

26 Марта 2013

Макроэкономические перспективы 2013

Время соответствовать внешним ожиданиям

2013й обещает быть еще одним непростым годом для Украины, тем не менее, мы видим хороший шанс для улучшения основных макропоказателей, включая рост ВВП на 1.6% (после 0.2% в 2012). Основным риском этого года будет растущий дефицит финансового счёта, что может спровоцировать сокращение резервов НБУ до критического уровня. В этом контексте, основными инструментами контроля над рисками платёжного баланса и экономического роста станут возобновление сотрудничества с МВФ и постепенное ослабление гривны. Таким образом, ключевыми факторами роста станут переговоры с МВФ и валютная политика НБУ.

- Дефицит внешнего финансирования будет оставаться основной проблемой для правительства в 2013м. В отличие от прошлого года, сценарий *status quo* (нет МВФ, нет скидки на газ и нет девальвации гривны) приведет к стремительному сокращению резервов НБУ в течение года (на USD 10.4 млрд.) до небезопасного уровня USD 14.1 млрд. (1.6 месяцев импорта). Правительству придётся предпринять решительные меры уже в 1й половине 2013 года, чтобы предотвратить такой сценарий.
- Новый договор с МВФ – основное необходимое условие макроэкономической стабильности в 2013м. Украина должна выплатить Фонду около USD 5.6 млрд. в этом году (на 60% больше чем в 2012). Более того, держатели украинских Евробондов будут пристально следить за сигналами от Фонда. В нашем базовом сценарии, мы берем за основу допущение о том, что к маю программа stand-by будет возобновлена, или хотя бы прозвучит обнадеживающий сигнал от Фонда о возможном сотрудничестве. В противном случае, мы не исключаем падение валютных резервов до 2 месяцев импорта уже к лету.
- Валютная политика будет еще одним камнем преткновения для властей. Рост доходов домохозяйств и, как следствие, рост неэнергетического импорта обещает дальнейшее увеличение дефицита счёта текущих операций. Политика стабильной гривны может стоить дополнительно около USD 4 млрд. для резервов НБУ. Власти могут придерживаться политики стабильного курса в течение еще одного года, но мы ожидаем, что более разумно допустить незначительную девальвацию уже в 2013. Спрос на ослабление валюты, появившийся у внешних инвесторов еще в конце 2011 года, скорее всего, будет прямо озвучен во время ближайших переговоров с МВФ. Мы ожидаем, что девальвация на 10% позволит сохранить дефицит счёта текущих операций на уровне USD 14.8 млрд., или 8.2% ВВП.
- Мы также ожидаем, что в текущем году рост украинской экономики ускорится до 1.6% после 0.2% в 2012м. Устойчивое частное потребление (+8.4% г/г в 2013Е) и улучшение экспорта после ослабления гривны будут основными факторами роста.

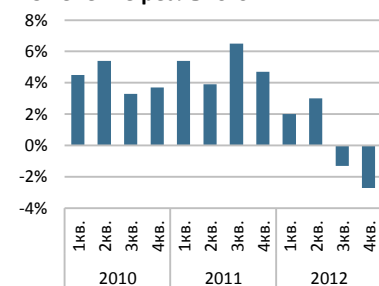
Ключевые макро-показатели и прогнозы

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Рост ВВП г/г	-14.8%	4.1%	5.2%	0.2%	1.6%
Потребление домохозяйств г/г	-14.2%	7.2%	15.0%	11.6%	8.4%
ИПЦ, средний за год	15.4%	9.6%	8.0%	0.6%	3.1%
Баланс счёта текущих операций, % ВВП	-1.5%	-2.2%	-6.1%	-8.3%	-8.2%
Общий фискальный баланс (в т.ч. Нафтогаз), % ВВП	-4.5%	-7.9%	-2.0%	-4.0%	-4.5%

Источник: Госкомстат, исследование Concorde Capital

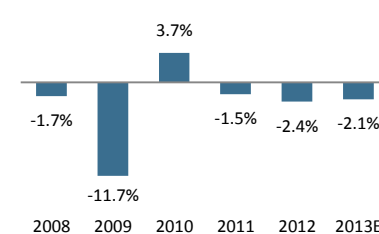
 Александр Парачий
 ap@concorde.com.ua

Изменение реального ВВП



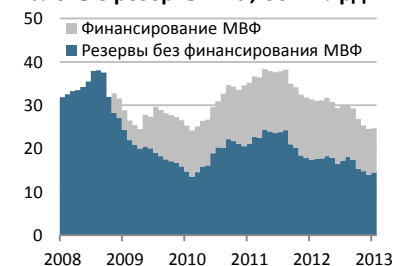
Источник: Госкомстат

Внешнее финансирование, % ВВП



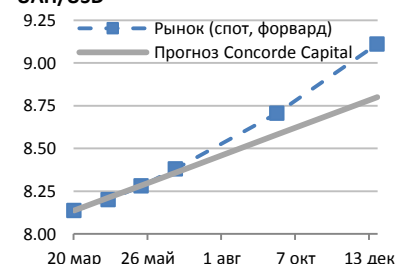
Источник: НБУ, исследование Concorde Capital

Валовые резервы НБУ, USD млрд.



Источник: НБУ

UAH/USD



Источник: Bloomberg, Concorde Capital

РЕЗЮМЕ

2013 год будет лучше, если «болезненные меры» будут предприняты

Шанс для прагматичной экономической политики

Если правительство не будет делать ошибок, 2013й год может стать несколько лучше, чем 2012й год, в плане роста ВВП. Основное отличие между 2012м и 2013м годами в том, что в нынешнем году не будет выборов и, соответственно, экономическая политика может быть прагматичной. В таких условиях, есть шанс, что правительство сделает несколько болезненных шагов (поднятие тарифов на газ и девальвация гривны) для возобновления сотрудничества с МВФ и, соответственно, гарантии спокойного развития экономики, контроля над динамикой счёта текущих операций и ослабления девальвационных ожиданий (по крайней мере, внешних).

Исполнительная власть достаточно консолидирована

За три года своего президентства Виктору Януковичу удалось консолидировать власть с помощью своих близких союзников. Сложно видеть позитив от такой консолидации в долгосрочном периоде, поскольку многие, даже в правящей партии, недовольны такой концентрацией полномочий. Однако, в краткосрочном периоде такая организация власти гарантирует хорошую координацию действий между разными исполнительными органами, что даёт возможность для принятия необходимых решений в кратчайшие сроки.

Высокая вероятность рефинансирования долга МВФ

Увеличение выплат МВФ на 60% (до USD 5.6 млрд.) ставит перед правительством серьёзный вызов, делая рефинансирование этого долга приоритетной задачей. Она выполнима, если Кабмин возобновит сотрудничество с МВФ или, по крайней мере, оставит надежду на такое возобновление. Любой из этих вариантов сохранит доступ к рынку внешних заимствований, в условиях высокого глобального аппетита к рискам. В то же время, полный провал переговоров с МВФ вряд ли возможен, по нашему мнению.

На повестке дня - контролируемое ослабление гривны

Несмотря на то, что правительству удалось сохранить стабильность гривны в 2012м году, давление на национальную валюту растёт. Расходы домохозяйств (в гривне) будут расти в этом году, и значительная часть этих расходов будет приходиться на импорт. Мы также ожидаем, что инвестиционный спрос будет увеличиваться, поддерживая рост импорта. В такой ситуации, успешное рефинансирование внешних долгов не будет достаточным, чтобы сократить дефицит счёта текущих операций и удержать резервы НБУ на достаточном уровне. Таким образом, мы ожидаем, что контролируемая девальвация на 10% в течение следующих 12 месяцев является вполне логичным шагом, с учетом того, уже в 2014 году власти опять озаботятся подготовкой к выборам, и о такой непопулярной мере уже не может быть и речи.

Расходы на энергоресурсы сохранятся на текущем уровне

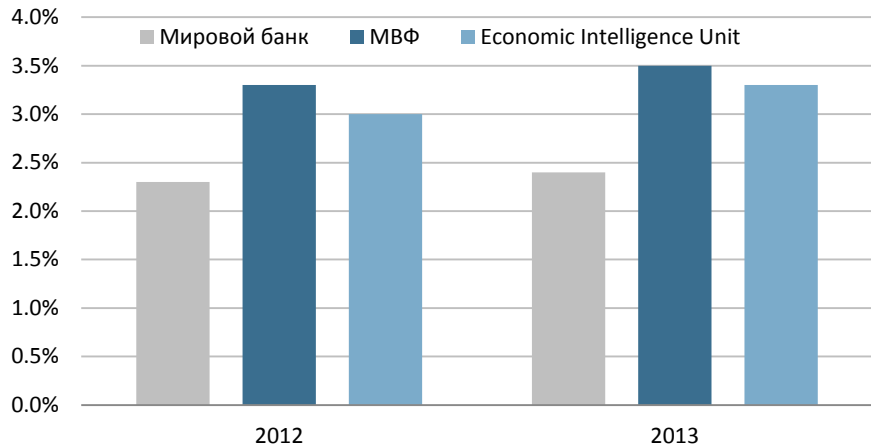
Энергетический импорт в 2013м году вполне может остаться на уровне прошлого года. Кроме того, если сокращение импорта нефти продолжится, мы можем ожидать, что общий энергетический импорт даже сократится до USD 25.5 млрд. после USD 27.5 млрд. в 2012м году. Мы ожидаем, что

расходы на импорт газа останутся без изменений, как в натуральном выражении (около 33 млрд. куб. м.), так и в денежном (USD 14 млрд.).

Внешние рынки могут несколько улучшиться со второй половины 2013

Ресурсные рынки показывают некоторые попытки к росту, но это нельзя считать признаками полноценного восстановления. На текущем этапе, спрос, скорее всего, останется вялым, а цены будут колебаться на текущем уровне. В то же время, мировые финансовые институты и инвестиционные банки ожидают постепенное оживление мировой экономики со второй половины 2013го года. На текущий момент тяжело сказать, насколько реалистично это допущение, но мы принимаем его для наших расчётов.

Оценки роста мировой экономики

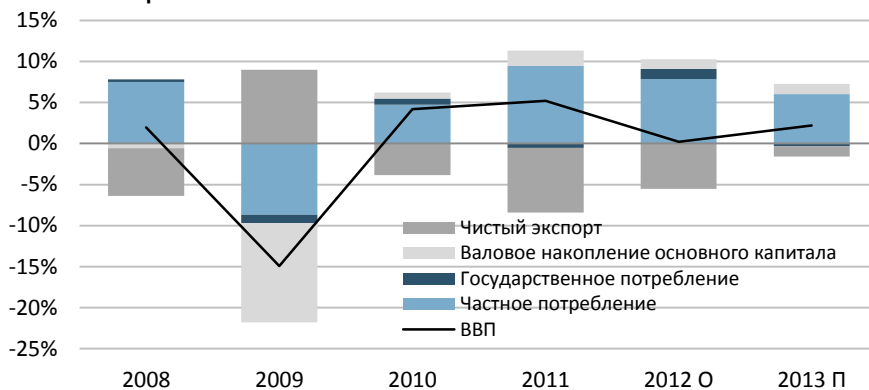


Источник: данные агентств

В 2013 РОСТ ВВП СОСТАВИТ 1.6%

Перспективы роста ВВП в 2013м году выглядят достаточно оптимистично. Международные финансовые корпорации и инвестиционные банки не ожидают обвала ресурсных рынков в течение ближайших 12 месяцев, что звучит обнадеживающе для наших экспортеров. В то же время, восстановление будет медленным – мы ожидаем, что в 2013м году ВВП вырастет 1.6% г/г по сравнению с 0.2% в 2012м году.

Компоненты роста ВВП



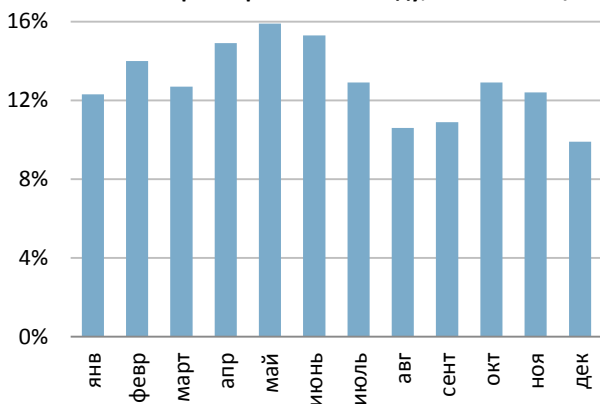
Источник: Госкомстат, исследование Concorde Capital

Потребление домохозяйств остаётся основным источником роста

Частное потребление будет оставаться основным источником роста ВВП в 2013м году. Потребление домохозяйств доказало свою устойчивость в 2012м (рост составил 11.6%) несмотря на падение потребительского кредитования на 6.8%. Ускорение роста реальных доходов (+14.4% г/г в 2012) на фоне почти нулевой инфляции и сравнительно низкого уровня сбережений поддерживало частные расходы на высоком уровне.

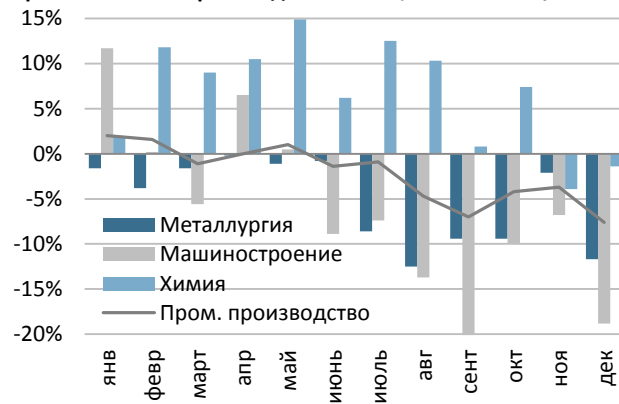
Такой тренд будет поддерживаться в 2013м году, хотя мы ожидаем, что рост потребления домохозяйств немного замедлится (до +8.4%) на фоне скромного роста минимальной зарплаты (+5.0%) и ожидаемого ускорения инфляции (+5.3%). Украинцы склонны уменьшать свой уровень сбережений для поддержания достигнутого качества жизни.

Розничный товарооборот в 2012м году, изменение г/г



Источник: Госкомстат

Промышленное производство в 2012, изменение г/г



Источник: Госкомстат



Источник: Госкомстат

Промышленность незначительно вырастет в 2013

Промышленное производство упало на 1.8% г/г в 2012м из-за сокращения рынка металлов и химической продукции. За последние месяцы мы наблюдали некоторые сигналы восстановления ресурсных рынков (например, трейдеры пытались постепенно поднимать цены на металлы). Но этот оптимизм выглядит преждевременным, с учётом общей вялости мировой экономики. Тем не менее, мы ожидаем незначительное оживление мировой торговли в середине 2013го года, что должно поддержать ускорение роста украинской промышленности до 0.6% г/г в этом году.

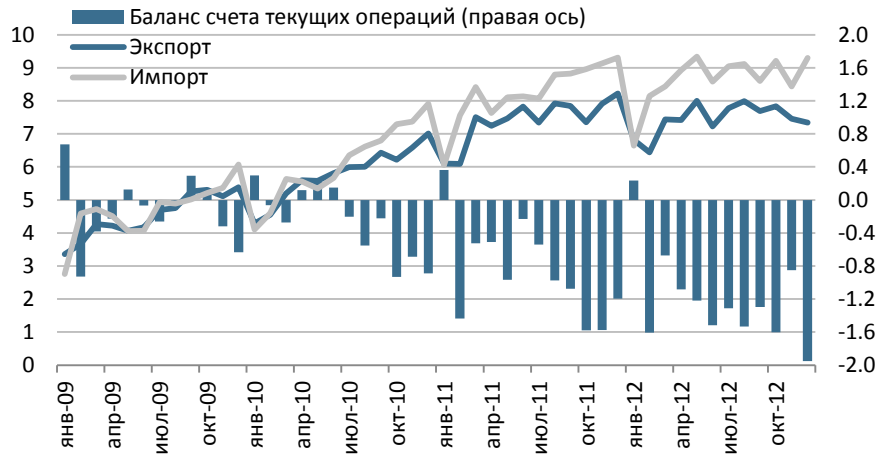
Агропроизводство вырастет на 3.5%

Сельское хозяйство показало спад на 4.5% г/г в 2012м году на фоне 18.6% сокращения урожая зерна. На фоне такой низкой базы сравнения, и с учетом низкой вероятности повторения погодных шоков прошлого года, агросектор должен показать уверенный рост в 2013м. На текущий момент, мы мало можем сказать о перспективах урожая текущего года, поскольку погодные условия изменчивы. Мы делаем допущение о 3.5% росте агропроизводства, при этом мы отмечаем высокий потенциал более внушительного роста в секторе.

Чистый экспорт снизит давление на экономический рост

Мы ожидаем умеренное оживление внешних ресурсных рынков в середине 2013го года. Международные финансовые институты и лидирующие инвестиционные банки допускают восстановление рынков ближе к концу года. На этом фоне, мы ожидаем, что негативный вклад чистого экспорта сократится до 1.1 пп, что намного меньше 5.3 пп в 2012м году. Еще одним важным допущением, определяющим нашу оценку, является ослабление неэнергетического импорта на фоне ослабления гривны.

Внешняя торговля, USD млрд.

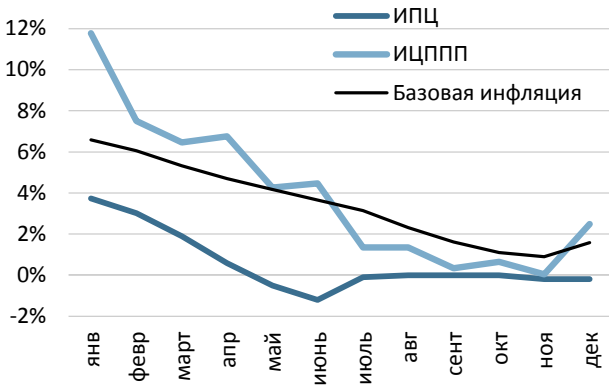


Источник: НБУ

ИНФЛЯЦИЯ В 2013 УСКОРИТСЯ

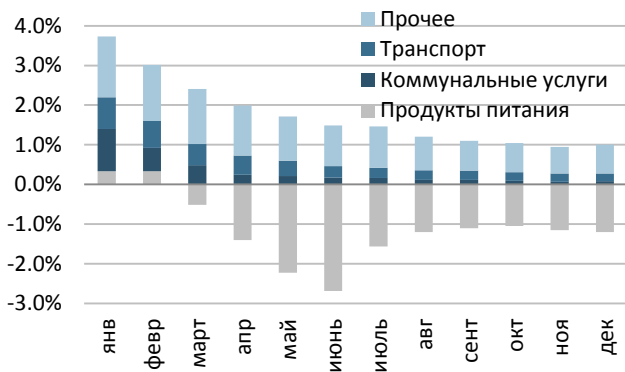
ИПЦ в Украине в 2012м году (0.6% г/г) был самым низким в истории страны, побив рекорд 2002го года (0.8% г/г). Ключевой причиной такого результата стало снижение цен на продукты питания на 2.1%. Стабильность гривны и коммунальных тарифов также способствовали такому результату.

ИПЦ и ИЦППП, г/г



Источник: Госкомстат

Структура роста ИПЦ, 2012



Источник: Госкомстат

Основными факторами, которые будут определять динамику ИПЦ в 2013м году, мы видим:

- Административный контроль над ценами на продукты питания, что значительно ограничит потенциальный рост продуктовых цен (до 1% г/г при условии хорошего урожая);
- Критичность возобновления сотрудничества с МВФ позволяет ожидать, что скоро будут повышены цены на газ для населения (как минимум на 20%);
- Мы ожидаем 10%ю девальвацию гривны (согласно базовому сценарию), что подстегнёт цены на импортные товары и услуги;
- Когда девальвационные ожидания уйдут (после ожидаемой нами девальвации), мы ожидаем ослабление монетарной политики и рост денежного предложения, что также сделает вклад в ускорение роста цен.

Мы ожидаем, что цены на продукты и коммунальные услуги сделают наибольший вклад в рост ИПЦ в 2013 году, по 1.0-1.5 пп каждый. Итого, мы ожидаем инфляцию на уровне 3.1% в 2013м году.

Цены производителей тоже ускорятся в течение следующих 12 месяцев. Мы ожидаем, что цены на энергоносители будут балансировать на текущем уровне, если только ситуация на Ближнем Востоке не обострится. В то же время, мы допускаем, что постепенное восстановление рынка металлов может подстегнуть рост цен производителей во втором полугодии. Мы прогнозируем 10.8% г/г роста ИЦППП в 2013м году.

ПЛАТЁЖНЫЙ БАЛАНС

Договор с МВФ и небольшое ослабление гривны крайне необходимы

Наш базовый сценарий по платёжному балансу основывается на двух допущениях:

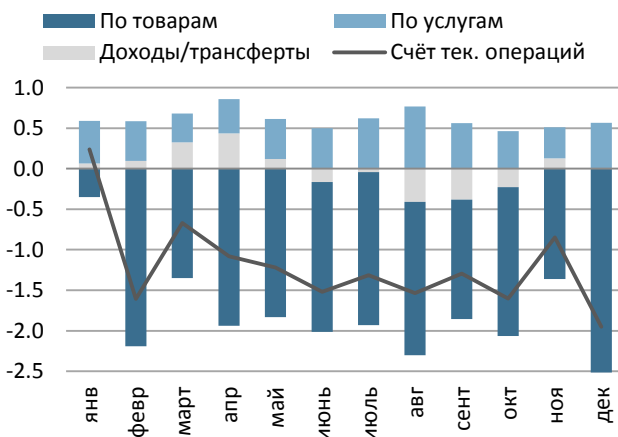
- Контролируемая девальвация гривны на 10% в 2013м году;
- Сотрудничество с МВФ будет возобновлено.

Выполнение этих допущений дает возможность ожидать незначительный рост дефицита платёжного баланса и сравнительно приемлемое сокращение резервов НБУ до USD 21 млрд. к концу 2013го года – на безопасном расстоянии от следующего психологического уровня двух месяцев импорта (около USD 18 млрд.).

Контролируемая девальвация удержит дефицит счёта текущих операций ниже USD 15.0 млрд.

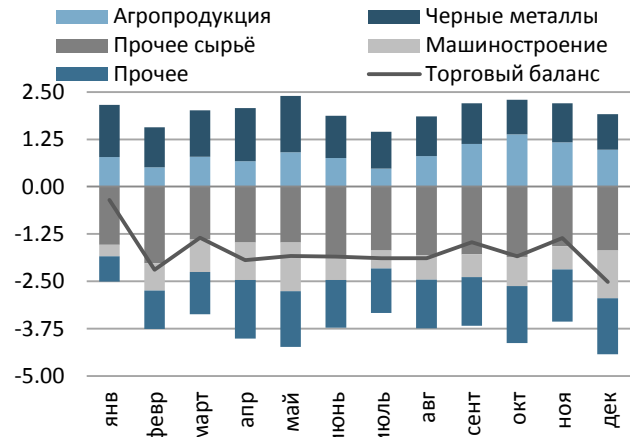
На конец декабря дефицит счёта текущих операций достиг USD 14.4 млрд. или 8.3% ВВП (+USD 4.2 млрд. г/г). Рост дефицита счёта текущих операций был намного выше, чем мы ожидали (+USD 1.6 млрд.), однако прирост за последний год был намного меньше, чем в 2011м году (когда рост составил USD 10.3 млрд., против USD 3.0 млрд. в 2010м году).

Баланс счёта текущих операций, 2012й год, USD млрд.



Источник: НБУ

Торговый баланс по товарам, 2012й год, USD млрд.



Источник: НБУ

В 2012м году сокращение энергетического импорта (-7.8% г/г) и 40%й рост экспорта продовольственных товаров поддержали платёжный баланс на фоне падения экспорта металлов (-14.6% г/г). Как следствие, импорт вырос на 5.3% в номинальных показателях, тогда как экспорт - всего на 0.5%.

На 2013й год мы прогнозируем похожее развитие событий по внешним счетам, с единственным отличием, касающимся влияния обменного курса на объёмы неэнергетического импорта. Так, мы допускаем, что власти наконец-то проведут контролируемую девальвацию гривны (до 8.8-8.9 гривен за доллар до конца года), что должно несколько сократить темпы роста расходов украинцев на неэнергетический импорт (до 6.5% г/г, против 8.7% г/г в 2012м). В то же время, мы ожидаем, что энергетический импорт в долларовом эквиваленте останется практически без изменений или даже несколько сократится. В целом, мы ожидаем номинальный рост импорта на 2% г/г в 2013м году.

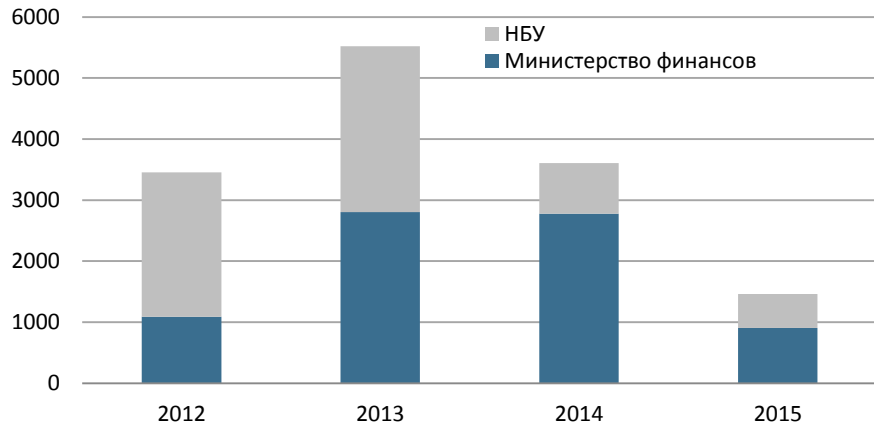
Также маловероятно, что экспорт вырастет больше чем на 2% г/г в этом году. Мы ожидаем улучшение внешнего спроса на основные статьи украинского экспорта в середине года, однако эта тенденция ускорит рост экспорта только незначительно - с 1% в первом полугодии до 3% в ближе к концу года. Мы также ожидаем 18% сокращение экспорта зерна в первом полугодии, поскольку уже на конец 2012го года трейдеры вывезли за границу большую часть зерна (около 60% от плана на маркетинговый год).

На этом фоне, мы ожидаем дефицит счёта текущих операций на уровне USD 14.8 млрд., или 8.2% of ВВП в 2013 году.

Только позитивные сигналы от МВФ поддержат приток капитала

Поддержание достаточного притока валюты в этом году может быть более сложной задачей по сравнению с 2012м годом. Украине повезло с ростом глобального аппетита к рискам, на волне третьего этапа количественного смягчения, что, по сути, спасло правительство, когда рефинансирование кредита МВФ во втором полугодии 2012го было критичным. Однако, такое везение не гарантировано на 2013й год, с учетом 60%го роста выплат по кредиту МВФ (USD 5.6 млрд.) и отсутствием формального сотрудничества с МВФ начиная с января 2013го.

Выплата долга МВФ, USD млн.



Источник: НБУ, исследование Concorde Capital

Многое будет зависеть от переговоров с МВФ, первый этап которых прошёл в начале февраля. Украина за последние два года практически ничего не сделала из того, что требовал МВФ. Однако с учетом того, что аппетиты к рискам в мире не остывают, отсутствие негативных посылов от МВФ и продолжение «конструктивного диалога» с Фондом будет восприниматься как позитивный сигнал. На этом фоне, правительство провело хорошую подготовительную работу, генерируя обнадеживающие послы относительно перспектив сотрудничества с МВФ для поддержания оптимизма среди инвесторов. Как следствие, Минфину удалось привлечь USD 1.0 млрд. через Евробонды 4 февраля, что гарантировало выплату USD 1.3 млрд. перед МВФ 12 до февраля.

Тем не менее, правительству нужно будет сделать несколько больше чем «пообещать реформы» уже до апреля-мая, когда подойдет время для очередных платежей МВФ на сумму в USD 1.3 млрд. Без конструктивного диалога с МВФ, рефинансирование как корпоративных обязательств (около USD 50 млрд. в 2013м году), так и суверенных долгов (USD 6.5 млрд.), будет под вопросом.

Ожидается приток ПИИ в 2013м году

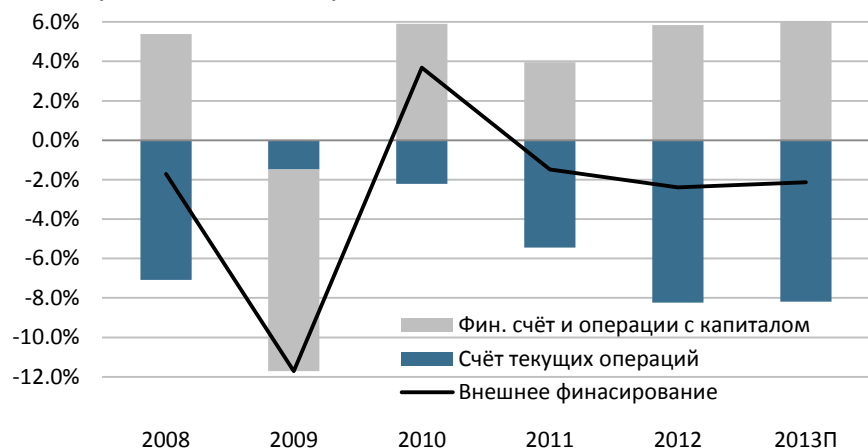
В 2012м году чистый приток ПИИ составил USD 6.6 млрд., и вполне вероятно, что он ускорится до USD 7.0 млрд. в этом году. Инвестиционный климат остается тяжёлым, но близкие к власти бизнес-группы чувствуют себя вполне уверенно для того, чтобы продолжать инвестиционные проекты. Кроме того, отсутствие политической неопределенности, связанной с выборами, также должно позитивно отразиться на приватизационном процессе и инвестиционных инициативах в 2013м году.

Спрос населения на валюту может смягчиться

Мы допускаем, что падение спроса населения на инвалюту в 2013м году может стать дополнительным позитивным фактором смягчения проблемы дефицита валюты в стране. В 2012м году население, будучи напуганным угрозой девальвации, купило USD 8.1 млрд. наличными. Нацбанку удалось ослабить панику регуляторными методами и банальным запугиванием населения. При условии, что определённые элементы регулирования рынка будут оставаться, а также при небольшой девальвации гривны, мы можем ожидать снижение спроса на валюту в 2013м году (приблизительно до USD 6.0 млрд.).

В целом, мы ожидаем приток по финансовому счёту около USD 11.0 млрд. (без учёта потенциальных трансфертов МВФ) против USD 10.2 млрд. в 2012м. Опять же, это при условии, что сотрудничество с МВФ возобновится и ситуация на внешних рынках остается благоприятной.

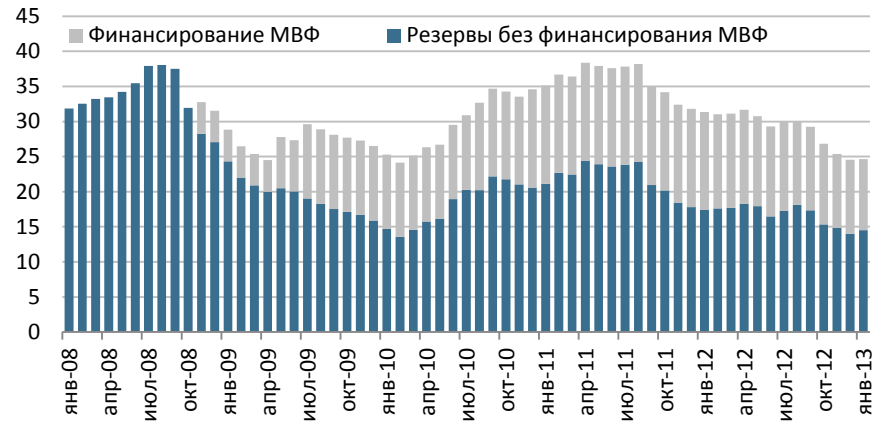
Финансирование внешнего дефицита, % ВВП



Источник: НБУ, исследование Concorde Capital

Валютные резервы НБУ сократятся на USD 4 млрд. в 2013м году

Валовые резервы НБУ сократились на USD 7.25 млрд. в 2012м году (до USD 24.55 млрд.). Из них, USD 3.5 млрд. были использованы для выплат перед МВФ, остальные - для покрытия общего дефицита платёжного баланса (текущего счёта и финансового счёта). Таковой была цена поддержки стабильности гривны на протяжении года.

Валовые золотовалютные резервы НБУ, USD млрд.


Источник: НБУ

Для базового сценария в 2013м году мы допускаем ослабление гривны до 8.8 за доллар, а также ожидаем возобновление сотрудничества с МВФ (или поддержание позитивных ожиданий о сотрудничестве), что должно позволить сохранить резервы НБУ на сравнительно безопасном уровне USD 20.7 млрд. (2.4 месяца будущего импорта).

ГРИВНА

Девальвация не только вероятна, но и крайне необходима

Договор с МВФ будет определять тенденции на валютном рынке в 2013м году. Мы видим, что администрация президента имеет сильное намерение продемонстрировать экономическую стабильность (и сохранение контроля над гривной будет одним из основных индикаторов успеха). Для этих целей, НБУ имеет в своем распоряжении около USD 4.5 млрд. золотовалютных резервов, т.е. сумма, позволяющая резервам оставаться выше уровня USD 20 млрд. Мы не знаем, насколько сокращение резервов ниже этого предела будет критичным для валютного рынка. Однако, ввиду того, что это серьезный психологический уровень, мы можем говорить о спокойном развитии событий на валютном рынке только в случае сохранения резервов выше отметки в USD 20 млрд.

В этом контексте, мы допускаем в базовом сценарии возобновление сотрудничества с МВФ уже в апреле-мае, а также контролируемую девальвацию (не менее чем на 5%) к концу мая. В этом случае, мы можем ожидать, что правительство будет в состоянии рефинансировать USD 5.6 млрд. долга перед МВФ и Еврооблигации (на сумму USD 1.0 млрд.) в течение года. Кроме того, ослабление гривны должно сдерживать рост неэнергетического импорта, позволяя небольшой рост дефицита счёта текущих операций до USD 14.8 млрд. до конца года. Если эти условия будут выполнены, резервы НБУ останутся в безопасной зоне, сократившись только до USD 20.7 млрд. до декабря 2013го года.

Все альтернативы выглядят рискованно

Хотя базовый сценарий с МВФ и контролируемой девальвацией выглядят оптимально для поддержки экономического развития, мы осознаем возможность нескольких альтернатив такому развитию событий.

Первая альтернатива – это поддержание конструктивного диалога с МВФ (оставляет возможность для внешних заимствований) без девальвации гривны, что вполне возможно с учетом сакрального значения стабильности гривны для правящей элиты. В этом случае, страна имеет неплохой шанс избежать шокового сценария, поскольку правительство сможет пополнить валютные резервы через размещение Евробондов. Однако, в этом случае расширение дефицита счёта текущих операций будет поддерживать давление на валютный рынок и осушит резервы НБУ до рискованного уровня двух месяцев импорта в 4кв. 2013го года.

Это развитие событий выглядит не очень желательным для президента, поскольку в этом случае остается очень незначительная вероятность сохранения стабильности гривны на 2014й год, когда критично будет удовлетворять запрос на стабильность для электората (чтобы сохранить шанс на переизбрание в начале 2015го года). Иными словами, если президент будет выбирать между девальвацией в 2013м для сохранения стабильности в 2014м, и стабильной гривной в 2013м году со значительной неопределенностью потом, первый вариант выглядит предпочтительней.

Другая возможность – это стечение многих обстоятельств:

- Украина подписывает новый газовый договор с Россией и экономит USD 3-4 млрд., или ресурсные рынки быстро восстанавливаются;

- Высокие аппетиты к рискам сохраняются до конца 2013го года.

В этом случае, мы вряд ли можем ожидать, что правительство пойдет на уступки для подписания договора с МВФ. Этот сценарий ограничит рост дефицита счёта текущих операций и позволит рефинансирование суверенного долга, несмотря на отсутствие договора с МВФ (построение «позитивного диалога» с Фондом будет достаточным). Вероятность такого развития событий, однако, невысока.

Валютная политика / МВФ сценарии, 2013 год

Сценарий	Вероятность	Комментарии	Дефицит счёта текущих операций, USD млрд.	Резервы НБУ на конец года, USD млрд.	UAH/USD на конец года
Базовый сценарий: Возобновлено сотрудничество с МВФ и контролируемая девальвация (на 10%)	80%	10%ая девальвация сэкономит около USD 4.0 млрд. резервов НБУ, так как сократится дефицит счёта текущих операций. Вопрос девальвации будет одним из основных на повестке дня переговоров с МВФ – удовлетворив требования МВФ, крупнейшего кредитора Украины, правительство расширит возможности для рефинансирования долгов с помощью других инструментов. МВФ уже дал позитивный сигнал о возможном возобновлении сотрудничества в середине февраля - теперь нужны более конкретные шаги к сотрудничеству до конца апреля. Власти очень гордятся тем, что сохранили стабильность национальной валюты в 2010-2012, и соблазн поддерживать дальше такую ситуацию очень большой.	14.8	20.7	8.8
Без девальвации, поддерживается имидж «конструктивного диалога» с МВФ	15%	Такой сценарий имеет шанс на реализацию если: - происходит существенное восстановление ресурсных рынков - или достигнута договоренность с Газпромом о значительном снижении цен на газ - и остается огромный аппетит к рискам в мире В противном случае, резервы НБУ достигнут порога двух месяцев импорта уже в 4 кв. 2013го года, что может спровоцировать потерю контроля НБУ над курсом гривны. Такое развитие событий будет кошмаром для президента.	16.0-19.0	16.7-19.7	8.2 – 9.5
Status quo	5%	Наиболее маловероятный сценарий - предполагает ускоренное сокращение валовых резервов НБУ. Власти потеряют контроль над валютным рынком уже летом 2013го года.	18.8	14.1	9.5+

Источник: исследование Concorde Capital

БЮДЖЕТ

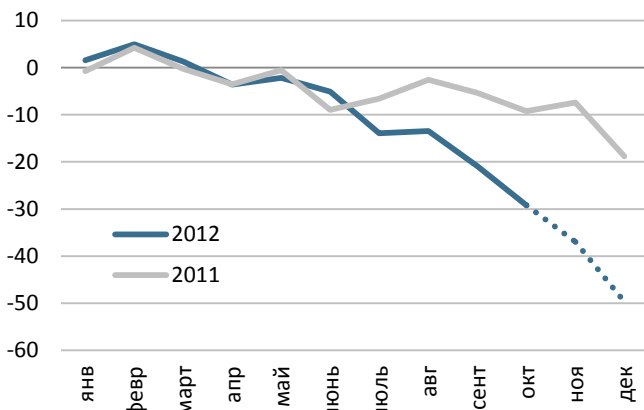
Фискальный план реалистичен как никогда

Дефицит бюджета достиг 3.8% ВВП в 2012м

Ситуация с государственными финансами значительно ухудшилась в последние месяцы прошлого года. Доходы государственного бюджета выросли на 10.0% в 2012м году, при том, что план предусматривал рост на 23.0%. Недовыполнение доходной части составило 28 млрд. грн. (7.5% от плана). Дефицит государственного бюджета составил 53.4 млрд. грн. или 3.8% ВВП (включая разницу между доходами и расходами в 49.6 млрд. грн. или 3.5% ВВП; остальные 3.76 млрд. грн. – новые кредиты правительства).

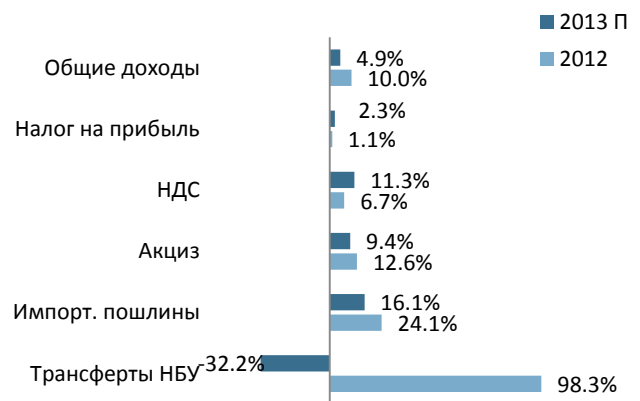
Дефицит 2012го года покрывался из доходов от приватизации (6.75 млрд. грн.), новых заимствований (28.6 млрд. грн. на внутреннем рынке и USD 1.36 млрд. на внешнем), а также расходом средств, накопленных на счетах казначейства.

Покрытие дефицита государственного бюджета, накопительным итогом, млрд. грн.



Источник: Мифин, исследование Concorde Capital

Рост доходов государственного бюджета, г/г



Источник: Мифин, исследование Concorde Capital

План расходов на 2013й - более реалистичный

В плане бюджета на 2013й год были частично учтены проблемы, наметившиеся в 2012м:

- Правительство упразднило компенсации вкладчикам Сбербанка СССР и предусмотрело очень умеренный рост минимальной зарплаты (+5.0%), а также прожиточного минимума (+6.8%) чтобы ограничить рост расходов;
- Минфин определил достаточно реалистичный план по доходам на 2013й год, предусмотрев только 4.9%й рост (после 10.0% в 2012м году), что вполне выполнимо, если сохранится экономический рост.

В то же время, в бюджете 2013го года сохраняется субсидия для НАК «Нафтогаз Украины» (8.0 млрд. грн. уже внесены в уставный фонд через выпуск ОВГЗ), что предполагает неизменность тарифов на газ. Также, увеличивается субсидия Пенсионному Фонду до 5.3% ВВП (против 4.6% в 2012м), что может также стать проблемным моментом во время переговоров с МВФ. Однако, если рассматривать эти вопросы без контекста переговоров, то такие показатели не добавляют рисков для фискальной политики.

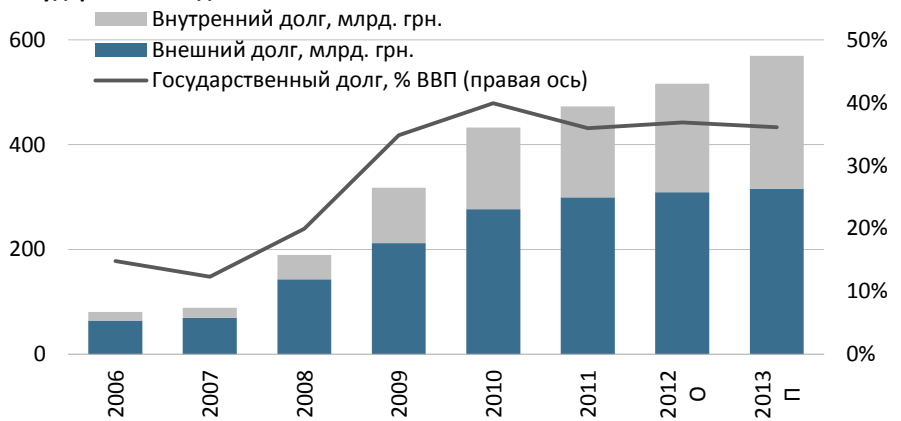
Дефицит 2013го года - управляем

Дефицит государственного бюджета запланирован на уровне 3.1% ВВП, а консолидированного – 4.0% ВВП (с учетом местных бюджетов). Пополнение уставного фонда НАК «Нафтогаз Украины» добавит еще 0.5 пп к этим цифрам. Тем не менее, дефицит выглядит достаточно скромным, при условии, что внешнее финансирование остается доступным, а девальвационные ожидания будут нейтрализованы.

Минфин планирует взять в долг около USD 5 млрд. в 2013м году в валюте, что вполне реалистично, если рынки останутся благоприятными (в 2012м году удалось привлечь USD 3.85 млрд. через Евробонды и USD 2.9 млрд. через заимствования в валюте на внутреннем рынке).

От размещения ОВГЗ планируется привлечь 47.4 млрд. грн. в 2013м году для частичного покрытия дефицита. Возможным негативным последствием такого привлечения может быть увеличение девальвационного давления (если НБУ будет активно участвовать в финансировании бюджета через ОВГЗ). Например, в 2012м году этот канал формирования монетарной базы был одним из основных источников спроса на валюту в стране. Если девальвационные ожидания сохранятся, НБУ может испытать проблему с выкупом ОВГЗ, поскольку это будет нести девальвационные риски.

Государственный долг



Источник: Мифин, исследование Concorde Capital

План по доходам от приватизации (10.9 млрд. грн.) также выглядит вполне реалистично. Даже в период политической неопределённости 2012го года Фонд госимущества смог выполнить 67% плана по доходам (6.75 млрд. грн.). Поскольку мы допускаем стабильное развитие экономики, мы можем ожидать, что план по приватизации будет выполнен с помощью продаж госсобственности бизнесу, близкому к власти. В целом, выполнение приватизационного плана на 2013 год будет зависеть от способности ФГИ выставить на продажу достаточное количество объектов.

Финансирование дефицита государственного бюджета, план на 2013

	млрд. грн.	% ВВП
Внешние заимствования	42.7	2.7%
Внешние выплаты	35.6	2.3%
в т. ч. Долг МВФ	20.5	1.3%
в т. ч. Евробонды	8.2	0.5%
Чистые внешние заимствования	7.1	0.4%
Внутренние заимствования	92.9	5.9%
в т. ч. капитализация НАК «Нафтогаз Украины»	8.0	0.5%
Внутренние выплаты	45.5	2.9%
Чистые внутренние заимствования	47.4	3.0%
Доходы от приватизации	10.9	0.7%
Общее финансирование	65.4	4.1%
Необходимость в ресурсах	49.2	3.1%

Источник: Верховная Рада, исследование Concorde Capital

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение I. Ключевые макроэкономические показатели

Ключевые показатели и прогнозы

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Индикаторы экономической активности								
Реальный ВВП, изменение г/г	7.3%	7.9%	2.3%	-14.8%	4.1%	5.2%	0.2%	1.6%
Потребление домохозяйств, изм. г/г	15.9%	17.2%	13.1%	-14.2%	7.2%	15.6%	11.6%	8.4%
Инвестиции в основной капитал, изм. г/г	20.9%	24.4%	-1.2%	-50.5%	3.9%	7.3%	0.6%	6.0%
Номинальный ВВП, млрд. грн.	544	721	948	913	1,083	1,302	1,408	1,576
Номинальный ВВП, USD млрд.	108	143	180	117	136	163	176	181
ВВП на душу населения, USD	2,312	3,077	3,902	2,548	2,978	3,583	3,865	3,973
Промышленное производство, изм. г/г	6.2%	7.6%	-5.2%	-21.9%	11.2%	7.6%	-1.8%	0.6%
ИПЦ (конец периода)	11.6%	16.6%	22.3%	12.3%	9.1%	4.6%	-0.2%	8.7%
ИПЦ среднее	9.1%	12.8%	25.2%	15.9%	9.4%	8.0%	0.6%	3.1%
ИЦППП (конец периода)	14.1%	23.3%	23.0%	14.3%	18.7%	14.2%	0.4%	10.8%
Внешние счета								
Баланс счёта тек. операций, USD млрд.	-1.6	-5.9	-12.8	-1.7	-3.0	-10.2	-14.4	-14.8
% ВВП	-1.5%	-4.2%	-7.1%	-1.5%	-2.2%	-6.2%	-8.3%	-8.2%
Торговый баланс по товарам, USD млрд.	-5.2	-10.6	-16.1	-4.3	-8.4	-16.3	-20.5	-20.6
% ВВП	-4.8%	-7.4%	-8.9%	-3.7%	-6.2%	-9.9%	-11.7%	-11.4%
Торговый баланс по услугам, USD млрд.	2.1	2.4	1.7	2.4	4.4	6.1	6.0	6.0
% ВВП	1.9%	1.7%	0.9%	2.1%	3.2%	3.7%	3.4%	3.3%
Баланс фин. счёта, USD млрд.	4.0	14.7	9.7	-12.0	8.0	6.6	10.2	11.0
% ВВП	3.7%	10.3%	5.4%	-10.3%	5.9%	4.0%	5.8%	6.1%
ПИИ (чистые), USD млрд.	5.7	9.2	9.9	4.7	5.8	7.0	6.6	7.0
% ВВП	5.3%	6.4%	5.5%	4.0%	4.3%	4.2%	3.8%	3.9%
Резервы НБУ (конец периода), USD млрд.	22.4	32.5	31.5	26.5	34.6	31.8	24.6	20.7
Государственный долг								
Государственный долг, USD млрд.	15.9	17.6	24.6	39.8	54.3	59.6	64.6	68.3
% ВВП	14.7%	12.3%	13.7%	34.0%	39.9%	36.1%	36.7%	37.7%
Гос. внешний долг, USD млрд.	12.7	13.9	18.5	26.6	34.8	37.5	38.7	41.9
% ВВП	11.8%	9.7%	10.3%	22.7%	25.6%	22.7%	22.0%	23.1%
Валовый внешний долг, USD млрд.	54.5	80.0	101.7	103.4	117.3	126.2	132.5	140.7
% ВВП	50.5%	55.9%	56.5%	88.4%	86.3%	76.5%	75.3%	77.7%
Монетарные индикаторы и индикаторы банковского сектора (конец года)								
Монетарная база (МБ), млрд. грн.	97	142	187	195	226	240	255	271
изменение г/г	17.2%	46.4%	31.7%	4.3%	15.9%	6.2%	6.4%	6.1%
Денежное предложение (МЗ), млрд. грн.	261	396	516	487	598	686	773	824
изменение г/г	34.5%	51.7%	30.2%	-5.5%	22.7%	14.7%	12.8%	6.6%
Денежный мультипликатор (МЗ/МБ)	2.7	2.8	2.8	2.5	2.6	2.9	3.0	3.0
Монетизация экономики (МЗ/ВВП)	48.0%	55.0%	54.4%	53.4%	54.6%	52.7%	54.9%	52.3%
Банковские кредиты, изменение г/г	71.0%	74.1%	72.0%	-1.5%	1.3%	9.4%	1.7%	5.5%
Банковские депозиты, изменение г/г	38.0%	52.7%	26.7%	-6.9%	24.4%	18.0%	16.4%	15.5%
Соотношение кредитов и депозитов	1.32	1.50	2.04	2.16	1.76	1.63	1.42	1.30
Обменный курс								
Официальный UAH/USD (конец года)	5.05	5.05	7.58	7.97	7.96	7.99	7.99	8.80
Официальный UAH/USD (средний)	5.05	5.05	5.27	7.79	7.94	7.97	7.99	8.70
Фискальные индикаторы								
Доходы консолид. бюджета, USD млрд.	34.0	43.6	56.5	37.0	39.6	49.8	55.7	53.2
% ВВП	32%	30.5%	31.4%	31.7%	29.1%	30.6%	31.6%	29.4%
Расходы консолид. бюджета, USD млрд.	34.7	44.8	58.7	39.4	47.6	52.1	61.5	60.4
% ВВП	32%	31.3%	32.6%	33.7%	35.0%	32.0%	34.9%	33.3%
Баланс консолид. бюджета, USD млрд.	-0.7	-1.2	-2.2	-2.4	-8.0	-2.3	-5.9	-7.2
% ВВП	-0.7%	-0.8%	-1.2%	-2.1%	-5.9%	-1.4%	-3.3%	-4.0%
Общий баланс (в т.ч. НАК «Нафтогаз Украины»), USD млрд.	n/a	n/a	n/a	-5.3	-10.7	-3.2	-7.1	-8.1
% ВВП	n/a	n/a	n/a	-4.5%	-7.9%	-2.0%	-4.0%	-4.5%
Социальные индикаторы								
Население, млн. (конец года)	46.6	46.4	46.1	46.0	45.8	45.6	45.6	45.6
Безработица (методология МОТ, ср.), %	7.4%	6.9%	6.9%	9.6%	8.8%	8.6%	8.3	8.0
Среднемесячная зарплата, USD	206	268	343	245	282	330	373	375
Реальный располагаемый доход, изм. г/г	11.8%	14.8%	7.6%	-10.0%	17.1%	8.0%	13.5	7.9

Источник: НБУ, Госкомстат, исследование Concorde Capital

Приложение II Прогнозы Concorde Capital и консенсус-прогноз

	Concorde Capital	Консенсус*
Рост реального ВВП, г/г	1.6%	2.2%
Потребление домохозяйств, г/г	8.4%	4.1%
Валовые инвестиции в основной капитал, г/г	6.0%	2.0%
Промышленное производство, г/г	1.0%	2.5%
Цены потребителей, среднее изменение	3.1%	5.3%
Торговый баланс, USD млрд.	-20.6	-18.2
Счёт текущих операций, USD млрд.	-14.8	-11.5

* Восточноевропейский консенсус-прогноз, декабрь 2012й год

Источник: Consensus Economics, Concorde Capital

Приложение III Прогноз ВВП по компонентам спроса

Компоненты спроса	2011	2012O	2013П	Комментарий
Потребление домохозяйств	15.6%	11.6%	8.4%	<p>Потребление домохозяйств подтвердило свою устойчивость за счёт значительного роста реальных зарплат (+14.4% г/г в 2012м году), что обуславливалось как ростом минимальной зарплаты (+14.0% г/г), так и низкой инфляцией (+0.6% г/г в 2012м году). Тенденция поддерживалась, несмотря на падение кредитования на 6.8% г/г в 2012м году.</p> <p>В 2013м году причины роста потребления домохозяйств будут схожими, не смотря на замедление роста минимальных зарплат (до 5.0% г/г). Потребление домохозяйств сохранит устойчивый рост за счёт уменьшения уровня сбережений, так же как это было в 2011м году (когда прирост сбережений уменьшился на 29.6%).</p>
Государственное потребление	-3.2%	2.2%	-1.7%	<p>Роль государственного потребления в 2012м году была значительной из-за инфраструктурных проектов (футбольный чемпионат Евро-2012) и некоторых предвыборных расходов. Поскольку план по расходам на 2013й год не предусматривает значительного роста, мы ожидаем сокращение государственного потребления в этом году.</p>
Валовые инвестиции в основной капитал	7.3%	0.6%	6.0%	<p>Проекты Евро 2012 поддержали 12.2%й рост инвестиций в основной капитал в первом полугодии 2012го года. Ситуация кардинально изменилась в 3кв. и 4кв. 2012го года: инвестиции сократились на 6.9% г/г и на 7.5% г/г, соответственно. Предвыборная неопределенность и плохой инвестиционный климат стали основными причинами. Основываясь на этом опыте, мы не ожидаем инвестиционного бума в 2013м году. Теи не менее, мы ожидаем, что близкий к власти бизнес продолжит инвестиционные проекты, что поддержит рост валовых инвестиций в основной капитал.</p>
Экспорт	2.2%	-7.7%	0.2%	<p>Реальный экспорт сократился на 7.3% г/г в 2012м году (оценочное значение) по причине слабого ресурсного рынка. Ускорение зернового экспорта в 4кв. 2012го года несколько улучшило годовую статистику. Мы ожидаем некоторое оживление на сырьевых рынках во второй половине 2013го года, что должно стать основой для умеренного роста реального экспорта.</p>
Импорт	16.8%	2.0%	-1.3%	<p>В 2012м году импорт вырос на 2.7% г/г (оценочное значение) в реальном выражении, за счёт роста неэнергетического импорта. В то же время, энергетические расходы сократились на фоне снижения импорта газа и нефти. В 2013м году мы ожидаем небольшое снижение потребительского (неэнергетического) и инвестиционного импорта в реальном выражении, по причине ожидаемого ослабления гривны. Энергетический импорт ожидается на уровне 2012го года.</p>
Реальный ВВП	5.2%	0.2%	1.6%	

Источник: НБУ, Госкомстат, 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 ga@concorde.com.ua
 Юрий Товстенко ytovstenko@concorde.com.ua
 Максим Слободской sm@concorde.com.ua
 Екатерина Шевченко 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.