

26 апреля 2013

Гривна

Трёхмесячная стабильность

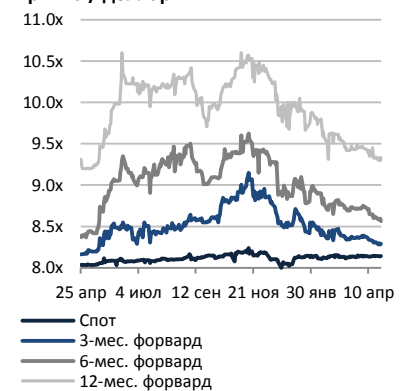
Курс на поддержание стабильной гривны за счёт привлечения долгов на открытом рынке, казавшийся нам маловероятным четыре месяца назад, упорно поддерживается украинским правительством. При очевидной тактике держать гривну «до последнего», курсу национальной валюты ничего не угрожает в ближайшие три месяца, даже если источник финансирования поддержки (доступ до долговых рынков) иссякнет.

Будучи спокойными за гривну на ближайшие три месяца, мы с опасением смотрим в более отдалённое будущее. Игнорирование властями долгосрочных валютных рисков означает, что Украина плавно подходит к сценарию поздней и неконтролируемой девальвации. Слово «поздняя», на данном этапе, удовлетворяет ответственных за проведение курсовой политики: горизонт их планирования едва ли превышает несколько месяцев. Вся опасность ситуации в том, что чем ближе мы к президентской избирательной кампании, тем меньше инструментов для контроля валюты у власти остаётся, но при этом накапливается как девальвационный потенциал, так и вероятность его реализации.

- Итак, мы видим достаточно ресурсов у правительства для сохранения обменного курса гривны на текущем уровне до конца июля 2013 года, что бы ни произошло.
- Мы ожидаем, что правительство будет и в дальнейшем субсидировать фиксированный обменный курс за счёт привлечений валютных долгов на открытом рынке.
- Прямым следствием подпитки гривны валютными займами является дальнейший рост дефицита счёта текущих операций и нарастание девальвационного потенциала.
- Возникновение проблем с размещением Евробондов или валютных ОВГЗ поставит правительство перед необходимостью поиска альтернативных путей покрытия валютного дефицита, и чем ближе к президентским выборам это произойдет, тем меньше таких альтернатив у правительства останется.
- Сегодня приемлемой альтернативой Евробондов является кредит МВФ: внедрение болезненных требований Фонда представляется политически допустимым до осени 2013го года. На наш взгляд, данная альтернатива выглядит наиболее безболезненной для экономики. Но наше понимание ситуации таково, что правительство к нему прибегнет только в случае закрытия окна рыночных заимствований, при чём с определённой задержкой. То есть, идеальный случай для перспектив гривны – закрытие окна за несколько месяцев до того, как выполнение требований МВФ будет политически неприемлемым.
- Остановка подпитки «неограниченной» ликвидности на международных рынках в непосредственной близости от президентских выборов поставит перед украинским руководством нетривиальную задачу поиска внушительных валютных кредитов в условиях проведения предвыборной популистской политики. В таком случае, предотвращение сценария «поздней неконтролируемой девальвации» в 2014м году представляется маловероятным.

 Александр Паращий
 ap@concorde.com.ua

Гривна / доллар



Источник: Bloomberg

Коррекция допущений: ориентир на краткосрочную «стратегию»

В нашем отчёте от 26 декабря 2012 года, мы отмечали контрольные точки на 1П13, прохождение которых гарантировало реализацию сценария сохранения контроля властей над обменным курсом гривны.

Из обозначенных ориентиров на конец апреля, были нарушены два важных фактора: не возобновлено сотрудничество с МВФ и гривна не осталась сильнее отметки 8.3 за доллар.

Контрольные точки	Факт	
Январь-март	Возобновление сотрудничества с МВФ	-
	Гривна/доллар >8.2х	-
	Привлечено финансирование для погашения кредита МВФ	+
Апрель	Гривна/доллар >8.3х	-
	Привлечено финансирование для погашения кредита МВФ	+
	Розничная покупка доллара в 1 кв < \$ 2 млрд.	+
	Резервы НБУ > \$23 млрд.	+

При этом, Украине практически без труда удалось привлечь Еврооблигации на \$ 2.25 млрд., а также местные валютные облигации на \$ 2.46 млрд., сохранив резервы Нацбанка практически на уровне начала года.

Исходя из этого опыта, мы склонны считать, что Украина пошла по сценарию, который мы ранее определили как «поздняя и неконтролируемая девальвация».

Корректировка наших основных допущений:

Стабильность как основная цель – наши ожидания, что украинское правительство использует год без выборов как окно возможностей для проведения умеренной девальвации и поднятия тарифов на газ, в угоду МВФ как гаранта относительной стабильности до 2015 года, не оправдались. Взят курс на поддержание стабильности (гривны, тарифов) любой ценой. Политические потери от возобновления сотрудничества с МВФ, видимо, не покрывают выгоды от относительной дешевизны кредитов Фонда.

Краткосрочная «стратегия». Стало очевидно, что горизонт планирования властей не превышает нескольких месяцев.

Глобальные рынки всё ещё толерантны к риску, и их не останавливает отсутствие видимого прогресса в переговорах Украины с МВФ. Также их не останавливает ухудшение статистики по промпроизводству (-5.0% г/г за 1 кв.), тревожные сигналы о доходной части бюджета-2013 (поступления НДС сократились на 5.1% за первые два месяца) и стабильно высокий дефицит счета текущих операций (8.1% ВВП на конец февраля, за 12 месяцев). В отличие от наших прогнозов, украинские Еврооблигации находят своего покупателя, что позволяет предполагать - рынки внешних заимствований будут открыты для Украины и впредь (по крайней мере, в пределах обозначенного горизонта государственного планирования).

Основные выводы:

- Стабильность в пределах горизонта планирования правительства (до трёх месяцев) выглядит реалистичной.
- Наш альтернативный сценарий, обозначенный в декабрьском исследовании как «поздняя и неконтролируемая девальвация», хоть и переносится как минимум на квартал, но выглядит всё более правдоподобным.

Сценарий правительства: Ставка на облигации

Нежелание правительства проводить превентивное ослабление валюты означает, что девальвационный потенциал будет и дальше накапливаться. Такая тенденция не выглядит угрозой при наличии возможности выхода на внешние рынки заимствований: как и в 1 кв. 2013 года, правительство будет закрывать валютный дефицит новыми Еврооблигациями. Однако, при таком развитии событий мы вынуждены говорить о высокой степени риска выхода ситуации из-под контроля при снижении ликвидности на внешних рынках.

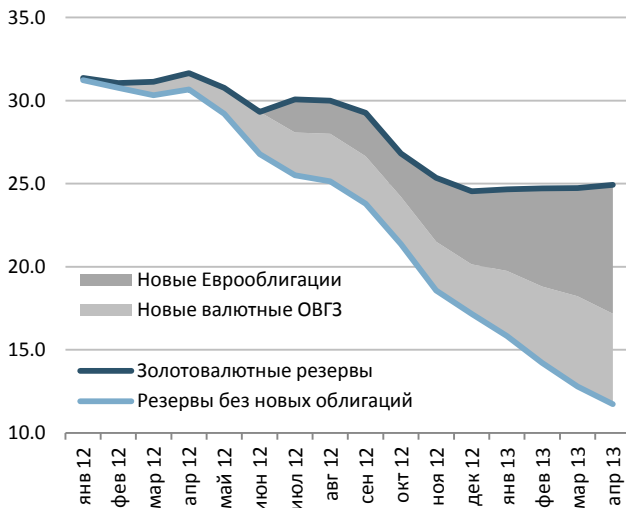
Наше видение повестки дня валютного регулятора:

- Принят курс на поддержание стабильной гривны для поддержания политического рейтинга;
- При этом, горизонт планирования правительства выглядит очень коротким: наше ощущение – не более трёх месяцев;
- Большое внимание сосредоточено на поддержании стабильных золотовалютных резервов, как одного из ключевых индикаторов финансовой/валютной стабильности экономики;
- Основными факторам поддержания резервов, как и прежде, остаются валютные облигации (как внутренние, так и внешние). Глобальная конъюнктура (количественное смягчение в США) этому способствует;
- При этом, МВФ как альтернатива пока серьезно не рассматривается, так как несет политические риски, исходящие из требований поднять тарифы на газ и ослабить гривну.

Визуализация плана поддержки гривны

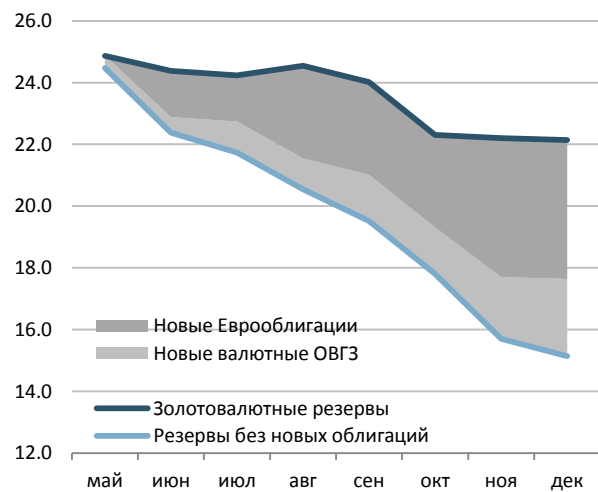
План власти в части резервов НБУ до конца 2013го года (если бы он был), выглядит примерно так, как на графике ниже. Главное – не допустить заметного падения золотовалютных резервов (наше предположение, они должны остаться на безопасном расстоянии от критической отметки в \$20 млрд.). Очевидный путь корректировки резервов – привлечение валютных долгов, пока это позволяет рынок. В конце концов, если это работало в прошлом, то почему оно не будет работать в будущем?

Наполнение резервов НБУ, прошлое (млрд. \$)



Источники: НБУ, Минфин, исследование Concorde Capital

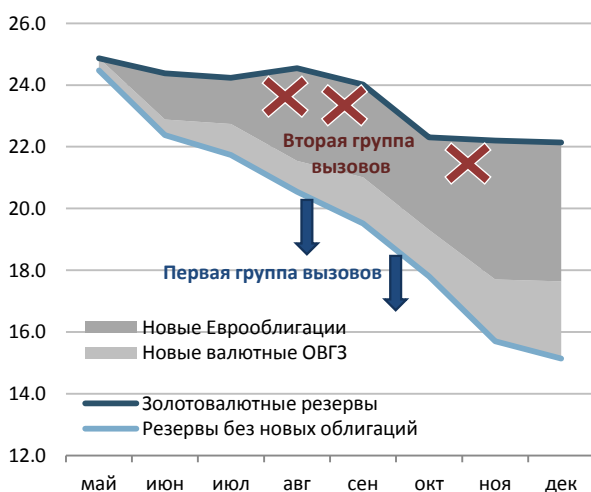
Наполнение резервов НБУ, до конца года (млрд. \$)



Источники: НБУ, Минфин, исследование Concorde Capital

Очевидно, что такой политически корректный сценарий развития, кроме рисков связанных с ростом долговой нагрузки на бюджет, несёт еще и риск существенного ограничения доступных инструментов для выхода из ситуации при неблагоприятном развитии событий.

Наполнение резервов НБУ (2013) и вызовы, млрд. \$



Источники: НБУ, Минфин, исследование Concorde Capital

Основные вызовы сценария:

- Первая группа вызовов** связана с факторами, определяющими чистый (без учёта облигаций) дефицит валюты (на графике нижняя линия). Основными вызовами могут служить:
 - Ухудшение торгового дефицита (из-за роста импорта или дальнейшего ослабления мирового сырьевого рынка);
 - Всплеск спроса на наличную валюту.
- Вторая группа вызовов** связана с проблемами «наполнения» валютного дефицита (закрытие долговых рынков для Украины). При этом, с большой долей вероятности, потеря возможности привлекать долги запустит и вызовы первой группы (как минимум, вырастет спрос на наличный доллар).

Инструменты борьбы с вызовами: чем дальше – тем их меньше

Опасность выбранного правительством курса (стабильная гривна за счёт валютных долгов) заключается в том, что со временем набор инструментов для борьбы с возможными вызовами будет сокращаться, в то время как опасность наступления неблагоприятного сценария будет расти.

Чем раньше болезнь проявит себя, тем больше возможностей для лечения с меньшими последствиями для здоровья. То есть, чем быстрее наступят неблагоприятные события, заставляющие власти осознать рискованность выбранной тактики, тем проще будет прибегнуть к альтернативному сценарию.

Данный вывод мы базируем на том, что самый пока что безболезненный альтернативный сценарий, кредит МВФ, может потерять свою привлекательность для властей с приближением даты президентских выборов (поскольку он требует принятия непопулярных мер). То есть, уже через несколько месяцев другие альтернативы, кажущиеся пока что невероятными (включая вхождение в Таможенный союз) могут оказаться более выгодными с политической точки зрения.

Доступные инструменты борьбы с вызовами

	Май-июль, 2013	Август-декабрь, 2013	2014
Особенность периода	<ul style="list-style-type: none"> До выборов ещё далеко Дефицит счёта текущих операций расёт традиционно медленно Вероятность закрытия облигационного окна минимальна 	<ul style="list-style-type: none"> Уже нужно действовать с оглядкой на выборы Дефицит счёта текущих операций может традиционно подскочить Высока вероятность сезонного роста спроса на валюту Вероятность закрытия облигационного окна невысокая 	<ul style="list-style-type: none"> До избирательной кампании - меньше года: политически непопулярные меры неприемлемы Приток ПИИ в предвыборном году традиционно невысок При стабильной гривне, торговый дефицит будет расти Вероятность закрытия долгового окна высока

Возможные варианты решения проблем

Открытая линия МВФ	В приоритете Всё еще не поздно пойти на непопулярные меры в угоду МВФ. Потери от таких мер относительно невелики по сравнению с другими опциями.	Возможна Потери от непопулярных мер в угоду МВФ нужно серьёзно взвешивать.	Маловероятна Потери от непопулярных мер в угоду МВФ выглядят непоправимыми
Изыскание внутренних резервов (затягивание валютных поясов)	Возможно Ужесточение валютного регулирования грозит проблемами в банковском секторе, послужит плохим сигналом для гривны, может привести к оттоку капитала	В приоритете Экономические потери выглядят незначительными в сравнении с возможными политическими от сотрудничества с МВФ	Возможно Принятие даже самых жёстких мер будет уже недостаточным для решения проблемы
Получение скидки на газ от Газпрома	Маловероятно	Маловероятно	Маловероятно
Присоединение к ТС для получения скидки на газ и валютного кредита	Никогда не поздно Выгоды неочевидны, политические риски высоки	Никогда не поздно Выгоды неочевидны, политические риски высоки	А почему бы и нет? Базовый электроат такую идею поддерживает. Политические потери от такого шага могут быть меньшими, чем от других вариантов
Вид на курс гривны на конец периода	8.2 - 8.3 / \$	8.2 - 8.8 / \$	8.2 - 10.0 / \$

Наш прогноз: неконтролируемая девальвация

Удерживание курса гривны всё больше сказывается на конкурентоспособности украинской экономики, как в части относительной дороговизны (ценовой неконкурентоспособности) украинского экспорта, так и в части уменьшения эффективности из-за сдерживания инвестиций в развитие и модернизацию экономики.

То есть улучшения ситуации с торговым дефицитом и платёжным балансом ждать не стоит – поддержка гривны будет возможна лишь путем валютного кредитования, и это долго продолжаться не может.

Оттягивание решения о девальвации гривны, таким образом, может закончиться тем, о чём мы намекали в прошлом нашем исследовании – поздней и неконтролируемой девальвацией.

Наше видение - чем раньше эта поздняя девальвация произойдет, тем меньшим будет от нее урон, и тем больше вариантов сдерживания или контроля останется в руках правительства.

Когда это закончится?

Близорукость государственного планирования и ставка на удержание стабильности гривны, как основного достижения текущей власти, сейчас выглядят очевидными.

Но мы не исключаем, что правительство пойдёт на относительно непопулярную меру ослабления гривны, если будет видеть в ближайшей перспективе риски потери контроля над валютой. Такими факторами могут послужить:

- Сворачивание политики количественного смягчения в США;
- Резкое ухудшение торгового баланса Украины по причине низкого спроса на мировых ресурсных рынках.

Как мы уже обозначили в предыдущем разделе, чем раньше поступят тревожные сигналы, тем больше возможностей у правительства выйти из ситуации с минимальными политическими и экономическими потерями.

Тем не менее, мы не видим в пределах горизонта планирования правительства (в пределах трех месяцев) существенных вызовов.

Стабильности гривны на ближайшие три месяца ничего не угрожает

Принимая как данность «курс на удержания стабильности» гривны любой ценой и короткий горизонт планирования валютной политики, легко спрогнозировать курс гривны на ближайшие месяцы. Всё, что для этого нужно - проверить, хватит ли запаса прочности на этот период.

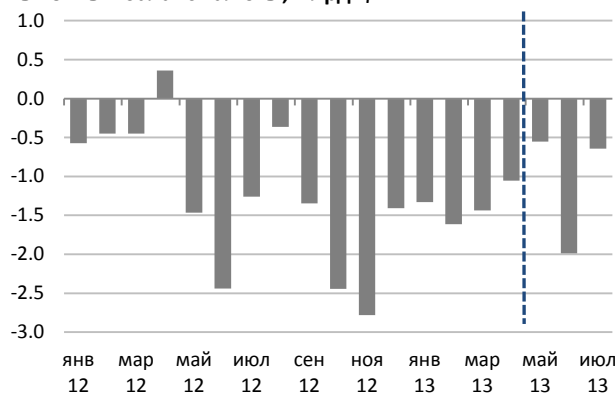
Наш вывод – курс гривны с большой вероятностью не поменяется в ближайшие три месяца

На этот период, рыночный дефицит валюты оценивается в объёме \$3.2 млрд. Кроме стабильного дефицита счёта текущих операций, баланс будут определять выплаты перед МВФ (в мае \$920 млн. и в июле \$402 млн.), а также выплата \$1.0 млрд. Еврооблигаций в июне. Спрос на валюту со стороны населения ожидается на низком уровне.

При сохранении значительных appetites к рискам на внешних рынках (что очень вероятно), дефицит валюты будет частично покрываться за счёт новых Еврооблигаций (возможно, в июне), валютных ОВГЗ, а также золотовалютных резервов, пополнившихся недавно на \$1.25 млрд. от продажи апрельских Евробондов.

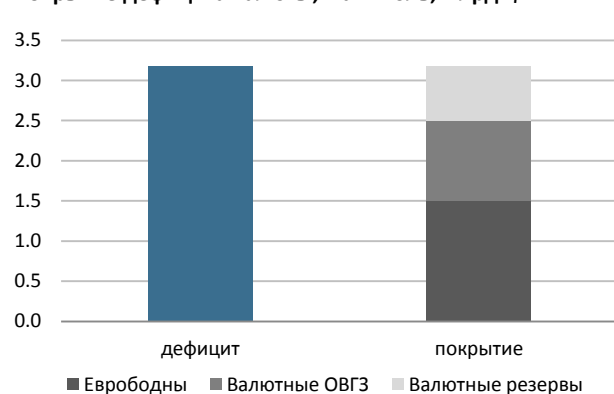
При таком развитии событий, валютные резервы будут оставаться выше \$24 млрд., а переговоры с МВФ будут оставаться на паузе.

Рыночный баланс валюты, млрд. \$



Источники: НБУ, исследование Concorde Capital

Покрытие дефицита валюты, май-июль, млрд. \$



Источник: исследование Concorde Capital

Если что пойдёт не так: МВФ

Возможные неблагоприятные события на этом этапе:

- Проблемы с размещением Евробондов в июне;
- Золотовалютные резервы НБУ < \$23 млрд (начало июля);

В случае, если в период с мая по июнь возникнут трудности с привлечением внешних кредитов или появится дополнительный спрос на валюту (например, всплеск спроса на валюту со стороны населения), правительство будет в состоянии удержать курс с минимальными потерями для золотовалютных резервов.

Возможно (но исходя из горизонта планирования, маловероятно), что уже на этом этапе у правительства появится стимул форсировать переговоры с МВФ. При этом, еще остается возможность с минимальными политическими затратами реализовать требования Фонда и гарантировать финансирование дефицита валюты на ближайшую перспективу.

За горизонтом планирования

Хотя это выглядит несколько самонадеянно – планировать за пределами горизонта видения правительства, но нам, аналитикам фондового рынка, строящим свои прогнозы по исследуемым компаниям на долгосрочный период, не привыкать.

Прогноз на 2013й год, в зависимости от решения по сотрудничеству с МВФ

Индикатор	Договор с МВФ до	Договор с МВФ до	Ставка на облигации
	июля	октября	
Реальный рост ВВП, %	1.0%	0.7%	0.7%
ИПЦ, средний за год	1.3%	1.0%	0.8%
Дефицит счёта текущих операций, млрд. \$ (% от ВВП)	15.1 (8.5%)	15.9 (8.6%)	16.3 (8.4%)
Обменный курс, грн/\$	8.5 (сентябрь)	8.8 (ноябрь)	8.2 (декабрь)
Валютные резервы, млрд. \$	23.4	22.5	22.1

Источник: исследование Concorde Capital

Ниже мы попытаемся очертить для знаковых периодов перечень потенциальных условий и ограничений, которые могут определять решения правительства, с учетом минимизации политических потерь.

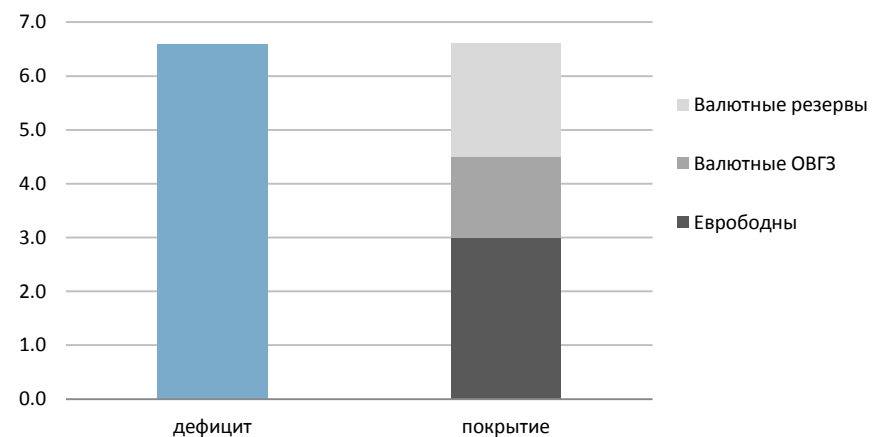
Август-Декабрь 2013:

(А) Всё идёт по плану

Начиная с августа, традиционно в Украине повышаются внутренние валютные риски. На второе полугодие традиционно увеличивается торговый дефицит и наблюдается всплеск девальвационных ожиданий у населения. Кроме того, сохраняется высокая нагрузка по внешнему долгу: с августа по ноябрь Украина должна будет выплатить \$2.48 млрд. кредита МВФ.

Если рынки заимствований не изменятся, Украина сможет успешно разместить Евробонды ориентировочно в августе и октябре. Однако, на этот период значительная часть покрытия валютного дефицита ляжет на плечи золотовалютных резервов. В данном сценарии, мы ожидаем снижение золотовалютных резервов с августа по декабрь на \$2.1 млрд. до \$22.1 млрд.

Покрытие дефицита валюты в августе-декабре 2013 года, млрд. \$



Источники: исследование Concorde Capital

План (Б): Таможенный Союз или девальвация

Контрольные точки запуска сценария:

- Проблемы с размещением Евробондов в августе;
- Проблемы с размещением Евробондов в октябре;
- Золотовалютные резервы НБУ ~ \$20млрд;

В случае, если во втором полугодии Украина испытывает проблемы с рефинансированием внешнего долга или валютные резервы снижаются до уровня \$20 млрд. на волне излишнего спроса на валюту или дальнейшего снижения притока инвестиций, украинское правительство в срочном порядке будет вынуждено или пойти на уступки МВФ, что тянет за собой и поднятие тарифов, и минимум 10% ослабление валюты. Альтернатива - соглашаться на присоединение к Таможенному Союзу для получения скидки на российский газ.

На данном этапе, оценить потенциальный выбор украинского правительства не представляется возможным. Однако, если выбор будет сделан в пользу МВФ, то до конца года мы ожидаем ослабление гривны минимум до 8.8 за доллар, и некоторую экономию для золотовалютных резервов (около \$0.4 млрд. до конца года). Дефицит счёта текущих операций ожидается на уровне \$15.9 млрд. (8.6% ВВП) и под конец года будет ускорение инфляции на волне повышения тарифов.

Вариант Таможенного Союза и скидки на газ экономит для Украины в периоде с августа по декабрь от \$1.3 млрд. до \$0.8 млрд. Очевидно, что этого не хватит для поддержания резервов выше \$20 млрд., однако договоренность может сопутствовать выделению дополнительного валютного кредита.

2014й год:

(А) Надежда на авось

В нашем базовом сценарии мы ожидаем, что на конец года валютные резервы составят \$22.1 млрд. Мы до сих пор придерживаемся позиции, что порог \$20 млрд. может стать переломным моментом для восприятия валютной устойчивости государства. В таких условиях поддержание валютной стабильности возможно только при условии сохранения доступа на внешние рынки заимствований и при активном наращивании внешнего долга.

Для 2014-го года пока рано оценивать потенциальный дефицит валюты, однако предварительные расчеты показывают, что потребность во внешнем финансировании будет около \$11.7 млрд., что соответствует валютному дефициту 2012го года. Таким образом, останется амбициозная задача продолжать активные выходы на внешние рынки третий год к ряду. Очевидно, что успешная реализация такой задачи возможна только при условии «неограниченной» ликвидности на внешних рынках.

План (Б): Не виден

Контрольные точки запуска сценария:

- Проблемы с размещением Евробондов;
- Золотовалютные резервы НБУ < \$20млрд;

Отсутствие «неограниченной» ликвидности и дальнейший рост торгового дефицита на этом этапе определяет для национальной валюты и для экономики в целом нелицеприятную перспективу. Договоренность с МВФ в преддверии президентских выборов (с непременным ослаблением

валюты, поднятием тарифов и другими мерами фискальной дисциплины) равносильно политическому самоубийству.

Кроме того, в предвыборный год население традиционно скупает валюту. Определенным образом, украинское руководство сделает попытку извлечь максимум из валютных накоплений украинцев с помощью валютных ОВГЗ или опять сделает попытку валютного налога. Однако, при отсутствии внешнего финансирования, мы склонны ожидать реализацию сценария неконтролируемой девальвации. На этом этапе, даже выбор интеграции в Таможенный Союз вряд ли сможет предотвратить шоковый сценарий, поскольку потребность в валюте будет на порядок выше от выгоды максимально возможной скидки на газ.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Оценки параметров платёжного баланса на 2013й год

Мы приняли за основу так называемый сценарий с «неограниченной» ликвидностью, когда правительство, несмотря на проблемы с экономикой, может привлекать на внешних рынках неограниченное количество ресурсов для поддержания стабильности гривны. Базовым этот сценарий является только в техническом плане.

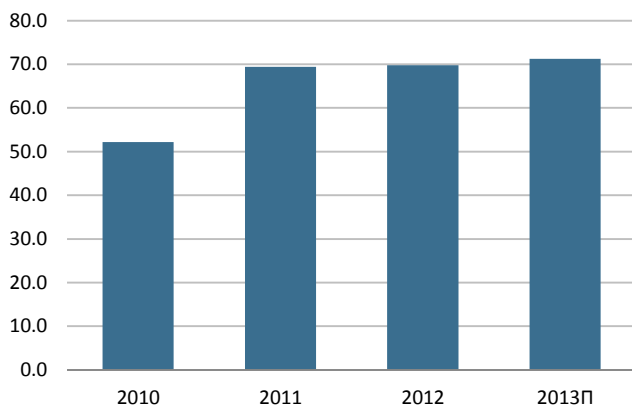
Экспорт услуг - «слабое звено»

За первые два месяца товарный экспорт в номинальном выражении вырос на 2.0% г/г, что соответствует нашим предыдущим оценкам. Однако, экспорт услуг показал значительное снижение за этот период (-9.9% г/г), что привело к общему падению экспорта на 0.6%.

Снижение экспорта услуг связано с падением транзита газа и сокращением железнодорожных перевозок. В 2012м году эти две статьи отвечали за 56.6% общего экспорта услуг и снизились на 13.5% и 11.0%, соответственно. В условиях, когда Украина без одобрения России снижает импорт газа, а тарифная политика на железнодорожном транспорте остается неконкурентной, мы ожидаем сохранение нисходящего тренда.

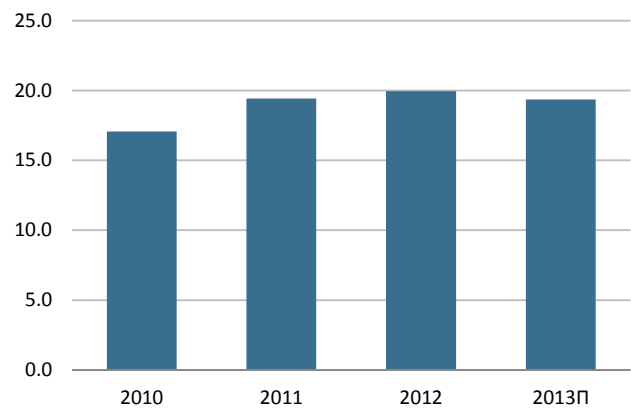
В общем зачёте, мы умеренно оптимистично смотрим на перспективы экспорта и допускаем, что во втором полугодии и по товарам, и по услугам экспорт вырастет на 2.0%. С учётом сокращения экспорта в начале года, общий прирост по экспорту товаров и услуг ожидается на уровне 0.8% г/г в 2013м году.

Экспорт товаров, млрд. \$



Источники: НБУ, Укрстат, исследование Concorde Capital

Экспорт услуг, млрд. \$



Источники: НБУ, Укрстат, исследование Concorde Capital

Энергетический импорт: курс на «энергосбережение»

В течении года правительство будет прикладывать максимум усилий для снижения энергетического импорта в страну - проводится активная работа по замещению российского газа на «европейский». Тем не менее, энергоёмкость страны остаётся высокой, и серьезное уменьшение энергетического импорта не выглядит возможным.

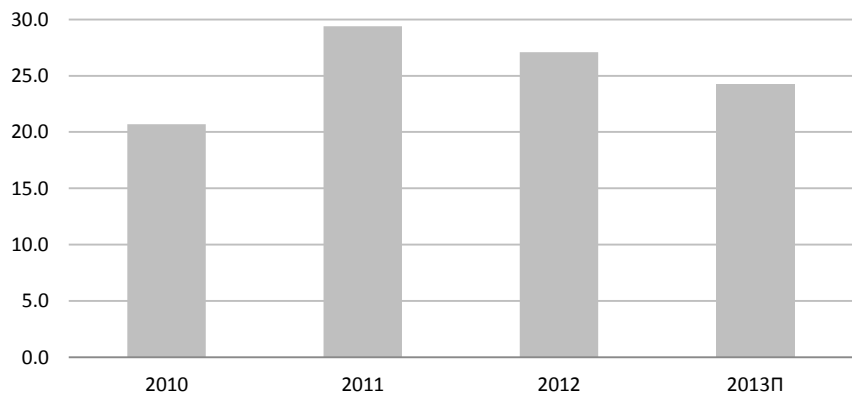
Основной вопрос касается возможности снижения импорта газа. С учётом теплого февраля и падения промышленного производства, мы можем допустить, что годовой импорт газа снизится в 2013г не более, чем на 1.9 млрд. куб. м. (до 31 млрд. куб. м). При таких объемах импорта и при условии, что цена на газ остается на уровне \$400 / тыс. куб. м., общие

расходы на импорт газа будут составлять \$12.4 млрд., что на \$1.6 млрд. меньше, чем в 2012м году (-11.5% г/г).

Импорт других энергетических продуктов (уголь, нефть, нефтепродукты) также будет сокращаться, однако, меньшими темпами, чем в прошлом году. В первую очередь, мы уже вряд ли увидим резкое сокращение импорта нефти – за прошлый год её импорт уже сократился в 3.5 раза (с 5.7 млн. тон до 1.5 млн. тон) и на текущий момент находится на исторически минимальном уровне. Импорт нефтепродуктов, если и будет сокращаться, и только за счёт ухода в тень (т.е. на платёжном балансе уменьшения не отразится). В общем зачёте, мы оцениваем сокращение неаэрозольного импорта (уголь, нефть и нефтепродукты) на уровне 9% г/г (около \$1.1 млрд. сэкономленной валюты).

Таким образом, мы снижаем оценку общего энергетического импорта в 2013м году на \$1.2 млрд., до \$24.3 млрд.

Импорт энергоресурсов, млрд. \$

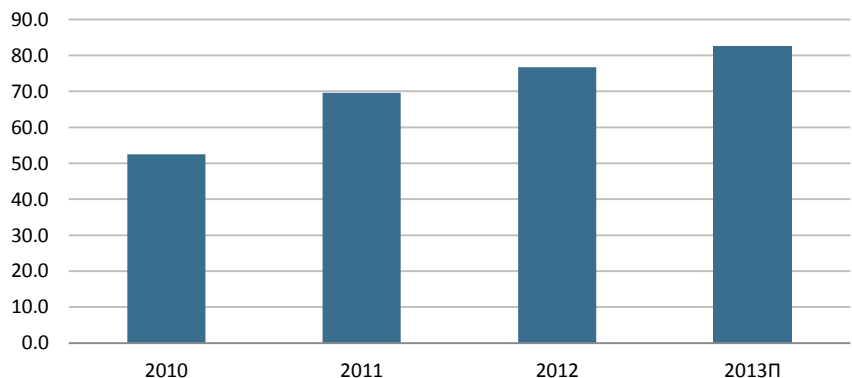


Источники: НБУ, Укрстат, исследование Concorde Capital

Неэнергетический импорт: фиксированная гривна поддержит рост

В условиях поддержания фиксированного курса гривны, дальнейший рост неэнергетического импорта выглядит неизбежным. За первые два месяца 2013го года неэнергетический импорт вырос на 9.9% г/г. Официальная статистика продолжает утверждать, что розничный товарооборот растёт (+13.4% г/г за 1 кв. 2013), а это значит, что частное потребление будет генерировать достаточно сильный спрос на импортную продукцию. В таких условиях мы ожидаем, что темпы роста неэнергетического импорта сохранятся на уровне 7-9% в течении года.

Неэнергетический импорт, млрд. \$



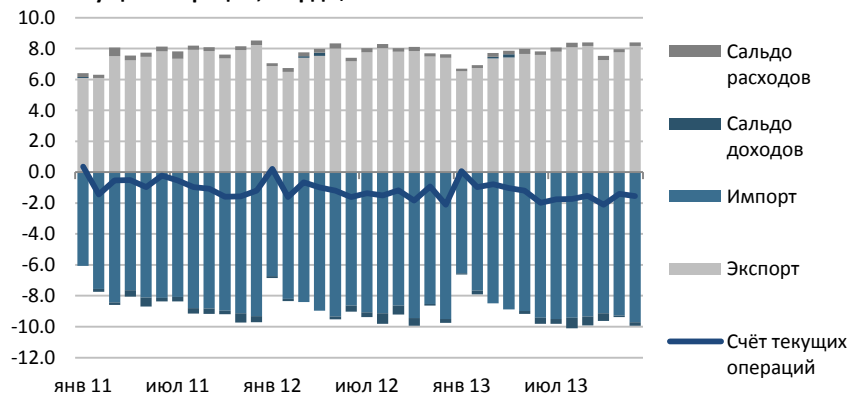
Источники: НБУ, Укрстат, исследование Concorde Capital

Дефицит счёта текущих операций: \$16.3 млрд.

В условиях фиксированного обменного курса, более динамичного роста неэнергетического импорта и сокращения экспорта услуг, мы ожидаем дефицит счёта текущих операций на уровне \$16.3 млрд., что на \$1.5 млрд. выше нашей предыдущей оценки. При этом, по отношению к ВВП этот показатель останется неизменным год к году (8.4%) благодаря более высокому показателю ВВП в долларовом эквиваленте при сохранении фиксированного обменного курса.

Важно отметить, что в этой оценке заложен оптимизм относительно роста экспорта (оценка +0.8% г/г в номинальном выражении). В то же время, мы рассматривали перспективы роста импорта максимально консервативно (+3.0% г/г в номинальном выражении).

Счёт текущих операций, млрд. \$



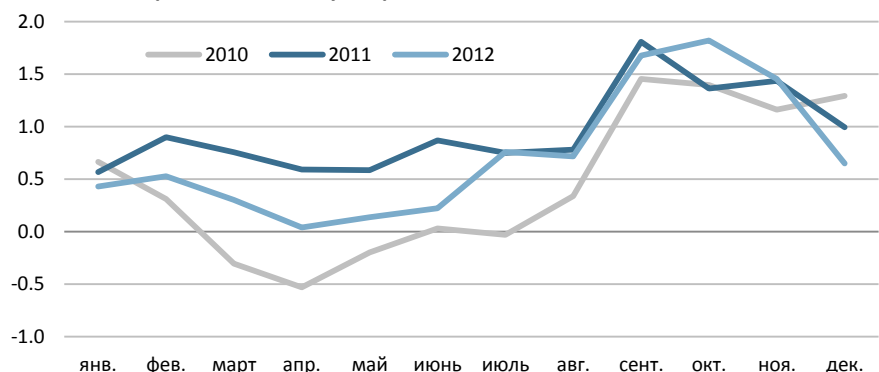
Источники: НБУ, исследование Concorde Capital

Спрос на валюту со стороны населения: возможно сокращение

Увеличение дефицита счёта текущих операций пока что в значительной степени компенсируется снижением спроса на наличную валюту со стороны населения. За первые два месяца население купило всего на \$526 млн. больше, чем продало. В прошлом году этот показатель составлял \$881 млн., а в 2011-м году – \$1.47 млрд.

Предыдущий опыт показывает, что низкий спрос на валюту, как правило, сохраняется только до августа-сентября. За последние три года мы наблюдаем устойчивые всплески спроса на валюту во втором полугодии.

Сезонность спроса на инвалюту, млрд. \$

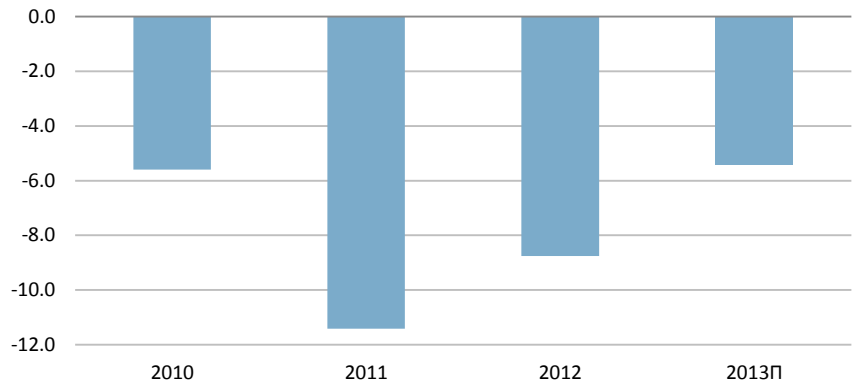


Источник: НБУ

Очевидно, что НБУ и правительство будут тщательно работать над снижением валютных ожиданий населения, но даже при появлении самых доверительных сантиментов к гривне в обществе, мы вряд ли можем ожидать, что чистый спрос на валюту упадет ниже \$5.0 млрд. в 2013м году.

В общем итоге мы считаем, что пока рано говорить об охлаждении интереса украинцев к наличной валюте. Скорее всего, мы и в этом году увидим сезонное увеличение спроса на валюту начиная с августа. С учётом низкого спроса в начале года, мы ожидаем общий наличный спрос на уровне \$5.4 млрд., что на \$0.7 млрд. меньше нашей предыдущей оценки и на 38% ниже наличной покупки валюты в 2012-м году.

Чистый спрос на валюту со стороны населения, млрд. \$

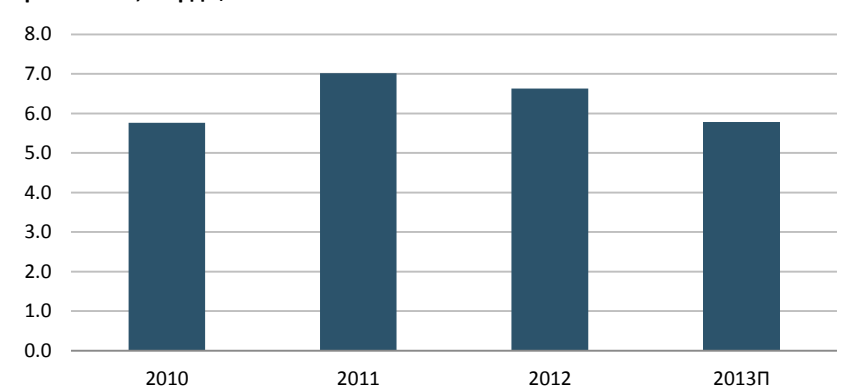


Источники: НБУ, исследование Concorde Capital

Прямые иностранные инвестиции: будут сокращаться

За первые два месяца 2013 года, объём прямых иностранных инвестиций (ПИИ) сократился на 41.5% г/г до \$855 млн. В значительной мере, такое падение обусловлено высокой базой сравнения – как раз в конце 2011го и начале 2012го года проходила приватизация в энергетическом секторе. Однако, с учётом общих пессимистических настроений инвесторов по отношению к Украине, мы ожидаем, что приток ПИИ в 2013м будет на \$0.9 млрд. меньше, чем в 2012-м году (около \$5.8 млрд.)

Приток ПИИ, млрд. \$



Источники: НБУ, исследование Concorde Capital

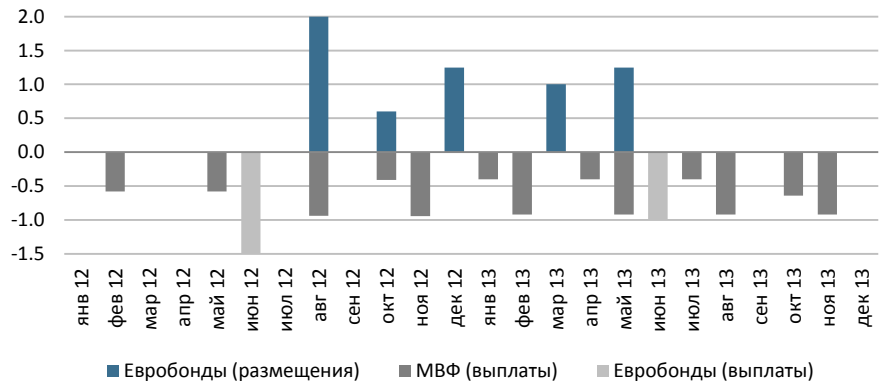
Рефинансирование долга: Евробонды в приоритете

Исходя из результатов первых двух раундов переговоров с МВФ, мы считаем, что украинская сторона будет и дальше держать МВФ «на запасном пути», максимально извлекая выгоду из доступности «неполитических» внешних кредитов.

С учётом успешности размещений Евробондов за последние 10 месяцев (с июля 2012го года Минфин привлёк на внешних рынках \$6.1 млрд. дол.) мы можем утверждать, что пока работает третий этап программы количественного смягчения, именно через этот канал украинские власти

будут наполнять внутренний рынок валюты для поддержания фиксированного обменного курса.

Привлечение и погашение внешнего госдолга, млрд. \$

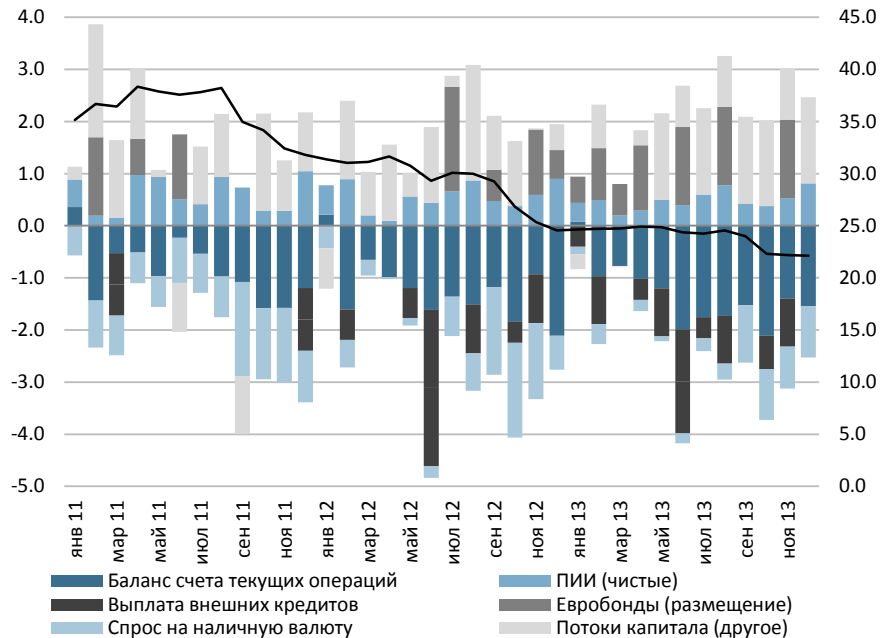


Источники: Минфин, МВФ, исследование Concorde Capital

С учётом ожидаемого расширения дефицита счёта текущих операций (\$16.3 млрд.), плановых внешних выплат (\$6.5 млрд., из которых \$5.5 млрд. выплаты перед МВФ), и сокращения притока ПИИ (до \$5.8 млрд.), мы оцениваем необходимые объёмы внешних заимствований государства на уровне \$6.75 млрд. в 2013м году (без учета валютных ОВГЗ). Этого будет достаточно для удержания валютных резервов выше \$20 млрд.

Такой план выглядит вполне реалистично, с учётом того, что с начала года Минфин уже привлек \$2.25 млрд. и до конца года осталось привлечь всего \$4.5 млрд.

Платёжный баланс, млрд. \$



Источники: НБУ, Минфин, МВФ, исследование Concorde Capital

Контакты

CONCORDE CAPITAL

Мечникова 2, 16й этаж
Бизнес центр Парус
Киев 01601, Украина
Тел.: +380 44 391 5577
Факс: +380 44 391 5571
www.concorde.ua
Bloomberg: CONR <GO>

Генеральный директор

Игорь Мазепа

im@concorde.com.ua

ПРОДАЖИ

Андрей Герус
Юрий Товстенко
Максим Слободской
Екатерина Шевченко

ga@concorde.com.ua
ytovstenko@concorde.com.ua
sm@concorde.com.ua
ksh@concorde.com.ua

АНАЛИТИКА

Руководитель аналитического отдела

Александр Паращий

ap@concorde.com.ua

АПК, Электроэнергетика, Телеком

Александр Паращий

ap@concorde.com.ua

Машиностроение, Нефть и газ

Роман Дмитренко

rd@concorde.com.ua

Горно-металлургический комплекс

Роман Тополюк

rt@concorde.com.ua

Макроэкономика

Александр Паращий

ap@concorde.com.ua

Политика

Зенон Завада

zzawada@concorde.com.ua

DISCLAIMER

THIS REPORT HAS BEEN PREPARED BY CONCORDE CAPITAL INVESTMENT BANK INDEPENDENTLY OF THE RESPECTIVE COMPANIES MENTIONED HEREIN FOR INFORMATIONAL PURPOSES ONLY. CONCORDE CAPITAL DOES AND SEEKS TO DO BUSINESS WITH COMPANIES COVERED IN ITS RESEARCH REPORTS. AS A RESULT, INVESTORS SHOULD BE AWARE THAT CONCORDE CAPITAL MIGHT HAVE A CONFLICT OF INTEREST THAT COULD AFFECT THE OBJECTIVITY OF THIS REPORT.

THE INFORMATION GIVEN AND OPINIONS EXPRESSED IN THIS DOCUMENT ARE SOLELY THOSE OF CONCORDE CAPITAL AS PART OF ITS INTERNAL RESEARCH COVERAGE. THIS DOCUMENT DOES NOT CONSTITUTE OR CONTAIN AN OFFER OF OR AN INVITATION TO SUBSCRIBE FOR OR ACQUIRE ANY SECURITIES. THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL TO CLIENTS OF CONCORDE CAPITAL AND IS NOT TO BE REPRODUCED OR DISTRIBUTED OR GIVEN TO ANY OTHER PERSON.

CONCORDE CAPITAL, ITS DIRECTORS AND EMPLOYEES OR CLIENTS MIGHT HAVE OR HAVE HAD INTERESTS OR LONG/SHORT POSITIONS IN THE SECURITIES REFERRED TO HEREIN, AND MIGHT AT ANY TIME MAKE PURCHASES AND/OR SALES IN THEM AS A PRINCIPAL OR AN AGENT. CONCORDE CAPITAL MIGHT ACT OR HAS ACTED AS A MARKET-MAKER IN THE SECURITIES DISCUSSED IN THIS REPORT. THE RESEARCH ANALYSTS AND/OR CORPORATE BANKING ASSOCIATES PRINCIPALLY RESPONSIBLE FOR THE PREPARATION OF THIS REPORT RECEIVE COMPENSATION BASED UPON VARIOUS FACTORS, INCLUDING QUALITY OF RESEARCH, INVESTOR/CLIENT FEEDBACK, STOCK PICKING, COMPETITIVE FACTORS, FIRM REVENUES AND INVESTMENT BANKING REVENUES.

PRICES OF LISTED SECURITIES REFERRED TO IN THIS REPORT ARE DENOTED IN THE CURRENCY OF THE RESPECTIVE EXCHANGES. INVESTORS IN FINANCIAL INSTRUMENTS SUCH AS DEPOSITORY RECEIPTS, THE VALUES OR PRICES OF WHICH ARE INFLUENCED BY CURRENCY VOLATILITY, EFFECTIVELY ASSUME CURRENCY RISK.

DUE TO THE TIMELY NATURE OF THIS REPORT, THE INFORMATION CONTAINED MIGHT NOT HAVE BEEN VERIFIED AND IS BASED ON THE OPINION OF THE ANALYST. WE DO NOT PURPORT THIS DOCUMENT TO BE ENTIRELY ACCURATE AND DO NOT GUARANTEE IT TO BE A COMPLETE STATEMENT OR SUMMARY OF AVAILABLE DATA. ANY OPINIONS EXPRESSED HEREIN ARE STATEMENTS OF OUR JUDGMENTS AS OF THE DATE OF PUBLICATION AND ARE SUBJECT TO CHANGE WITHOUT NOTICE. REPRODUCTION OF THIS DOCUMENT IN WHOLE OR IN PART WITHOUT PRIOR PERMISSION IS PROHIBITED.

NEITHER THIS DOCUMENT NOR ANY COPY HEREOF MAY BE TAKEN OR TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR DISTRIBUTED IN THE UNITED STATES OR TO ANY U.S. PERSON (WITHIN THE MEANING OF REGULATION S UNDER THE U.S. SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED (THE "SECURITIES ACT")), OTHER THAN TO A LIMITED NUMBER OF "QUALIFIED INSTITUTIONAL BUYERS" (AS DEFINED IN RULE 144A UNDER THE SECURITIES ACT) SELECTED BY CONCORDE CAPITAL.

THIS DOCUMENT MAY ONLY BE DELIVERED WITHIN THE UNITED KINGDOM TO PERSONS WHO ARE AUTHORIZED OR EXEMPT WITHIN THE MEANING OF THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 ("FSMA") OR TO PERSONS WHO ARE OTHERWISE ENTITLED TO RECEIVE THIS DOCUMENT UNDER THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 (FINANCIAL PROMOTION) ORDER 2005, OR ANY OTHER ORDER MADE UNDER THE FSMA.