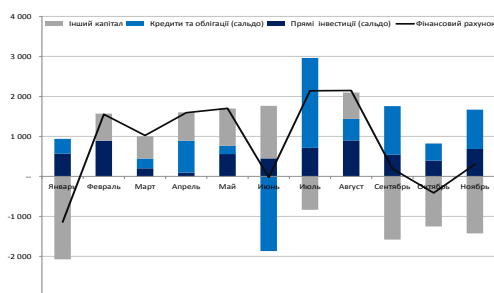
В целом, спад промышленности по результатам 2012 года был полностью ожидаемым, учитывая неблагоприятную внешнюю конъюнктуру, которая оказывала негативное влияние на основные экспортно-ориентированные сектора. Кроме того, ввод Российской Федерацией утилизационного сбора с первого сентября прошлого года серьезно подорвал позиции украинского машиностроительного комплекса, снизив конкурентоспособность украинских производителей на ключевом рынке сбыта. Дополнительными негативными факторами для промышленности в прошлом году были также: высокая стоимость заемных ресурсов из-за дефицита ликвидности банковской системы; усиление фискального давления со стороны налоговых органов; задержки с возвратом НДС, а также высокая экономическая и курсовая неопределенность. В 2013 году мы ожидаем сокращение промышленности на протяжении первого полугодия и возобновление незначительного роста во втором полугодии, чему будет способствовать как ожидаемое экономическое восстановление мировой экономики, так и низкая база сравнения 2012 года. Мы ожидаем сохранения позитивной динамики на протяжении всего 2013 года в производстве продовольственных товаров из-за растущего спроса внешних рынков на продовольствие и увеличения экспорта этой группы товаров из Украины. Также, продемонстрировать позитивную динамику все шансы имеет химическая промышленность из-за более-менее стабильного спроса на удобрения как внутри страны, так и на внешних рынках. Таким образом, мы ожидаем рост промышленного производства в 2013 году на уровне 2.2% г/г.

Платежный баланс Украины, 2012 г., млн. дол. США


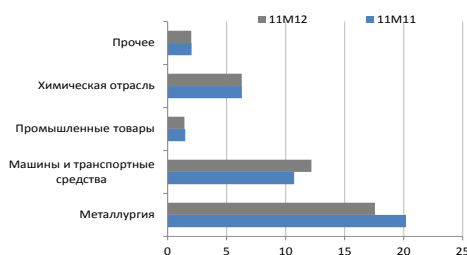
Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Текущий счет платежного баланса, 2012 г., млн. дол. США


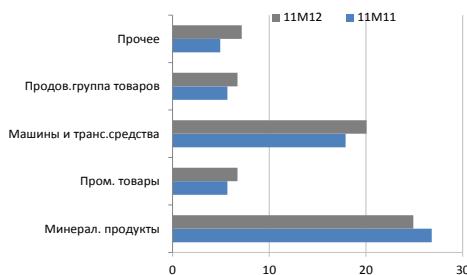
Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Финансовый счет платежного баланса, 2012 г., млн. дол. США


Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Экспорт основных групп товаров из Украины, 11M2011-11M2012, млрд. дол. США


Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Импорт основных групп товаров в Украину, 11M2011-11M2012, млрд. дол. США


Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Внешние счета Украины: все взгляды в сторону МВФ

Дефицит торгового счета платежного баланса в 2012 году был на своих максимумах, за 11M12 достигнув почти 18.0 млрд. дол. США или 10.0% ВВП 2012П. Дефицит счета текущих операций составил 12.4 млрд. дол. США или 7.0% ВВП и по результатам года имеет все шансы приблизиться к 8% ВВП – рекордный показатель с 2004 года (дефицит 2008 года составил 7.1% ВВП).

Мы видим следующие причины этой ситуации:

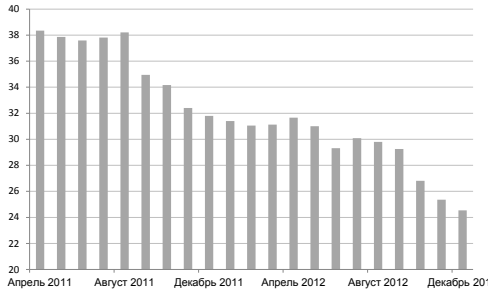
- ✓ Падение мировых цен на основные экспортные товары Украины на 5.0-15.0%, в то время как стоимость газа для Украины находилась на рекордно высоком для Украины уровне (+18.0% г/г).
- ✓ Рост потребительского импорта из-за высокого спроса домохозяйств в результате увеличения реальных доходов населения и социальных выплат, а также высоких девальвационных ожиданий населения и бизнеса.
- ✓ Рост инвестиционного импорта в рамках подготовки к чемпионату Евро-2012.

Сальдо финансового счета в 2012 году оставалось профицитным благодаря серии успешных выходов Правительства на внешние рынки с заимствованиями (3.85 млрд. дол. США) и пролонгации части кредита ВТБ (1.0 млрд. дол. США), что позволило практически полностью рефинансировать валютные кредиты к погашению в 2012 году (платежи Национального банка МВФ в платежном балансе не отражаются, т.к. происходят напрямую из золотовалютных резервов Национального банка). Кроме того, в 2012 году реальный сектор экономики привлек около 6.0 млрд. дол. США чистых заимствований и более 6.0 млрд. дол. США прямых иностранных инвестиций, что, скорее всего, частично связано с финансированием предвыборной кампании осенью 2012 года. Основной проблемой финансового счета в 2012 году был высокий спрос наличного рынка, который привел к оттоку иностранной валюты за пределы банковской системы в размере около 9.0 млрд. дол. США и является следствием высоких девальвационных ожиданий как бизнеса, так и населения. Таким образом, дефицит сводного платежного баланса в 2012 году составил около 3.5-4.0 млрд. дол. США или 2.0-2.2% ВВП и был полностью покрыт за счет золотовалютных резервов Национального банка Украины.

Дефицит торгового баланса и высокий спрос на валюту привели практически к хроническому дефициту доллара на межбанковском рынке на протяжении 2012 года и расширению амплитуды колебания котировки гривна/доллар до 3-4%. Пиковым периодом давления на гривну был октябрь-ноябрь прошлого года, когда стоимость гривны на межбанковском валютном рынке опускалась до 8.20-8.35 грн./дол. США, а удержание национальной валюты от неконтролируемой девальвации обошлось Национальному банку в 3.9 млрд. дол. США из золотовалютных резервов за два месяца.

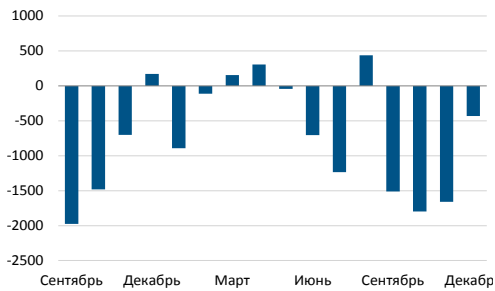
В тоже время, желание властей продемонстрировать свою способность обеспечить экономическую и валютную стабильность в преддверии Парламентских выборов, сделали курсовую стабильность приоритетом всей денежно-кредитной политики Национального банка. Как результат, одним из первых административных шагов регулятора по сдерживанию девальвации гривны было сжатие гривневой ликвидности до своих минимумов (остатки корсчетов колебались на уровне 15.0-17.0 млрд. грн. в сентябре-ноябре против привычных 22.0-24.0 млрд. грн. в начале года), что привело к практически хроническому «гривневому голоду» банковской системы и стремительному росту ставок по гривневому ресурсу на межбанковском рынке (в некоторые дни до 60% по кредитам «овернайт»). Стоимость депозитов, единственного альтернативного источника привлечения ресурса для банков, выросла на 5-7 п.п. по сравнению с началом года, что отразилось в соответствующем росте ставок по кредитам и привело к фактической остановке банковского кредитования экономики. Также, одним из наиболее ярких методов борьбы Национального

Золотовалютные резервы Национального банка Украины, млн. дол. США



Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

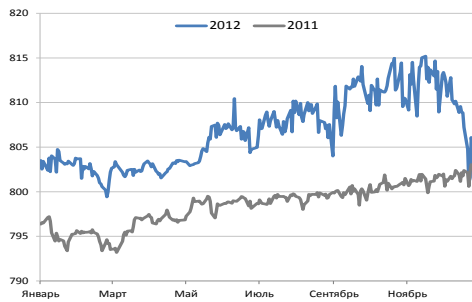
Интервенции НБУ межбанковского рынка, млн. дол. США*



*отрицательное значение – чистые продажи валюты НБУ

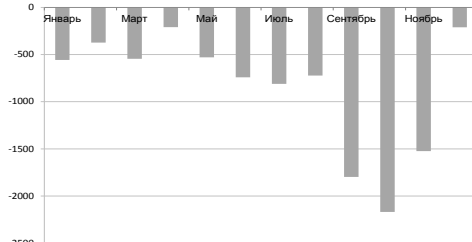
Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Межбанковский курс гривна/доллара США 2011-2012



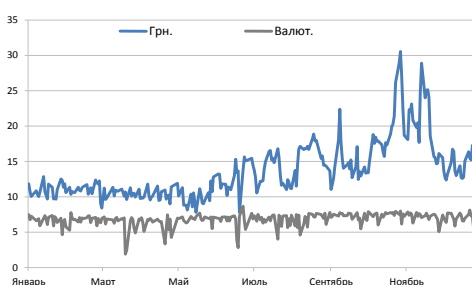
Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Чистые покупки валюты наличного рынка, млн. дол. США



Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Стоимость срочных депозитов в 2012 г., % годовых



Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

банка за стабильность гривны в 2012 году (наряду с публичными «наказаниями» банков-спекулянтов, ограничениями продажи наличного доллара «в одной руке», интервенциями НБУ и госбанков, пр.) было введение обязательной 50% продажи валютной выручки экспортеров, отмененной еще в 2005 году. Как раз последнее позволило Национальному банку кратковременно вернуть курс гривны до уровня 8.0 грн./дол. США в конце 2012 года и, в который раз заявить, что стабильности гривны ничего не угрожает.

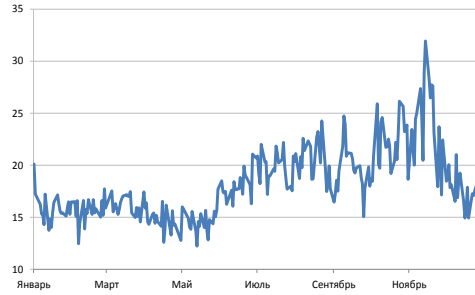
2013 год: девальвация неизбежна

Основные проблемы внешних счетов Украины в виде высокой зависимости от спроса внешних сырьевых рынков и большой стоимости российского газа остаются актуальными и в 2013 году. Кроме того, пиковые выплаты по валютным долгам (+60% по сравнению с 2012 годом, включая МВФ) и ограниченные золотовалютные резервы Национального банка (менее трех месяцев импорта на конец 2012 года) существенно ограничивают возможности регулятора по дальнейшему искусственному удержанию стабильности национальной валюты.

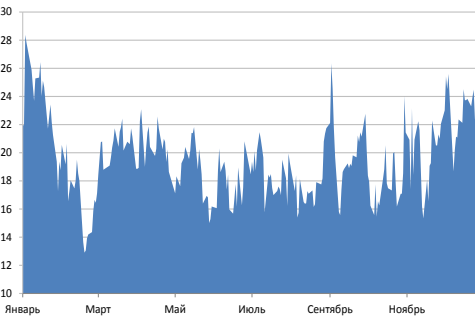
Кроме того, мы продолжаем придерживаться мнения, что контролируемая поэтапная девальвация гривны в пределах 10.0% до конца 2013 года является необходимой для украинской экономики и считаем, что наилучшим временем для этого шага был бы первый квартал 2013 года с амплитудой колебания в 5% (до 8.40 грн. дол.). Более того, в настоящий момент золотовалютных резервов Национального банка (24.5 млрд. дол. США) вполне достаточно для того, чтобы полностью сохранить контроль над валютным рынком и провести плановую девальвацию в рамках целевого уровня. И наоборот, неконтролируемый расход резервов для искусственного сохранения стабильности национальной валюты, по принципу конца 2012 года, оставляет всё меньше возможностей для Национального банка контролировать ситуацию в будущем, когда давление на резервы усилится, в том числе и в результате больших внешних выплат по кредитам.

Мы видим следующие преимущества контролируемой девальвации:

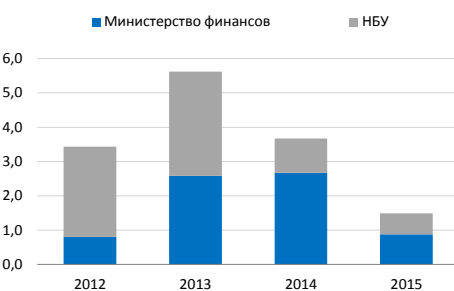
- 1. Снижение девальвационных ожиданий.** Опыт конца 2012 года показал, что спрос наличного рынка является крайне чувствительным к любым колебаниям курса (даже в пределах 2-3 коп.) и может увеличиться более чем в три раза только за один месяц (как в сентябре 2012 года, 230% м/м). Рост потребительского импорта в 2012 году является также в большей степени следствием высоких девальвационных ожиданий как населения, которое увеличивает спрос на импортные товары, так и самих импортеров. В конце 2012 года активно муссирующаяся политиками тема о возможном вводе 10% налога на продажу наличного доллара (реализация чего маловероятна), позволили снизить спрос наличного рынка на 20% (декабрь к ноябрю). Однако, по нашему мнению, это является очень нестабильной и кратковременной тенденцией и может очень быстро развернуться в прямо противоположном направлении в случае возникновения новых девальвационных всплесков. Отток валюты за пределы банковской системы за 11M12 года составил 8.1 млрд. дол. США и, по нашему мнению, спрос имеет большие шансы остаться на этом же уровне в 2013 году, в случае, если НБУ продолжит искусственно удерживать гривну. В то же время девальвация гривны, по нашему мнению, имела бы важный психологический эффект для населения и бизнеса сигнализируя о том, что «худшее уже позади» и позволила бы существенно ослабить напряжение рынка.
- 2. Доступ к внешнему финансированию, МВФ.** Успех Украины в привлечении 3.85 млрд. дол. США внешних долгов в 2012 году был во многом обусловлен действующей в Украине программой МВФ и ожиданиями инвесторов возобновления финансирования после Парламентских выборов, когда власти будут готовы выполнить требования Фонда. План Украины по внешним

Средняя стоимость кредитов в гривне, 2012 г., % годовых


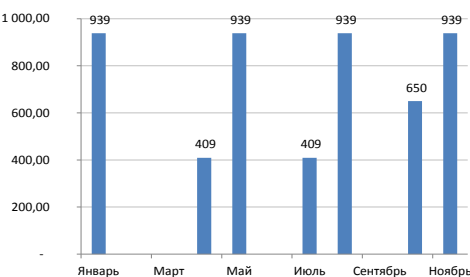
Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Остатки корсчетов банковской системы, 2012 г. млрд. грн.


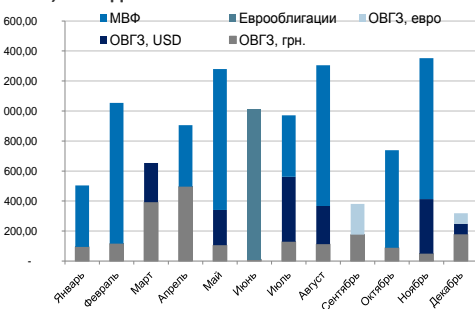
Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Платежи МВФ 2012-2015, млрд. дол. США


Источник: МВФ, Кредит-Рейтинг

График платежей МВФ на 2012 год, млн. дол. США


Источник: МВФ, Кредит-Рейтинг

График погашений госдолга (включая НБУ) на 2012, млн. дол. США


Источник: Минфин, НБУ, МВФ, Кредит-Рейтинг

заимствованиям согласно Бюджету 2013 г. составляет 5.3 млрд. дол. США, а плановые валютные погашения достигают почти 9.0 млрд. дол. США (включая платежи Национального банка МВФ). Суммарно в первом квартале 2013 года Украина должна выплатить 1.6 млрд. дол. США валютных долгов (1.35 млрд. дол. США – МВФ и 0.26 млрд. дол. США – валютные ОБГЗ, размещенные в 2012 году). Платежи второго квартала на 62% больше и составляют 2.6 млрд. дол. США (1.35 млрд. дол. США – МВФ, 1.0 млрд. дол. США – еврооблигации и 0.24 млрд. дол. США – внутренние ОБГЗ). Программа Фонда закончила свое действие в конце декабря прошлого года, а какой-либо видимый прогресс в переговорах о возобновлении сотрудничества в настоящее время отсутствует. Одним из основных требований Фонда, наряду с увеличением стоимости газа для населения, является повышение гибкости обменного курса. Ослабление национальной валюты, по нашему мнению, позволило бы существенно укрепить позиции Украины в переговорах с МВФ, снять напряженность иностранных инвесторов и избежать дальнейшего снижения суверенных рейтингов Украины уже в начале этого года. Таким образом, чем раньше Украина пойдет на девальвацию гривны, тем легче ей будет обеспечить рефинансирование долгов к погашению, запланированных на второй квартал (см. выше) и далее.

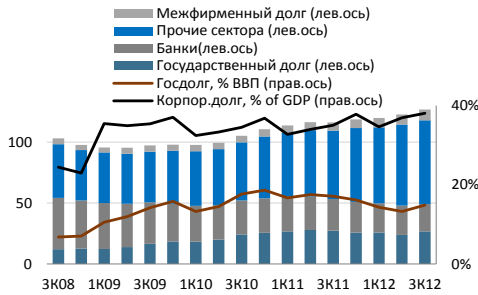
3. Дефицит торгового баланса. Расширяющийся дефицит торгового баланса в 2012 году был во многом обусловлен ростом потребительского импорта, который стимулировался как высоким потреблением, так и девальвационными ожиданиями. По нашим подсчетам, Украина имеет все шансы снизить дефицит торгового баланса на 15-20% (3-4 млрд. дол. США) в 2013 году при условии девальвации гривны в пределах 10%, с первым этапом в начале 2013 года. Также, девальвация гривны позволила бы несколько улучшить финансовые показатели и конкурентные позиции украинских экспортеров на внешних рынках. В тоже время, мы не ожидаем существенного увеличения экспорта из Украины даже в случае более существенной девальвации, так как основной проблемой украинских экспортеров является низкий спрос внешних сырьевых рынков.

Таким образом, наш базовый прогноз по внешним счетам Украины на 2013 год строится на следующих предположениях:

Критерий	Предположение
Курс гривны	8.80 грн./дол. США на 31.12.2013 г. Контролируемая девальвация в пределах 10% до конца 2013 года в т. ч. 5% (до 8.40 грн./дол. США) в первой половине 2013 года (февраль - март).
МВФ	Возобновление программы сотрудничества в марте – апреле 2013 г. Объем новой программы 11.0-12.0 млрд. дол. США, объем финансирования 2013 года – 4.5-5.5 млрд. дол. США.
ЗВР	21.5 млрд. дол. США на 31.12.2013 г.
Импорт товаров	90.6 млрд. дол. США, +1.0 % г/г, в т.ч. 14.4 млрд. дол. США - российский газ*: * 35 млн. куб. м, в т.ч.: 27 млн. куб.м. – Нафтогаз, 8 млн. куб.м. – OstChem, среднегодовая цена – 410.0 дол.США за тыс.куб.м.
Экспорт товаров	72.6 млрд. дол. США, +2.8% г/г, в т.ч. 19.6 млрд. дол. США – металлопродукция.
Торговый баланс (без услуг)	-18.0 млрд. дол. США, 10% ВВП 2013П
Счет текущих операций	- 12.5 млрд. дол. США, 7% ВВП 2013П
Финансовый счет	8.1 млрд. дол. США, 4.5% ВВП 2013П, в т.ч. 5.9 млрд. дол. США – ПИИ, net 2.1 млрд. дол. США – кредиты и прочий капитал**

** в т. ч. спрос наличного рынка 6.5 млрд. дол. США

Валовый внешний долг, млрд. дол. США (левая ось), % ВВП (правая ось)



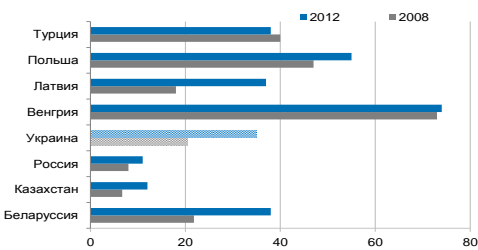
Источник: Госкомстат, НБУ, Кредит-Рейтинг

Государственный долг Украины 2006-2013П



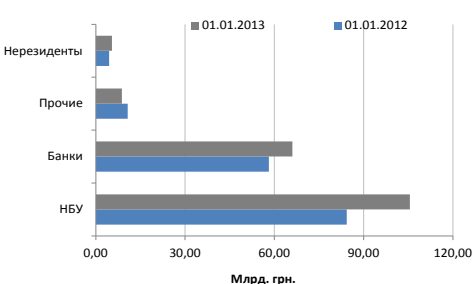
Источник: Минфин, Кредит-Рейтинг

Долг к ВВП в разрезе стран, % ВВП



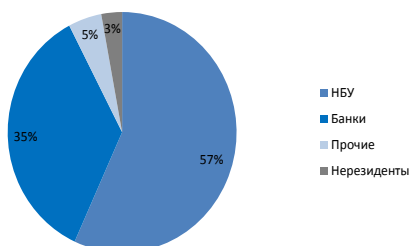
Источник: МВФ, Кредит-Рейтинг

ОВГЗ в обращении, млрд. грн.



Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Структура собственности ОВГЗ на 01.01.2013, %



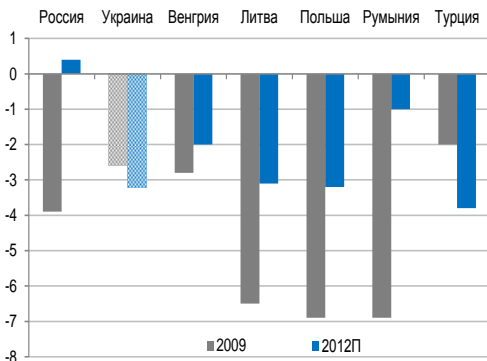
Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Основной риск базового сценария – отсутствие программы МВФ

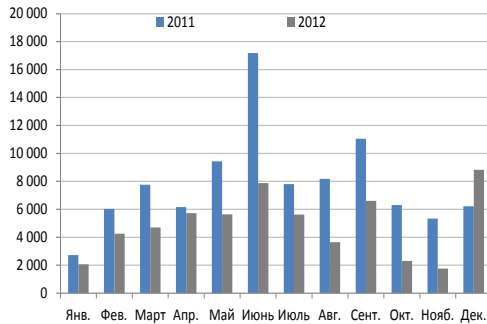
Необходимо отметить, что наш базовый прогноз на 2013 год строится скорее на оптимистичных ожиданиях, основной составляющей которых является возобновление программы сотрудничества с Международным Валютным Фондом в начале 2013 года. В случае невозможности Украины найти компромиссное решение и возобновить финансирование МВФ, 2013 год, по нашему мнению, станет еще одним годом волатильности валютного рынка и высоких девальвационных ожиданий, в результате чего даже малейший негативный триггер может стоить Национальному банку потери контроля над валютным рынком и неконтролируемой девальвации гривны.

Таким образом, основными рисками для нашего базового сценария в настоящий момент являются отсутствие действующей программы Международного валютного фонда и/или продолжение «игры» властей в курсовую стабильность. Кроме того, оба варианта, по нашему мнению, являются взаимоисключающими, т.к. возобновление программы сотрудничества с Фондом, по нашему мнению, является практически невозможным без повышения гибкости валютного курса (не имеет смысла финансировать резервы которые уйдут на удовлетворение бесконечного спекулятивного спроса). В то же время, возможности Национального банка для удержания курса гривны «в одиночку», в настоящий момент более ограничены по сравнению с началом 2012 года из-за снизившихся на 30% г/г золотовалютных резервов и в связи большими потребностями во внешнем финансировании по сравнению с прошлым годом (+60% г/г).

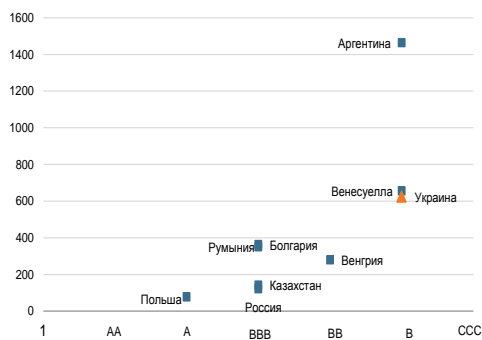
По нашим подсчетам, в случае отсутствия финансирования МВФ, золотовалютные резервы Национального банка к концу первого полугодия 2013 года могут снизиться до новой психологической отметки в 20.0 млрд. дол. США, а к концу года опуститься до 17 млрд. дол. США и ниже. Одним из важных негативных последствий отсутствия действующего сотрудничества с Фондом является также риск снижения суверенных рейтингов Украины, что в случае наличия неблагоприятного новостного фона внешних рынков может привести к стремительному росту доходностей украинских суверенных долгов и сделает рыночное рефинансирование валютных погашений для Украины дорогим и сложным. По нашему мнению, единственной альтернативой МВФ на сегодняшний день может быть Российская Федерация, которая имеет рычаги снижения давления на внешние счета Украины и обеспечения «мягкой посадки» для Украины в 2013 году путем предоставления скидки на стоимость газа (что сократит/ликвидирует дефицит торгового баланса) и валютных кредитов (для рефинансирования долгов к погашению). Однако, как показывает практика (например, переговорный процесс о снижении стоимости газа, который длится уже более 1.5 лет), политическая и экономическая цена «российского плеча» является достаточно высокой и может стоить Украине принятия ряда стратегических решений, в частности, по усилению восточной интеграции, вступлению в Единый Таможенный Союз, созданию газового консорциума и т.д., что не всегда в полной мере соответствует интересам Украины. В этой связи, по нашему мнению, на сегодняшний день реализация данного сценария выглядит маловероятной, тем более, что украинские власти располагают всеми необходимыми рычагами и возможностями для успешного завершения переговоров с МВФ.

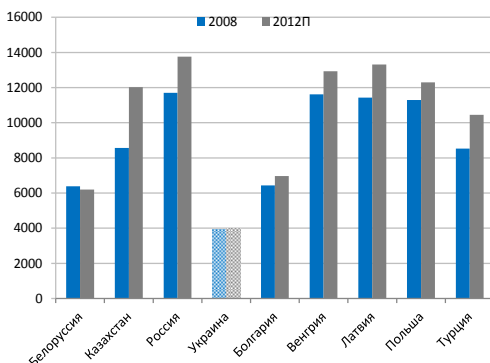
Дефицит бюджета в размере стран, % ВВП


Источник: МВФ, Кредит-Рейтинг

Входной остаток единого казначейского счета, 2011-2012, млн. грн.


Источник: Гос. казначейская служба, Кредит-Рейтинг

Суверенный кредитный рейтинг и стоимость CDS*

 *CDS-кредитно-дефолтные свопы
 Источник: Vlootberg, Кредит-Рейтинг

ВВП на душу населения в разрезе стран, дол. США


Источник: МВФ, Кредит-Рейтинг

Бюджет 2013: консервативный, но риски присутствуют

По нашим оценкам, Бюджет на 2013 год является достаточно реалистичным и может быть выполнен при условии консервативной бюджетной политики государства. Так, рост доходов предусмотрен на уровне 362.8 млрд. грн. или 6.9% г/г, что, по нашему мнению, выглядит вполне выполнимым даже в случае более слабого экономического роста, чем мы ожидаем. Уровень расходов запланирован в размере 412.1 млрд. грн., на 0.7% меньше по сравнению с 2012 годом. Дефицит бюджета должен составить 49.3 млрд. грн. (3.1% ВВП) или 57.3 млрд. грн. (3.6% ВВП) включая дефицит Нафтогаза Украины. Для покрытия дефицита бюджета и рефинансирования долгов к погашению в 2013 году правительство планирует привлечь 135.5 млрд. грн. в виде новых заимствований, в т.ч. 92.9 млрд. грн. – внутренние и 42.7 млрд. грн. – внешние привлечения; еще 10.9 млрд. грн. – запланированные поступления от приватизации. Таким образом, чистые заимствования Правительства в 2013 году (за вычетом рефинансирования долгов к погашению) составляют 54.5 млрд. грн., что суммарно с поступлениями от приватизации позволит в полном объеме покрыть дефицит бюджета.

Основные показатели Бюджета Украины на 2013 год, по нашему мнению, не должны вызвать серьезных возражений со стороны МВФ. Запланированный дефицит государственного бюджета на уровне 3.1% ВВП соответствует базовым требованиям Фонда. Большее беспокойство вызывает дефицит консолидированного бюджета (с учетом Нафтогаза, Пенсионного фонда и пр.), который, по предварительным оценкам, должен составить 4.5% ВВП, но де-факто может превысить этот показатель как в 2012 г. (по нашим оценкам около 5.0% ВВП). Также, беспокойство вызывает то, что бюджет не предусматривает повышения стоимости газа для населения (цена газа для теплокоммуналэнерго заложена на уровне прошлого года), а разрыв планируется покрыть за счет дотаций из бюджета. На наш взгляд, эти моменты могут вызвать дополнительные трудности в переговорах с Международным валютным фондом и необходимость пересмотра текущего документа при условии наличия политической воли разморозить сотрудничество.

Вторым «скользким моментом» принятого документа является план заимствований на 2013 год, успешность выполнения которого зависит от конъюнктуры внешних финансовых рынков и готовности иностранных инвесторов заимствовать Украине. План на 2013 год предусматривает привлечение 5.3 млрд. дол. США внешнего фондирования (2012 г. привлечено 3.85 млрд. дол. США) и, по нашему мнению, может быть вполне выполнимым в случае не ухудшения кредитного «профайла» Украины (т.е. без понижения суверенных рейтингов) и наличия действующей программы с МВФ.

План по внутренним заимствованиям составляет 92.9 млрд. грн. Успешность его реализации в первую очередь зависит от ситуации с ликвидностью в банковской системе и уровня валютных рисков. В случае, если девальвационные ожидания сохранятся и Национальный банк продолжит придерживаться жесткой монетарной политики, рыночный спрос на гривневые бумаги, по нашему мнению, будет минимальным. При таких обстоятельствах существует большая вероятность того, что основными покупателями госдолга в 2013 году станут снова государственные банки через рефинансирование Национального банка, что де-факто является непрямой эмиссией гривны. Мы также ожидаем сохранения активности в размещениях валютных ОВГЗ, которые с одной стороны не несут валютных рисков для держателей долга, с другой – позволят пополнить золотовалютные резервы Национального банка (объем рынка валютных ОВГЗ в 2012 году составил около 3.0 млрд. дол. США).

В случае реализации государственного плана по заимствованиям в полном объеме, соотношение госдолга к ВВП на конец 2013 года останется примерно на уровне 2012 года – 36% к ВВП, что является безопасным уровнем по всем международным стандартам.

Справка: Рейтинговое агентство «Кредит-Рейтинг» работает на украинском рынке с 2001 года и специализируется на присвоении кредитных рейтингов по Национальной рейтинговой шкале. С начала своей деятельности на украинском рынке рейтинговое агентство «Кредит-Рейтинг» присвоило 1154 кредитных рейтинга. В декабре 2012 года агентством было присвоено 3 рейтинга, 1 рейтинг повышен, 2 – понижено, подтверждено 47 рейтингов, приостановлено 13 и отозван 21 рейтинг. По состоянию на 01.01.2013 г. рейтинг-лист агентства включает 316 кредитных рейтингов: 188 – в корпоративном, 96 – в финансовом и 32 – в муниципальном секторах.

Обзор подготовили:

С. Рекрут, макроэкономика

А. Черноротов, корпоративные рейтинги

Г. Винник, рейтинги финансовых учреждений

О. Пугачева, муниципальные рейтинги

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Кредит-Рейтинг» ответственности не несет. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Компания и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.

© 2013 ООО «Кредит-Рейтинг». Все права защищены.