

Экономика Украины:

Основные тенденции и ожидания

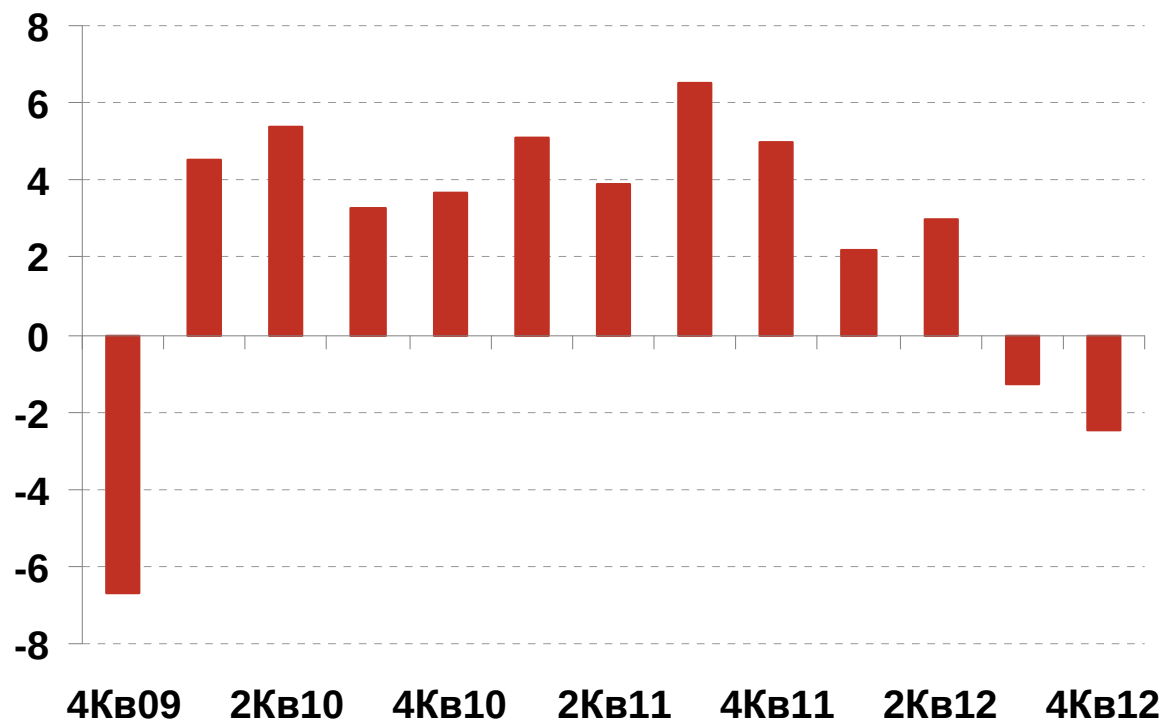
Алексей Блинов

*Альфа-Банк Украина
Аналитический отдел*

*IX Украинский облигационный конгресс
18 апреля 2013 года*

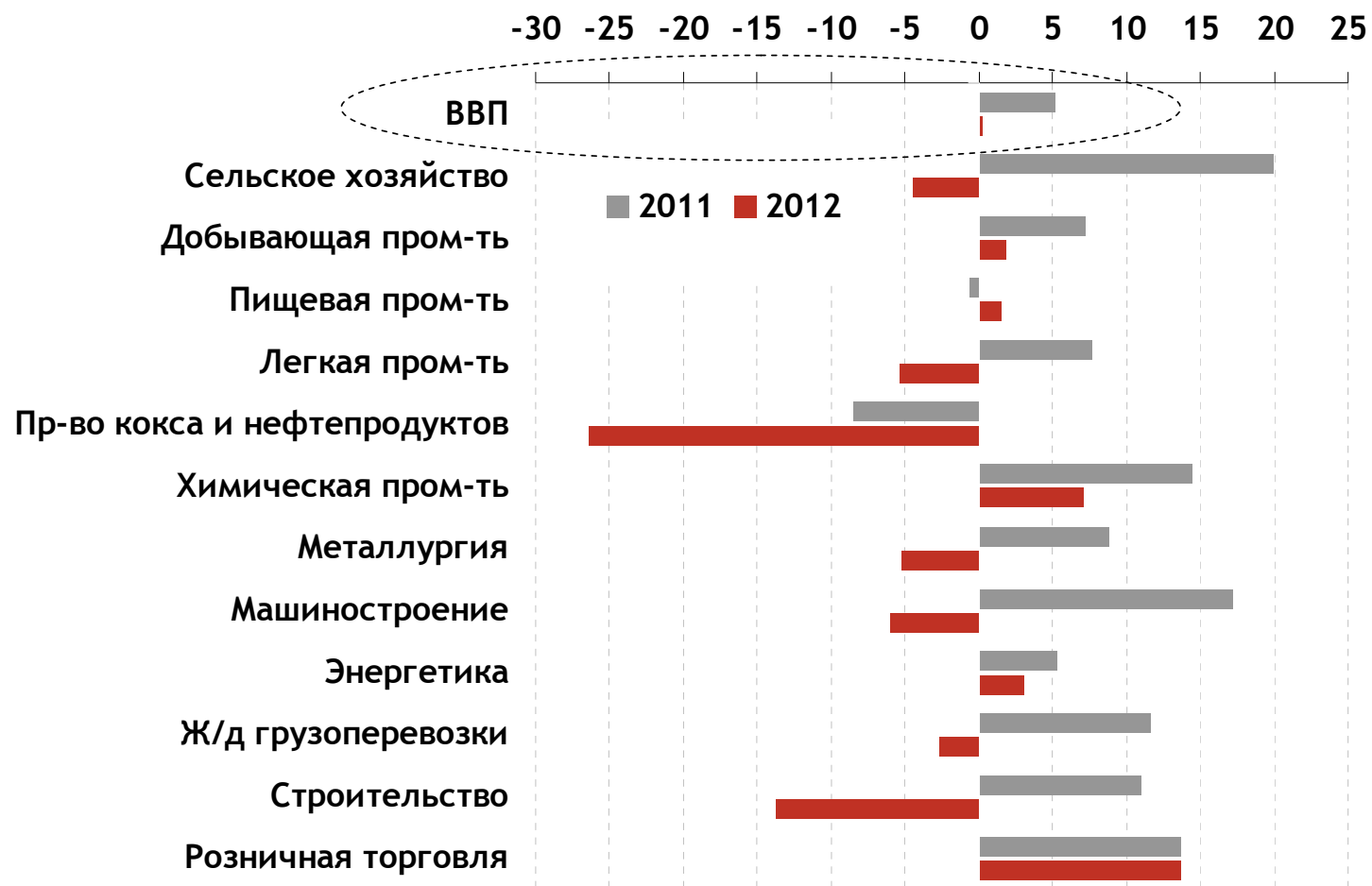
- Рост реального ВВП в 2012 году составил 0,2%
- Основные причины:
 - ухудшение внешнего спроса
 - низкая кредитная активность вследствие снижения инвестиций и дефицита гривневой ликвидности в банковской системе на протяжении значительной части 2011-2012 годов
 - высокая база сравнения в сельском хозяйстве (рекордный урожай 2011 года)
- По нашим оценкам, ухудшение экономической динамики прекратилось

Реальный ВВП, % изменения год-к-году



Источник: Госстат

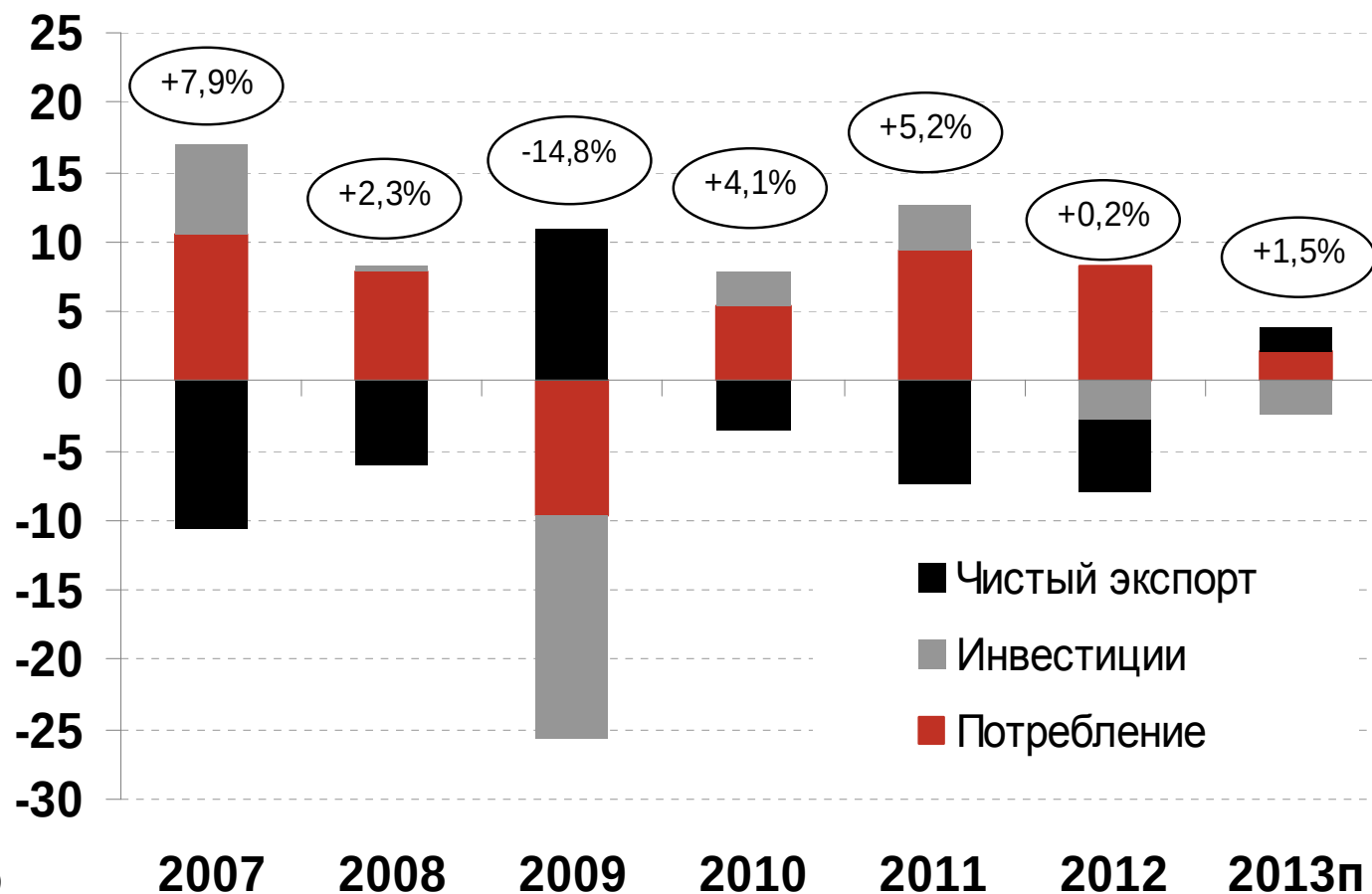
Производство по итогам 2011-2012 годов, % реального изменения



Источник: Госстат

- В 2013 году рост потребления будет самым слабым за посткризисный период
- Год будет характеризоваться замедлением доходов населения и ростом безработицы
- Инвестиции сохраняют отрицательный вклад в динамику экономики
- Умеренное сокращение дефицита внешней торговли поддержит рост
- Ускорение роста реального в 2013 году будет проявляться скорее в статистических цифрах, чем в ощущениях экономических агентов

Вклады компонентов в динамику реального ВВП, п.п.



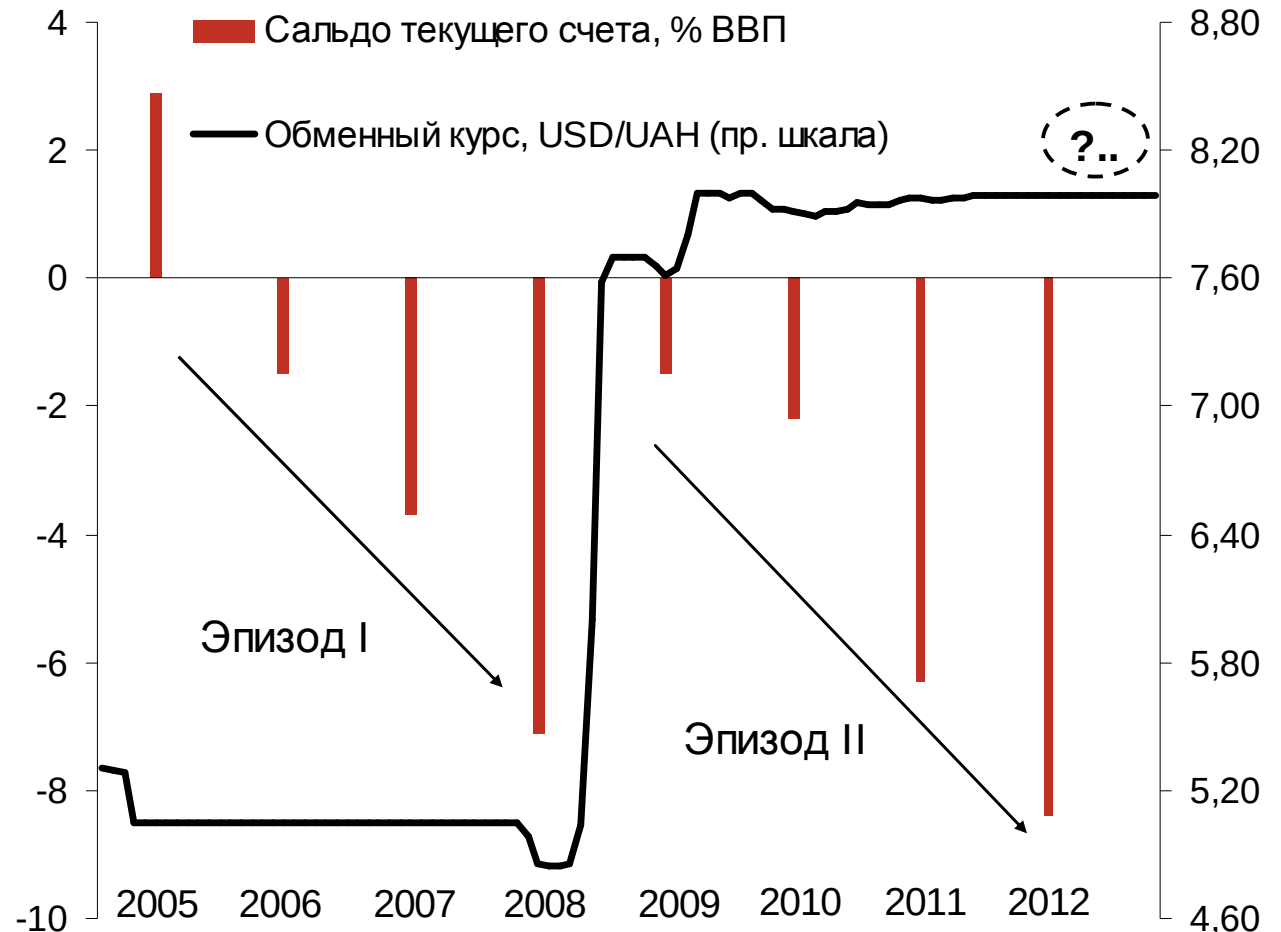
Источники: Госстат, Альфа-Банк Украина

- 1** Углубление экономического спада не происходит
- 2** Валютный рынок стабилен (пока что)
- 3** Правительство успешно рефинансирует долги
- 4** Государственные финансы остаются несбалансированными. Правительство намерено усиливать роль госгарантий
- 5** Переговоры с МВФ не приведут к скорому результату. Однако любой их исход будет мало влиять на макропоказатели-2013
- 6** Рост внутреннего спроса замедляется
- 7** По профилю первое полугодие снова будет сильно отличаться от второго

- Переговоры на начальной стадии
- Ключевые расхождения во взглядах сохранились:
 - Дефицит бюджета (в текущей версии Госбюджета 3,4% ВВП, Фонд наверняка будет настаивать на традиционных 2% ВВП)
 - Дефицит Нафтогаза — повышение тарифов для населения актуально даже в случае газового консорциума
 - Проблема несбалансированности Пенсионного фонда и его кредитования
 - Обширные планы по предоставлению государственных гарантий
 - Гибкость валютного курса
- Изначальный запрос на эквивалент USD 15 млрд. наверняка будет отвергнут, ожидать можно существенно меньшей суммы
- МВФ наверняка поставит высокие «маяки» по резервам НБУ, минимизируя возможности интервенций на валютном рынке
- Готовность властей Украины соглашаться с условиями пока не ощущается
- Деньги МВФ не критичны (все равно они не заместят потребности в заимствованиях Минфина). Ключевая проблема — нежелание выполнять разумные рекомендации по повышению долгосрочной стабильности экономики

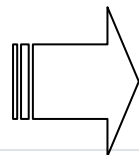
- Бездевальвационное прохождение второго полугодия 2012 года не должно создавать иллюзий
- Тем более что год был пройден за счет сокращения резервов на 23%, а показатель резервы/краткосрочный внешний долг упал до 40% (самый низкий уровень в регионе)
- Стабильный курс при активном росте доходов и инфляции (дефлятор ВВП в 2012 году = 8%) стимулирует импорт

Текущий счет и обменный курс



Источники: НБУ, Госстат, Альфа-Банк Украина

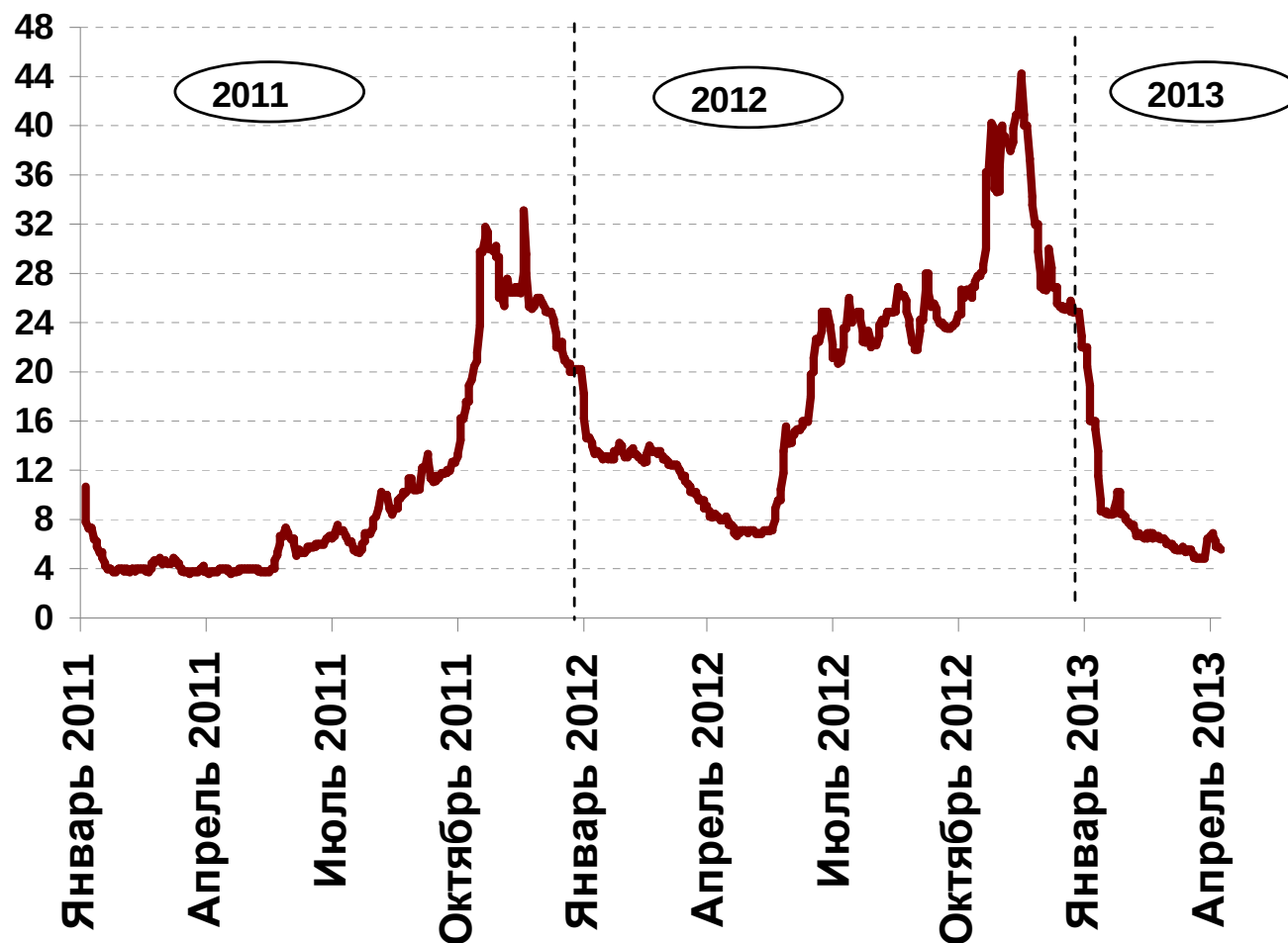
Экономическая модель
остается все той же: импорт
в долг > накопление
торгового дефицита >
снижение курса гривны
и ослабление спроса



Запроса на отказ от этой модели в
Украине сегодня не наблюдается

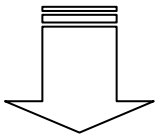
- Основная масса бюджетного дефицита и дефицита текущего счета приходится на второе полугодие
- Поскольку денежно-кредитная политика подчинена стабильному валютному курсу, каждый год Украина повторяет один и тот же паттерн с процентными ставками: наличие ликвидности в первом полугодии и ее дефицит (плюс девальвационные ожидания) во втором полугодии
- Даже если в 2013 году начнется существенная девальвация, он все равно не станет исключением из этого правила

Ставка KievPrime на 1 месяц, % годовых



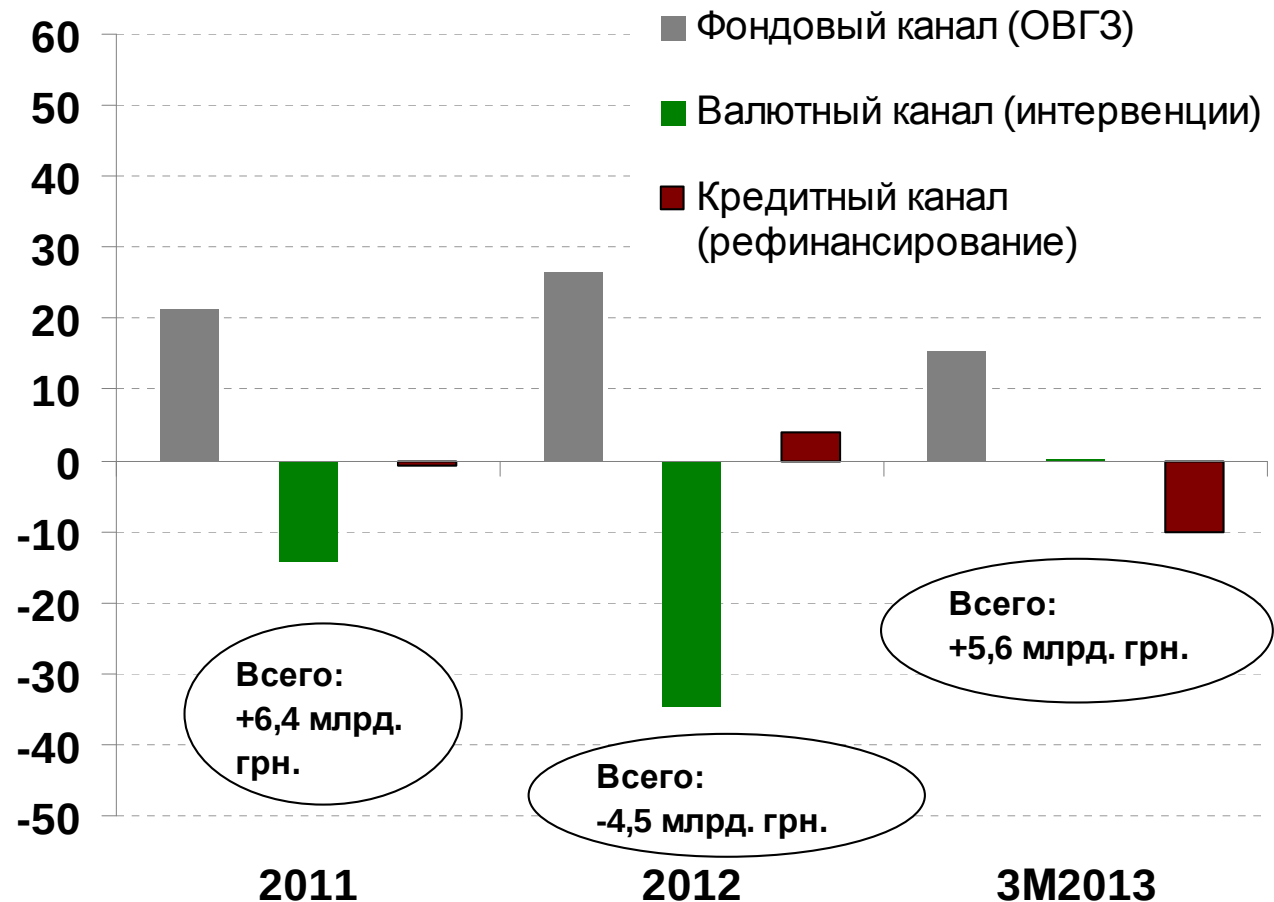
Источники: Bloomberg, Альфа-Банк Украина

- Крупный дефицит бюджета финансируется центральным банком через выкуп государственных облигаций (ОВГЗ)
- Банки возвращают НБУ больше кредитов рефинансирования, чем получают от него
- Валютные интервенции являются главным каналом вывода гривны из денежной массы, но они активизируются только в III квартале
- СУТЬ: В Украине инструменты денежно-кредитной политики (курс и операции с ОВГЗ) стали ее главными целями



В таких условиях монетарное управление экономическим циклом — иллюзия

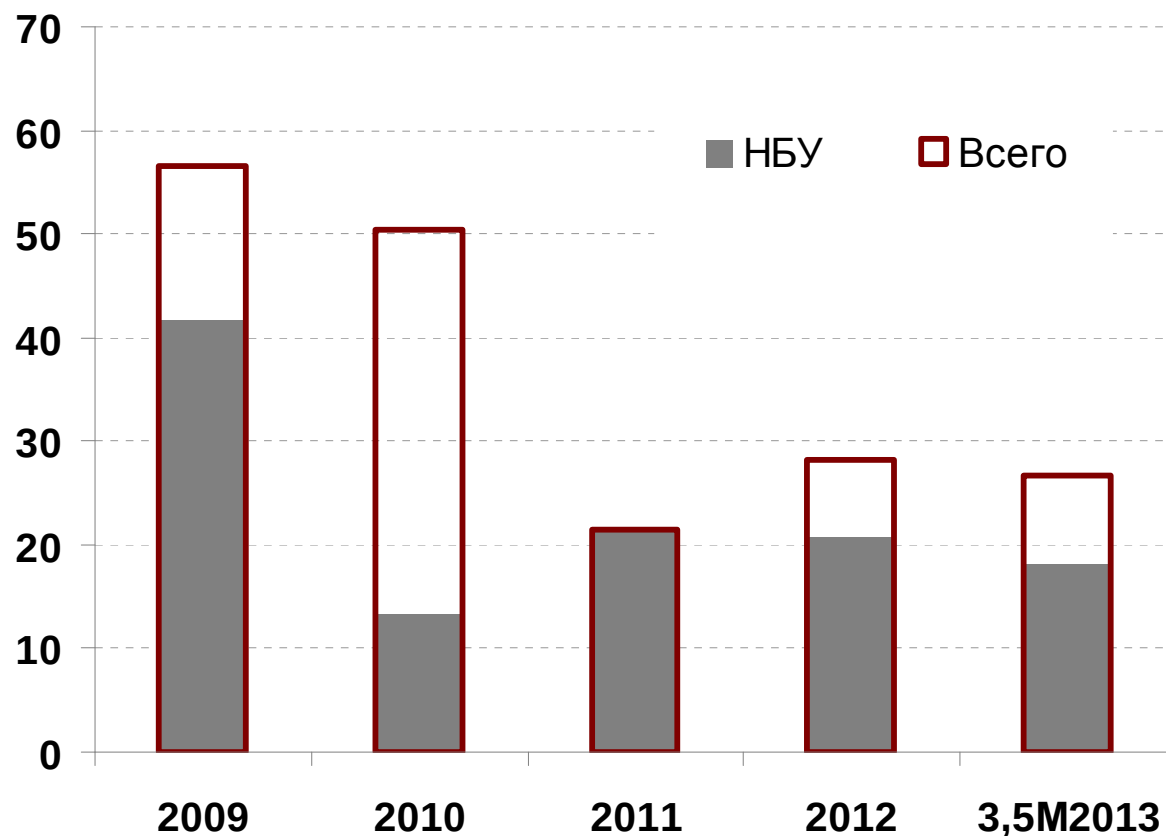
Чистая эмиссия НБУ, млрд. грн.



Источники: НБУ, Альфа-Банк Украина

- За исключением 2010 года, банки играли второстепенную роль в росте рынка ОВГЗ
- За три с половиной месяца 2013 года прирост ОВГЗ в обращении практически достиг результата всего 2012 года
- Основная часть реального рынка — ценные бумаги в иностранной валюте
- В 2013 году НБУ продолжает играть ключевую роль в финансировании бюджета
- С учетом перечислений НБУ в бюджет фактическая долговая нагрузка намного ниже расчетных 8% (ведь свыше половины расходов на обслуживание ОВГЗ — это доход государства)

Рост объемов ОВГЗ в обращении, млрд. грн.

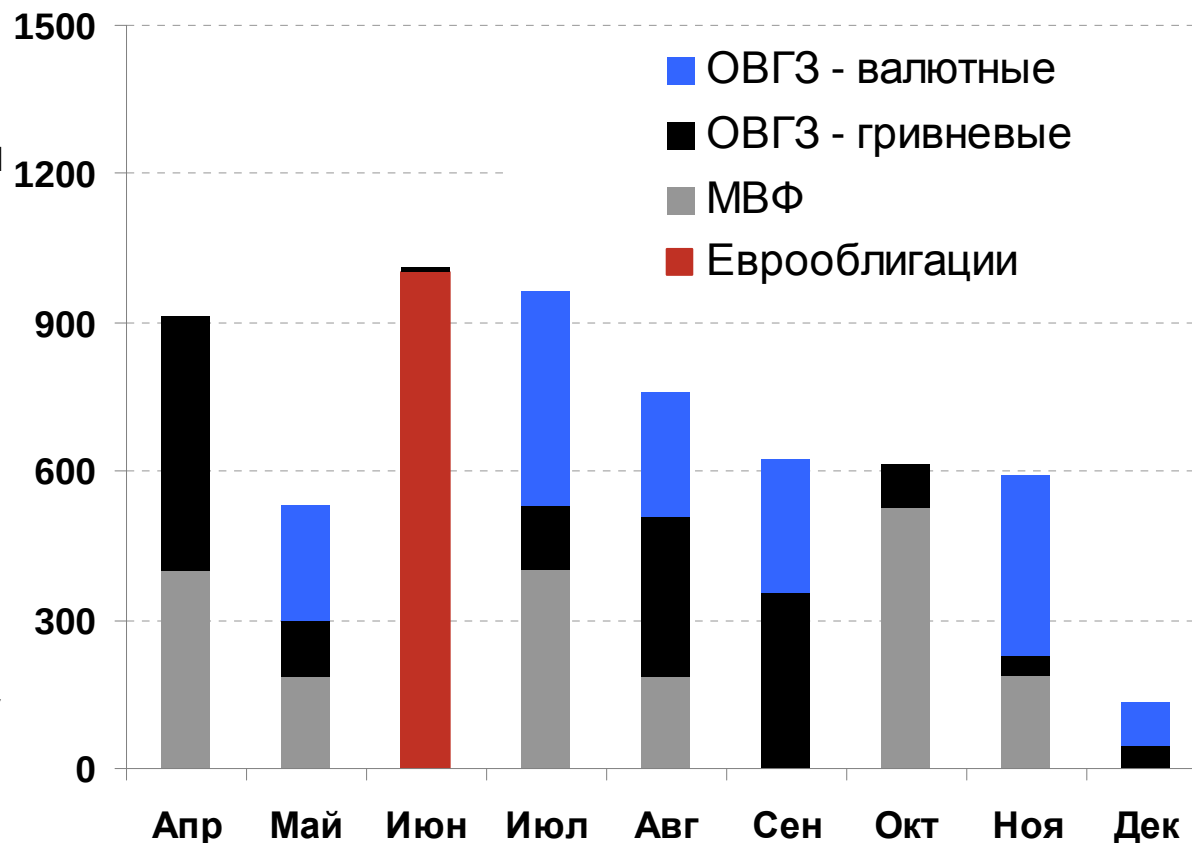


Источник: НБУ

Рефинансирование госдолга в 2013 году — посильная задача

- В среднем Украине нужно привлекать по USD 0,7 млрд. в месяц на рефинансирование долгов
- Помесячная структура амортизации госдолга довольно грамотно организована: ни один месяц не превышает объем USD 1 млрд., а нагрузка на конец года ослаблена
- Речь идет о суммарных объемах привлечений на внешнем и внутреннем рынках
- Выплаты по гривневым ОБГЗ всегда могут быть рефинансированы при участии НБУ
- Украина сможет рассчитаться с МВФ и без возобновления кредитования (в любом случае, на кредиты МВФ для Минфина рассчитывать нельзя — если средства поступят, то получателем будет НБУ)

**График амортизации прямого госдолга
в 2013 году по ключевым статьям, USD млн.**



Источники: Минфин, МВФ, Альфа-Банк Украина

- Предвыборная кампания уже началась. В 2014 году она войдет в активную фазу — на этот год нельзя закладывать ожидания ни по реформам, ни по сокращению дефицита государственных финансов. Время для принятия нужных, но политически непростых решений уходит
- При практическом отсутствии роста экономики и сохранении дефицита долги Украины будут нарастать
- Выходом из ситуации могла бы стать раскрутка инфляции, но это опасно (выход инфляции из под контроля, дополнительная подпитка девальвации) и непопулярно
- Вероятность девальвации гривны в течение 2013-2015 годов на уровне 10% и выше можно оценить в 95%. Ключевой вопрос — управляемая, или все-таки снова «неожиданная»
- Ожидания среднего роста реального ВВП на 2014-2015 годы составляют 3%. Более высоких темпов нельзя ожидать ввиду следующих факторов:
 - Состояние ключевых внешних рынков не дает оснований ожидать ускорения роста экспорта
 - Отсутствие инвестиционных предпосылок: доля инвестиций в ВВП в последние четыре года устойчиво ниже 20%
 - Хронические проблемы с инвестиционным климатом
 - Высокие риски девальвации, низкая предсказуемость ее сценария
 - Возможности бюджетного стимулирования ограничены, а центральный банк предпочитает вливать средства в бюджет, но не в экономику
 - Нижний лимит процентных ставок для Украины устанавливается за рубежом (сейчас это 7%)