

Внешний долг
Украина

Долговые обязательства

11 января 2010 г.

Ренессанс
Капитал

Алексей Моисеев
+7 (495) 258 7946
AMoiseev@rencap.com

Петр Гришин, CFA
+7 (495) 258 7789
PGrishin@rencap.com

Анастасия Головач
+38 (044) 492 7382
AGolovach2@rencap.com

Николай Подгузов
+7 (495) 783 5673
NPodguzov@rencap.com

Андрей Марков
+7 (495) 725 5229
AMarkov@rencap.com

«Нет дефолту!» по-украински



11 января 2010 г.

Алексей Моисеев
+7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Петр Гришин, CFA
+7 (495) 258 7789
PGrishin@rencap.com

Анастасия Головач
+38 (044) 492 7382
AGolovach2@rencap.com

Николай Подгузов
+7 (495) 783 5673
NPodguzov@rencap.com

Андрей Марков
+7 (495) 725 5229
AMarkov@rencap.com

«Нет дефолту!» по-украински

- **В ценах заложены очень значительные риски.** Одними из наиболее недорогих инвестиционных возможностей среди еврооблигаций эмитентов из СНГ являются суверенные украинские обязательства, гарантированные бумаги НАК Нафтогаз Украины, облигации Укрэксимбанка и города Киева. Наш анализ показывает, что опасения относительно финансовой состоятельности Украины преувеличены – как минимум, в том, что касается краткосрочной перспективы.
- **В ближайшее время Украина, по нашему мнению, вряд ли допустит дефолт.** Сейчас – в отличие от ситуации начала 2000 г. – Украине не имеет смысла предпринимать попытки пересмотра графика платежей, так как в 2010 г. ей предстоит погасить внешние государственные обязательства на сумму менее USD1.5 млрд (основной долг и проценты). Международные резервы превышают при этом USD27 млрд.
- **Источники финансирования пока есть.** Несмотря на разлад в верхах власти, Национальный банк Украины (НБУ) до сих пор был важным источником финансирования бюджетного дефицита. Одобренные МВФ плановые показатели денежной базы позволяют продолжать печатать деньги, и в немалом объеме. Выделение новых траншей в рамках кредита МВФ, выпуск новых суверенных еврооблигаций и кредиты России представляются нам сейчас вполне реальными. На горизонте более полугодия источники финансирования определить сложнее.
- **Отношение к кредиторам.** Необременительный график погашения обязательств позволяет пока обслуживать государственный долг в полном объеме. Как ни парадоксально, чем дольше сохраняются разногласия политиков, тем выше вероятность нормального обслуживания долга, поскольку никто из них не хотел бы взять на себя вину за дефолт. Одним словом, пока есть возможность погашать долги, будет и желание платить по ним.
- **Внутренний долг проблемы пока не представляет.** Держателями более 90% выпущенных ОВГЗ выступают НБУ или контролируемые правительством структуры. Если Министерство финансов согласится на более высокие уровни доходности – к чему, по нашему мнению, идет дело – дальнейшее наращивание долга еще вполне возможно даже при том, что его структура остается очень краткосрочной.
- **Гривна оценена в целом справедливо.** Давление на курс национальной валюты нам представляется незначительным. Счет текущих операций остается практически сбалансированным, а показатели счета операций с капиталом постепенно улучшаются. Ввиду жесткой монетарной политики и происшедшего ранее перевода средств в доллары остро ощущается дефицит национальной валюты, а значит, серьезная девальвация гривны, на наш взгляд, маловероятна. Основные риски в 2010 г. связаны с возможной масштабной монетизацией государственных расходов.
- **Дефицит бюджета – около 5 млрд грн. в месяц.** В ближайшие два-три месяца правительству придется работать с дефицитом бюджета примерно на этом уровне. Потенциал сокращения расходов нам представляется весьма ограниченным. В оценку бюджетного дефицита мы включили Пенсионный фонд, но не учли НАК Нафтогаз Украины.
- **НАК Нафтогаз Украины.** С нашей точки зрения, основные риски, связанные с компанией, заключаются не в наличии валютных резервов у НБУ, а в способности правительства оказать ей достаточную поддержку ликвидностью в гривнах. До сих пор правительство находило нестандартные способы решения этой задачи, и в течение некоторого времени, как мы полагаем, ситуация не изменится.
- **Почему важны выборы?** Украина – одна из немногих стран на постсоветском пространстве, где демократические процессы проходят без ограничений. Мы ожидаем проявления активной и масштабной поддержки со стороны ЕС и США после проведения президентских выборов. Впрочем, политический ландшафт Украины не дает оснований рассчитывать на значительную консолидацию властей.

Содержание

Инвестиционный вывод	3
Внешний долг и наши рекомендации	5
Рынок с высокой доходностью	5
Рекомендации	9
Внутренний долг и гарантии	10
В чьих руках находятся внутренние государственные обязательства?	12
Гарантии	13
Положения о кросс-дефолте	14
Денежный и валютный рынки	15
Дефицит внутренней ликвидности, ограниченное давление на гривну	15
Платежный баланс: улучшение показателей счета текущих операций и счета операций с капиталом	16
Способы финансирования дефицита бюджета	18
Источник 1. Финансирование НБУ	18
Источник 2. Возобновление сотрудничества с МВФ	19
Источник 3. Размещение новых еврооблигаций	19
Источник 4. Межгосударственные займы	21
Политика	22
Выборы 2010 г.	22
Выборы в два тура – наиболее вероятный сценарий	22
Неопределенность после выборов	23
Битва за Раду: досрочные парламентские выборы маловероятны	24
Возможные сценарии	24
Выводы	25
Государственный бюджет	26
Бюджетный процесс: все зависит от росписи	26
Чем социальные меры не понравились МВФ?	26
Насколько плоха ситуация с доходами бюджета?	27
Возможно ли дополнительно снизить расходы?	29
НАК Нафтогаз Украины: как осуществляются расчеты за газ?	30
Внебалансовые статьи: кассовый разрыв Пенсионного фонда	32
Кассовый разрыв и ликвидность государства в целом	33
Где находятся SDR и сколько их осталось?	34
Вывод: ожидаемые потребности в финансировании	34
Экономика	36
Раскрытие информации	39

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ВЫВОД

Украина сильно пострадала от финансового кризиса, и ее экономические показатели оказались в это время одними из худших в мире. Мы, однако, предпочитаем сосредоточиться на будущем, а не на прошлом. На наш взгляд, расхожее выражение «чем сильнее падение, тем выше отскок» явно подходит для украинского случая. Худшее, мы полагаем, осталось позади, и началось восстановление.

Государственная политика до и во время кризиса нам представляется крайне неэффективной. Правительство никак не могло определиться с тем, кому оказывать помощь в первую очередь – простым гражданам, банкам, реальному сектору экономики или иностранным инвесторам. Большинство государств, даже более состоятельных (как, например, Россия или Казахстан), очень быстро осознали, что в кризис всех спасти не получится, и в большинстве случаев выбор был сделан в пользу населения... но не украинским правительством. Приоритетных сфер оказалось множество, причем ситуация усугублялась тем, что из политических соображений различные блоки в правительстве одновременно ставили противоречивые задачи.

Разобщенность, на наш взгляд, – ключ к пониманию украинской политики. Структура органов власти выстроена таким образом, что в ней присутствуют сразу три центра силы – президент, правительство и парламент (Верховная Рада). В этом заключается главное отличие Украины от других демократий: в основной массе они представляют собой либо президентские, либо парламентские республики, где правительства соответственно назначаются президентом или парламентом и подотчетны им же. От предыдущего президента Л. Кучмы Украина унаследовала незавершенную конституционную реформу, разработанную для трансформации страны из президентской в парламентскую республику. Но поскольку реформы не были доведены до конца, а попытки президента В. Ющенко дать им обратный ход потерпели неудачу, Украина сочетает в себе черты обеих форм государственного устройства, причем Верховная Рада и президент имеют примерно равные права и полномочия. Правительство назначается и президентом, и парламентом и несет ответственность... в действительности ни перед кем.

Следствием неразрешенных вопросов конституционного характера стала несогласованная реакция на кризис, что вряд ли могло помочь в трудных условиях. И без того сложное состояние экономики только ухудшилось в связи с предстоящими президентскими выборами. Одна из важных отличительных особенностей политического ландшафта Украины во время подготовки к выборам заключалась в том, что для наиболее активных игроков политического спектра – парламентариев и, что важно, президента – целесообразной стала дискредитация правительства. Результатом стала реализация ленинского кредо до переворота 1917 г. – «чем хуже, тем лучше». Зачастую работа правительства, направленная на борьбу с кризисом, открыто саботировалась, а виновной в неудачах оказывалась премьер-министр Ю. Тимошенко. Хорошим примером служит отказ В. Ющенко наложить вето на популистские законодательные акты (соответствующие поправки были одним из ключевых условий предоставления Украине кредитов МВФ).

Многое из того, о чем мы сейчас пишем, не ново для украинской политики и было характерно для нее с момента провозглашения независимости в 1991 г. Надежда, впрочем, есть: частный сектор научился справляться с политическими сложностями и собственными силами решал свои проблемы. Как следствие, несмотря на отсутствие помощи со стороны правительства и коллапс финансовой системы, металлургический сектор, к примеру, выиграл от девальвации и высоких цен на сырье и сейчас работает почти на пределе мощности. Другой важный сектор экономики – сельское хозяйство – благодаря хорошему погодным условиям демонстрировал рост даже в условиях кризиса.

Хотя правительство в какой-то мере оказалось в нерабочем состоянии, ему удалось избежать полного провала. НБУ – наперекор оппозиции – насыщал экономику деньгами, без лишнего шума покупая значительную часть внутренних обязательств правительства, и сейчас он является держателем более половины облигаций внутреннего государственного займа (ОВГЗ). Кроме того, регулятор монетизирует обязательства несостоятельных банков, включая перешедшие в собственность государства, перед населением.

Чтобы избежать обвала гривны, НБУ разработал меры по контролю над движением капитала и кредитованием. В более общем понимании Украине, в отличие от стран, так же сильно пострадавших в кризис (Греция и Латвия), удалось избежать активного общественного недовольства и акций протеста.

Мы считаем, что в ближайшем будущем Украина не объявит дефолт, и в настоящем отчете представим аргументы в пользу этой точки зрения. По нашему мнению, правительство в ближайшие два-три месяца намерено профинансировать основные платежи и располагает достаточными для этого ресурсами. То же относится и к двум квазисуверенным заемщикам – НАК Нафтогаз Украины и Укрэксимбанку. Мы всегда с большей осторожностью относились к фактору государственной поддержки, чем большинство других наблюдателей (см. наш отчет *«Корпоративный и банковский долг стран СНГ: прошлое и настоящее»* от 25 ноября 2009 г.), но сейчас считаем, что правительство не обойдет вниманием НАК Нафтогаз Украины и Укрэксимбанк. Кроме того, за последние несколько кварталов мы получили достаточно подтверждений того, что правительство готово предоставлять прямую поддержку ликвидностью администрации Киева для целей рефинансирования. Можно предположить, что режим преференций для долга Киева в дальнейшем сохранится. Таким образом, наша позитивная оценка в части квазисуверенных долгов на данный момент включает только трех указанных заемщиков. Мы не ожидаем дефолтов по внутренним облигациям, хотя они и торгуются на ценовых уровнях, предполагающих дефолт или заметную девальвацию. Такой вариант был бы бессмысленным, ведь НБУ в любом случае владеет большей их частью. Судя по сбалансированному счету текущих операций, мы считаем, что гривна в настоящее время оценивается справедливо.

После январских выборов (второй тур назначен на февраль; отметим, что на постсоветском пространстве в нем редко возникала необходимость, кроме как в странах Балтии) мы ожидаем проявления значительной поддержки со стороны ЕС и США независимо от фамилии победителя. Мы надеемся, что последует и некоторое финансовое содействие. Кроме того, после выборов, как мы полагаем, возобновятся переговоры с МВФ, в результате чего более реальным станет получение последнего транша на сумму USD3.8 млрд, хотя продолжительное отсутствие правительства по причине выборов может осложнить ситуацию. Тем не менее, все указанные факторы, по нашему мнению, должны способствовать созданию более благоприятной конъюнктуры, что, вероятно, обеспечит хорошую динамику украинских активов.

Более отдаленные перспективы нам представляются крайне туманными. Неудачные попытки согласовать состав нового правительства, возможно, приведут к роспуску Верховной Рады новым президентом. В таком случае будет сформировано временное правительство, которое проработает длительный срок и может даже оказаться эффективным с точки зрения антикризисных мер. Меры эти должны быть жесткими, тогда как новое правительство, с нашей точки зрения, может оказаться излишне мягким для их претворения в жизнь. Остается крайне ограниченный выбор – либо радикально урезать расходы, как сделала Греция, либо напечатать денег и обесценить государственный долг (у Греции такого варианта – по крайней мере формально – не было). В таком случае Украине может грозить новая волна девальвации, особенно при постепенном ослаблении контроля над движением капитала. Однако вероятен отскок, а приток ликвидности в экономику только ускорит восстановление.

За последние двадцать лет Украина не раз находилась на краю, казалось бы, полного коллапса. Вопреки ожиданиям она, однако, так и не шагнула за край, каждый раз выпутываясь из тяжелейшей ситуации. На наш взгляд, на этот раз вряд ли произойдет по-другому: хотя пессимисты предсказывают худшее, мы верим, что страна вновь обретет силу.

Внешний долг и наши рекомендации

Рынок с высокой доходностью

У инвесторов в инструменты с фиксированной доходностью в 2009 г. было много возможностей получить от своих вложений отдачу, сопоставимую с той, которая обычно присуща рынку акций. Однако теперь большинство возможностей уже «отыграно» ввиду резко и повсеместно возросшего спроса на рискованные активы на фоне колоссальной ликвидности в глобальном масштабе и растущей уверенности в том, что худшая стадия кризиса осталась позади. Украинский сегмент остается одним из немногих, а из рынков еврооблигаций стран СНГ и вовсе единственным, где доходности еврооблигаций – даже суверенных и квазисуверенных – по-прежнему значительно превышает докризисные уровни. Если сравнить индексы цен на наиболее ликвидные российские и украинские еврооблигации, мы увидим, что в случае Украины индекс находится минимум на 20% ниже уровня первой половины 2008 г.

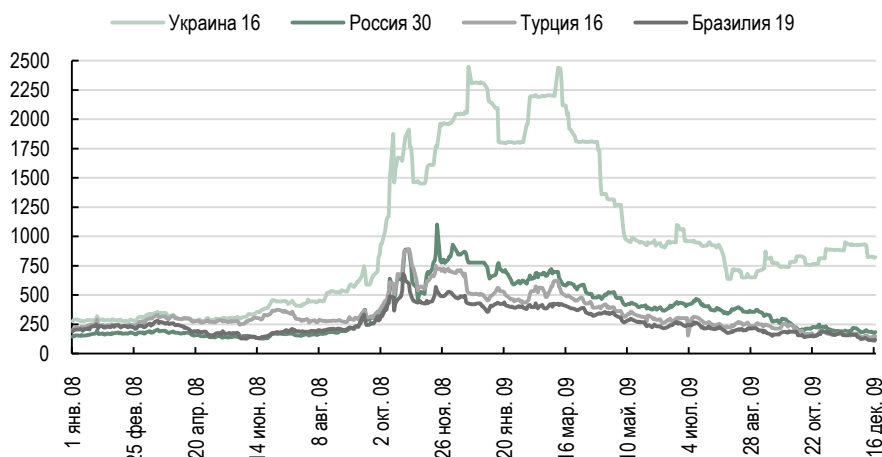
Рисунок 1. Индекс котировок еврооблигаций Россия 30 и Украина 16 (01.01.2008 г. = 100)



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

По ряду причин суверенные кредитные спрэды Украины уменьшаются медленнее, чем сопоставимых стран, и не сузились до докризисных значений (как произошло в случае России, Бразилии или Турции). Украинская экономика – одна из наиболее проциклических среди указанных стран и пострадала сильнее других от мирового экономического кризиса из-за падения цен на товарно-сырьевых рынках. Со стартом предвыборной кампании в середине 2009 г. начался новый раунд политических баталий, вследствие чего МВФ принял решение отложить выделение последнего транша финансовой поддержки, что лишь усилило негативное восприятие суверенного риска Украины.

Рисунок 2. Спреды суверенных инструментов к десятилетним КО США

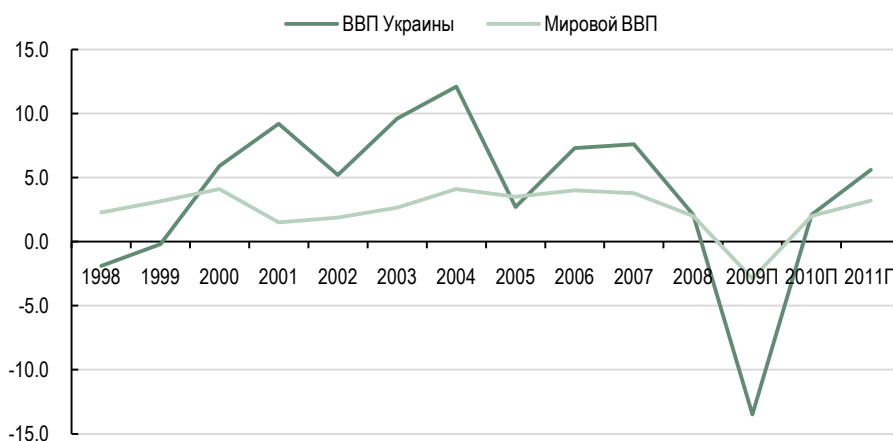


Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Однако в 2010 г. ситуация может измениться. Мы предполагаем, что веские доводы в пользу активной покупки данного класса активов могут появиться уже в начале года. Как описано в разделе отчета, посвященном политике, мы практически не видим рисков ухудшения политической ситуации – а значит, и дополнительного давления на котировки суверенных обязательств – из-за результатов президентских выборов. Напротив, после выборов возможна консолидация политических сил или, по крайней мере, повышение общей «работоспособности» государства, что должно оказать поддержку еврооблигациям Украины.

Подверженность украинской экономики циклическим колебаниям может в 2010 г. стать уже благоприятным фактором, и тогда последние станут первыми (то есть экономики, показывавшие худшие результаты, неожиданно окажутся в числе самых быстрорастущих). При устойчиво восходящем тренде цен на важнейшие товары украинского экспорта мы прогнозируем рост ВВП на 2.1% в 2010 г. и на 5.6% – в 2011.

Рисунок 3. Динамика реального ВВП Украины и мирового ВВП в годовом сопоставлении, %



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Более того, несмотря на рост внешнего долга в 2009 г. в связи с получением кредитов МВФ, долговая нагрузка в части внешних заимствований остается умеренной: по состоянию на конец года отношение внешнего долга центрального правительства к ВВП, по оценкам, составило порядка 14% при медианном значении для стран с рейтингом категории В в 33%.

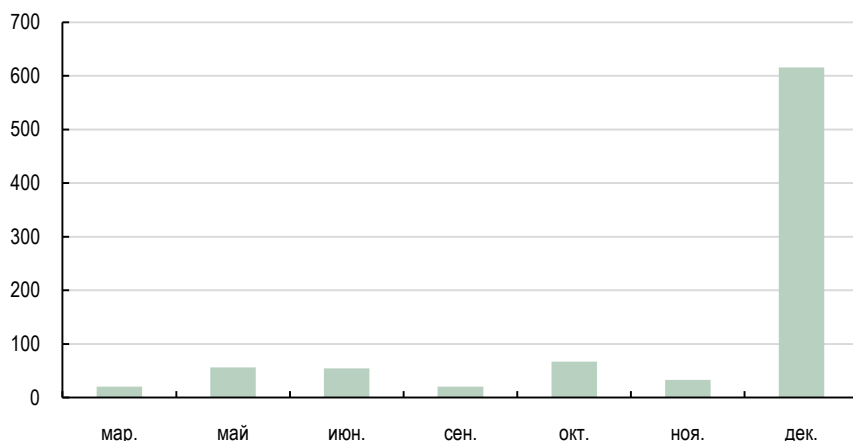
Таблица 1. Государственный и гарантированный долг Украины, USD млн

Государственный долг	34 909
Внутренний государственный долг	10 305
ОВГЗ	8 875
НБУ	1 430
Государственные гарантии по внутренней задолженности	1 482
Облигации	544
Банки	937
Внешний государственный долг	15 166
МВФ	4 951
ЕБРР	342
Всемирный банк	3 183
Италия	50
Германия	244
Россия	1 095
США	116
Франция	14
Япония	108
Еврооблигации	5 063
Государственные гарантии по внешней задолженности	7 953
МВФ	6 139
ЕБРР	176
Всемирный банк	101
Европейское сообщество по атомной энергии	69
Частные зарубежные банки	1 468

Источник: Министерство финансов

Следует принять во внимание необременительный график обслуживания внешнего долга Украины на 2010 г. В течение года погашения суверенных еврооблигаций не предполагается, за исключением декабрьской выплаты примерно на USD600 млн (номинарированный в иенах выпуск Украина 10 со ставкой купона 3.2%). Таким образом, платежи по публичному государственному внешнему долгу в течение почти всего года не превысят USD300 млн, что представляется весьма скромной суммой. Все платежи по внешнему долгу на 2010 г. – менее USD1.5 млрд.

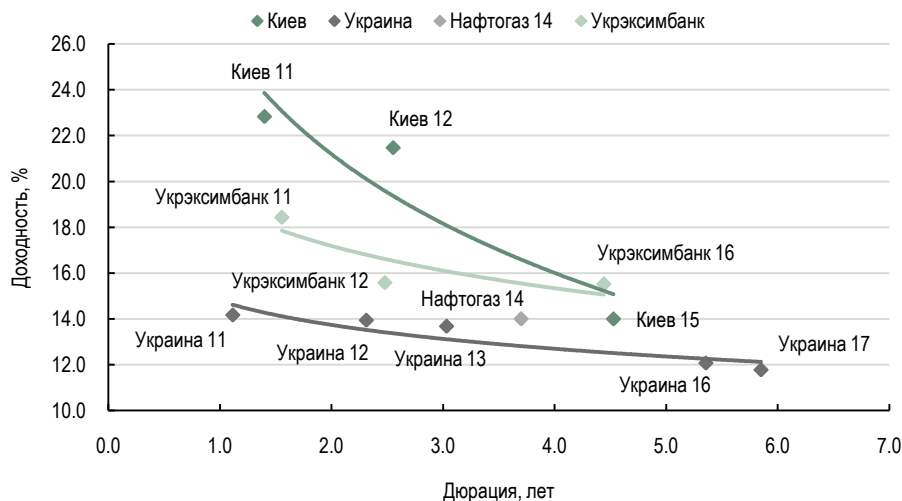
Рисунок 4. Платежи по обслуживанию внешнего государственного долга Украины в 2010 г.



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

По нашему мнению, в предстоящем году правительство намерено и способно без задержек обслуживать внешний долг. То же самое относится к двум ключевым квазисуверенным заемщикам – НАК Нафтогаз Украины и Укрэксимбанку. Облигации НАК Нафтогаз теперь полностью гарантированы государством, а дефолт по Укрэксимбанку нанес бы больший урон, чем вероятная цена его поддержки. В последние несколько кварталов правительство Украины, как мы полагаем, оказывало прямую поддержку ликвидностью администрации Киева в целях рефинансирования задолженности. Можно предположить, что режим преференций правительства для долга Киева сохранится. Таким образом, наша позитивная оценка в отношении квазисуверенных долгов на данный момент ограничена тремя указанными заемщиками.

Рисунок 5. Украинские суверенные и квазисуверенные еврооблигации



Источник: Bloomberg

Рисунок 6. Динамика спреда Киев 12 – Украина 12, б. п.



Источник: Bloomberg

Кривые доходности всех рекомендуемых нами выпусков имеют инвертированную форму, что отражает более высокую, по восприятию рынка, вероятность дефолта в краткосрочной перспективе. Поскольку мы прогнозируем значительное улучшение отношения инвесторов к украинским еврооблигациям в первом квартале 2010 г., мы ожидаем, что кривые доходности нормализуются, что предполагает резкое и масштабное сужение спрэдов в коротком сегменте. Кроме того, улучшение отношения инвесторов к Украине окажет максимально быстрое положительное воздействие на котировки более краткосрочных еврооблигаций. Следовательно, мы рекомендуем придерживаться достаточно коротких суверенных и квазисуверенных инструментов.

В конце декабря спред суверенных выпусков Украины к КО США составлял от 900 б. п. до 1 400 б. п. в зависимости от дюрации инструмента. Прямо перед кризисом (в первой половине 2008 г.) средняя величина спреда к казначейским обязательствам составляла 300-350 б. п. Возможно, было бы слишком оптимистично ожидать сужение спрэдов суверенных бумаг до докризисных значений в первой половине 2010 г., однако премия в 500-600 б. п. нам представляется достижимой. На наш взгляд, присутствует риск низких процентных ставок в январе-июне; ФРС США, скорее всего, оставит свою ключевую ставку на рекордно низком уровне, а значит, сокращение спрэдов, по всей вероятности, произойдет за счет снижения доходности суверенных еврооблигаций Украины. Исходя из наших расчетов справедливых спрэдов, потенциал роста котировок украинских государственных еврооблигаций составляет 10-16 п. п. Наиболее значительно, по нашей оценке, могут прибавить в цене выпуски Украина 12 и Украина 13. Еврооблигации Укрэксимбанка нам представляются лучшей инвестиционной возможностью по соотношению доходности и кредитного качества. В первой половине 2008 г. его обязательства торговались с премией в 150 б. п. к суверенной кривой доходности, и с тех пор спред расширился на 200-300 б. п. Мы бы рекомендовали инвесторам открыть длинные позиции в наиболее ликвидном выпуске Укрэксимбанк 11 с минимальной дюрацией.

Кроме того, мы по-прежнему считаем привлекательными обязательства Киева как отражение суверенного риска Украины. Наш главный аргумент в пользу киевского долга базируется на наличии в распоряжении центрального правительства работающего механизма поддержки муниципалитетов ликвидностью (см. отчет «*City of Kiev (B2/CCC+/B) – Undervalued vs the sovereign curve*» от седьмого августа 2009 г.). Последние доступные данные показывают, что Киев по-прежнему опирается на ресурсы правительства при выплате купонов. Так как ближайший срок погашения еврооблигаций приходится на середину 2011 г., у городской администрации еще много времени до того момента, как перенос срока выплаты основной суммы долга станет реальной проблемой.

Рекомендации

Наши рекомендации по еврооблигациям украинских эмитентов приведены в табл. 2.

Таблица 2. Основные рекомендации по украинским еврооблигациям

Долговой инструмент	Цена, % от номинала	Доходность к погашению, %	Дюрация, лет	Номинальный спред к КО США, б. п.	Средний спред к КО США до кризиса, б. п.	Справедливый спред к КО США, б. п.	Потенциал роста исходя из справедливого спреда, п. п.	Ставка купона, %	Срок погашения
Суверенные и гарантированные государством выпуски									
Украина 11	91.50	14.84	1.15	1,439	300	500	10.0	6.875	04.03.2011
Украина 12	86.13	13.00	2.28	1,202	330	550	14.0	6.385	26.06.2012
Украина 13	85.84	12.83	3.07	1,141	350	575	16.0	7.650	11.06.2013
Украина 15	71.93	11.91	5.00	945	400	600	13.0	4.950	13.10.2015
Украина 16	76.38	11.64	5.41	908	350	600	13.0	6.580	21.11.2016
Украина 17	76.66	11.30	5.91	856	350	625	12.0	6.750	14.11.2017
Нафтогаз 14	85.46	13.75	3.77	1,158		650	16.5	9.500	30.09.2014
Банковские облигации									
				Номинальный спред к суверенным обязательствам, б. п.	Средний спред к суверенным обязательствам до кризиса, б. п.	Справедливый спред к суверенным обязательствам, б. п.	Потенциал роста исходя из справедливого спреда, п. п.		
Укрэксимбанк 11	85.02	18.21	1.59	318	150	150	16.3	7.650	07.09.2011
Укрэксимбанк 12	81.30	15.29	2.51	206	150	150	15.0	6.800	04.10.2012
Укрэксимбанк 16	72.76	15.42	4.48					8.400	09.02.2016
Муниципальные облигации									
				Номинальный спред к суверенным обязательствам, б. п.	Средний спред к суверенным обязательствам до кризиса, б. п.	Справедливый спред к суверенным обязательствам, б. п.	Потенциал роста исходя из справедливого спреда, п. п.		
Киев 11	83.29	21.78	1.43	682	150	400	15.5	8.625	15.07.2011
Киев 12	73.87	20.56	2.59	727	150	400	20.5	8.250	26.11.2012
Киев 15	66.44	17.32	4.44	565	150	400	15.2	8.000	06.11.2015

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Внутренний долг и гарантии

В настоящее время объем ОВГЗ в обращении составляет 72.6 млрд грн. (USD9.1 млрд).

- 65% от этого объема было выпущено в рамках программы рекапитализации банков (47.6 млрд грн.), причем большая часть облигаций погашается после 2015 г. и имеет относительно низкую ставку купона на уровне 9.5%.
- ОВГЗ на сумму 13.3 млрд грн. были выпущены до 2009 г., причем обязательства на 5.3 млрд грн. должны быть погашены к июлю 2010 г.
- В 2009 г. Министерство финансов размещало на внутреннем рынке два вида облигаций: среднесрочные ОВГЗ с высокой ставкой купона (в среднем 15-20%), на которые пришлось 5 млрд грн. поступлений, и краткосрочные дисконтные облигации на сумму свыше 10 млрд грн. Существенный объем дисконтных облигаций уже погашен, и в настоящее время в обращении остаются обязательства на 6.6 млрд грн. Все дисконтные облигации должны быть погашены в первом полугодии 2010 г., что, на наш взгляд, предполагает наиболее значительные риски с точки зрения рефинансирования внутренних государственных обязательств в начале 2010 г.

Таблица 3. Структура ОВГЗ в обращении

	В обращении, млрд грн.	К погашению в 2009-2010 гг., млрд грн.
ОВГЗ с низкой ставкой купона, выпущенные в рамках программы рекапитализации	47.6	1.1
ОВГЗ, выпущенные до 2009 г.	13.3	5.3
ОВГЗ с высокой ставкой купона, выпущенные до 2009 г.	5.0	0.02
Краткосрочные дисконтные государственные обязательства	6.6	6.6

Источники: Министерство финансов Украины, оценка Ренессанс Капитала

Наиболее остро проблема рефинансирования может встать перед правительством в апреле 2010 г., когда наступят сроки погашения дисконтных облигаций на 4 млрд грн. Также следует отметить, что, в соответствии с нашими прогнозами (см. раздел «Бюджет»), доходы бюджета в апреле не будут высокими и до выплат по долговым обязательствам дефицит может составить 5.5-6.0 млрд грн. Таким образом, с учетом выплат по долгам за период расходная часть бюджета может превысить доходную на 10 млрд грн.

Рисунок 7. Выплаты по внутреннему государственному долгу Украины в 2010 г.

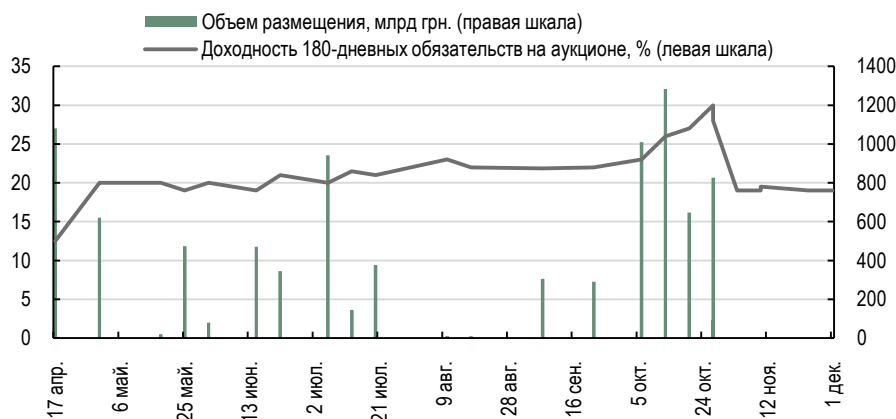


Источники: Министерство финансов Украины, оценка Ренессанс Капитала

Дисконтные обязательства размещались на аукционах 2009 г. в основном по рыночным ставкам среди достаточно широкого круга инвесторов (по сравнению с другими видами государственных облигаций). Следовательно, для данного вида долговых обязательств реструктуризация на мягких условиях, когда инвесторов просто попросят о продлении срока до погашения облигаций, — менее вероятный вариант развития событий, чем для держателей других ОВГЗ, которыми являются главным образом государственные банки. Наиболее активно государство выходило на внутренний рынок долговых обязательств в сентябре-октябре 2009 г. За этот период Минфин разместил краткосрочные облигации объемом 6 млрд грн. с доходностью до 30.0%.

Тем не менее, в то время Верховная Рада выразила недовольство действиями правительства, поскольку стоимость заимствований оказалась слишком высокой. Соответственно, в ноябре-декабре правительству не удалось столь же успешно привлечь средства на внутреннем рынке, поскольку предложенные ставки доходности оказались существенно ниже ожиданий. Сейчас Минфин предлагает краткосрочные дисконтные облигации с доходностью до 20%, тогда как инвесторы готовы размещать заявки на покупку по ставкам 27-30%. Как следствие, за последние несколько недель объем вновь размещенных выпусков составил лишь несколько миллионов гривен.

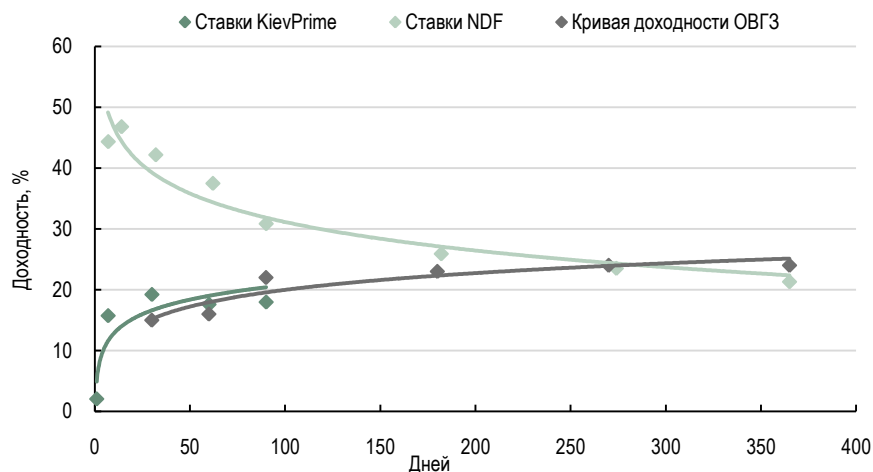
Рисунок 8. Размещение краткосрочных дисконтных государственных облигаций в 2009 г.



Источник: Министерство финансов Украины

Вторичный рынок внутренних долговых обязательств Украины неликвиден и характеризуется очень низкими торговыми оборотами в течение дня. При текущих ставках доходности долговые обязательства на вторичном рынке, на наш взгляд, не представляются привлекательными для инвестиций: во-первых, ставки NDF существенно превышают доходность государственных облигаций; во-вторых, большинство инвесторов не имеют возможности привлекать рефинансирование под залог государственных облигаций на регулярной основе. Органы денежно-кредитного регулирования Украины не предоставляют эффективных механизмов рефинансирования. Условия рефинансирования в НБУ не прозрачны и, как правило, обговариваются с каждым банком в отдельности. Привлечь финансирование на внутреннем рынке под залог государственных облигаций также сложно, принимая во внимание большой дефицит национальной валюты в банковской системе.

Рисунок 9. Индикативная кривая доходности ОБГЗ



Источники: ПФТС, оценка Ренессанс Капитала

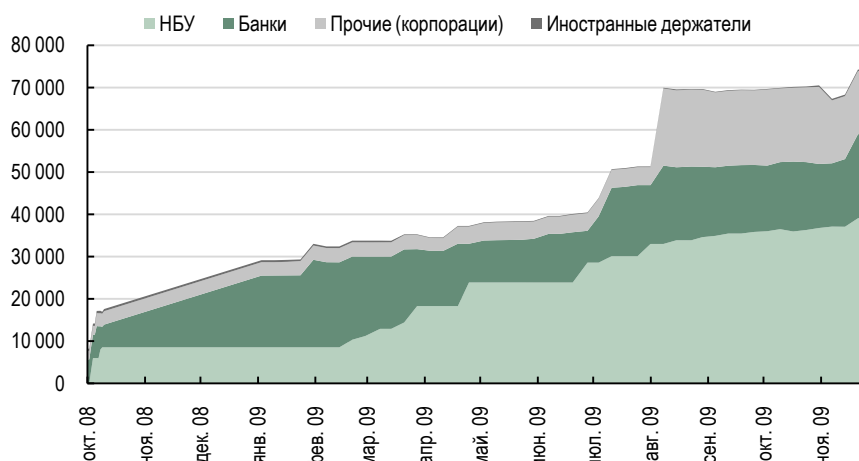
Несмотря на это, положение дел на украинском рынке долговых обязательств вполне поддается управлению, и вероятность дефолта достаточно низка. Тем не менее, при вероятном отсутствии внешней поддержки со стороны МВФ в начале 2010 г. украинскому правительству придется приложить дополнительные усилия для рефинансирования краткосрочных обязательств в первые месяцы. Для успешного рефинансирования краткосрочного долга в начале года необходимо прежде всего повысить ликвидность внутреннего рынка путем вливания средств в национальной валюте в банковскую систему.

Принимая во внимание все вышесказанное, мы полагаем, что Минфин рефинансирует дисконтные обязательства с погашением в начале года, разместив новые облигации на внутреннем рынке с привлекательной доходностью (на уровне 25-30%) либо продав ОВГЗ непосредственно НБУ и направив соответствующие поступления на погашение дисконтных облигаций. Для тех инвесторов, которых не смущают риски колебания валютного курса, наиболее интересные инвестиционные возможности представляются на первичных аукционах, где, как мы полагаем, обязательства будут предлагаться с существенной премией к индикативной кривой доходности ОВГЗ на вторичном рынке.

В чьих руках находятся внутренние государственные обязательства?

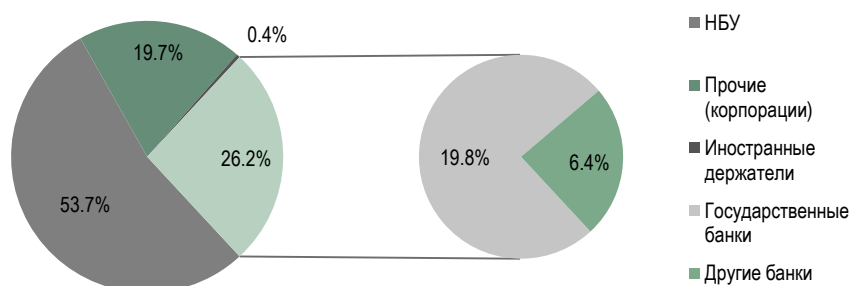
Объем ОВГЗ в обращении существенно вырос с четвертого квартала 2008 г. Структура держателей государственных облигаций – одна из причин, по которым мы не ожидаем дефолта в ближайшем будущем. Большая часть ОВГЗ, выпущенных в октябре-декабре 2008 г. и 2009 г., использовалась для рекапитализации государственных банков (Ощадбанк – 12.8 млрд грн., Укрэксимбанк – 6.3 млрд грн.), восстановления собственного капитала и покупки банков, оказавшихся в затруднительном положении (Родовид Банк – 2.8 млрд грн. в июле 2009 г. и 5.6 млрд грн. в ноябре 2009 г., Банк «Киев» – 3.57 млрд грн., Укргазбанк – 3.1 млрд грн.), и рекапитализации НАК Нафтогаз Украины (18.6 млрд грн.). Около двух третей объема ценных бумаг, выделенного в рамках государственной программы повышения собственного капитала, было продано НБУ в процессе монетизации ОВГЗ. Центральный банк также выкупил некоторый объем ОВГЗ непосредственно у Минфина.

Рисунок 10. Структура держателей ОВГЗ, млн грн.



Источник: НБУ

Рисунок 11. Структура держателей ОВГЗ на 30 ноября 2009 г., млн грн.



Источники: НБУ, Министерство финансов Украины, данные банков, оценка Ренессанс Капитала

Поскольку большая часть ОВГЗ, относящихся к категории «Прочие (корпорации)», сосредоточена в руках НАК Нафтогаз Украины, их объем у частных банков (не НБУ и не государственных банков и компаний) составляет около 5.2 млрд грн. (USD650 млн). Допуская, что правительство сможет договориться с НБУ и государственными банками об одновременном погашении имеющихся у них обязательств и продаже им новых бумаг (что мы относим к реструктуризации на мягких условиях), погашение обязательств на 5 млрд грн. перед частными организациями вряд ли станет проблемой.

Гарантии

После недавнего дефолта компании Украинские железные дороги, которая не смогла своевременно совершить платеж по синдицированному кредиту (см. «Обзор рынка долговых обязательств» от 23 ноября 2009 г.), условные обязательства государства стали объектом повышенного внимания. Интерес подогревается сообщениями некоторых украинских СМИ, в которых рассматривается сомнительная политика государства в области предоставления государственных гарантий по коммерческим заимствованиям корпораций. В. Янукович публично обвинил правительство в беспечном отношении к оценке условных обязательств, а президент В. Ющенко подписал указ, отменяющий решение кабинета министров по предоставлению внутренних гарантий сверх лимита, установленного законом «О государственном бюджете на 2009 г.», или с нарушением положений Бюджетного кодекса. Здесь мы обращаем внимание на следующие аспекты.

- Общий объем госгарантий не является критическим. Хотя в первом полугодии 2009 г. показатель составлял чуть менее USD8 млрд, основная его доля приходилась на ту часть кредитов в МБФ, получателем которых являлся НБУ, а не правительство, а также на обязательства перед другими международными финансовыми организациями. Гарантии по заимствованиям в зарубежных банках оцениваются лишь в USD700 млн. Еще USD860 млн относится к категории «прочие», содержание которой не раскрывается. На наш взгляд, оценка в USD1.5 млрд отражает реальный объем гарантий по коммерческим обязательствам третьих лиц. Наиболее крупный заемщик из тех, по чьим обязательствам предоставлены гарантии, – Укравтодор; крупнейшие кредиторы – Deutsche Bank, Credit Suisse и, возможно, Citibank.
- Минфин не предоставляет информации о структуре гарантий по коммерческим обязательствам в размере USD1.5 млрд по срокам погашения соответствующих кредитов. Исходя из опубликованных данных по конкретным обязательствам, мы определили даты погашения большинства из них. Тем не менее, полностью воспроизвести графики выплат для всех коммерческих обязательств очень сложно. Хотя, по всей вероятности, ни одно из обязательств не относится к разряду неамортизируемых, кредиторы могут потребовать выплаты всей суммы долга в случае нарушения прочих условий кредитных договоров, как показывает ситуация с Укравтодором.

- Условия предоставления гарантий не содержат положений о кросс-дефолте, что предполагает, что ими можно воспользоваться лишь в том случае, если заемщик не сможет самостоятельно исполнить обязательства именно по гарантированному займу. Мы полагаем, что все ограничительные условия кредитов, не связанные напрямую с выплатами (в частности, касающиеся уровня рейтингов) к настоящему моменту уже должны были быть нарушены, в связи с чем сейчас лишь неспособность заемщика своевременно обслуживать долговые обязательства по истечении соответствующего льготного периода может вызвать негативные сообщения.
- Государство выдало USD1.5 млрд. гарантий либо за государственные Ощадбанк и Укрэксимбанк, либо за третьих лиц, но в пользу Ощадбанка и Укрэксимбанка. Хотя Минфин не раскрывает информацию о природе данных обязательств, принимая во внимание их сравнительно недавнее появление (в структуре государственного долга они начали отражаться в феврале и июне текущего года), мы полагаем, что они могут быть связаны с кредитами НАК Нафтогаз Украины (на долю которых приходится примерно половина кредитного портфеля Ощадбанка). Соответствующие гарантии могли потребоваться в соответствии с правовыми нормами как дополнительное обеспечение к дебиторской задолженности компании. Если наше предположение верно, большую часть подобных гарантий можно не принимать во внимание, поскольку они не приведут к фактическому оттоку ликвидности.

Положения о кросс-дефолте

Документация по всем выпускам суверенных еврооблигаций Украины содержит одинаковое описание событий дефолта – одна и та же формулировка сопровождает каждый заем. Тем не менее, на рынке есть разные подходы к трактовке этих условий. Вкратце, наша позиция по данному вопросу заключается в следующем.

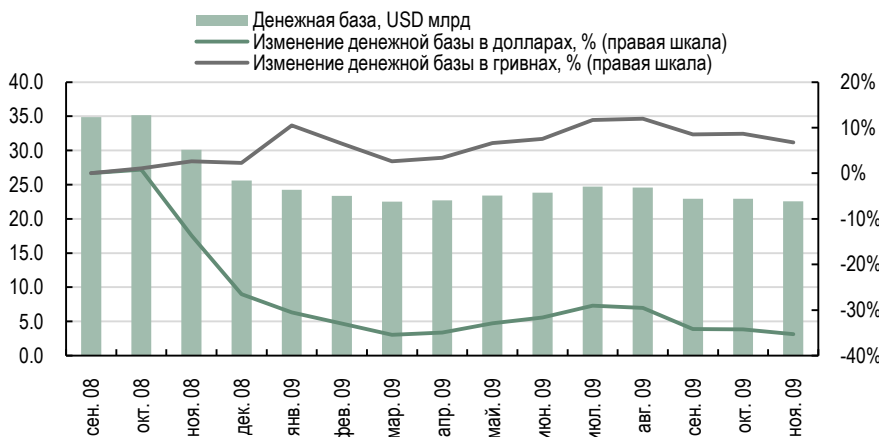
- Дефолт по внутренним долговым обязательствам Украины в гривнах (ОВГЗ) не будет рассматриваться как событие дефолта с точки зрения держателей еврооблигаций, поскольку долговые обязательства в национальной валюте в явной форме исключены из перечня обязательств, дефолт по которым дает кредиторам право воспользоваться положениями о кросс-дефолте. По тем же причинам неисполнение гарантий по внутренним долговым обязательствам, номинированным в гривнах, не задействует положения о кросс-дефолте по еврооблигациям. Необходимо отметить, что в соответствии с существующей практикой и стандартами, контракты CDS по суверенным обязательствам также не будут исполняться в случае дефолта по обязательствам в национальной валюте, регулируемым внутренним законодательством страны.
- Неисполнение гарантийного обязательства по банковскому кредиту в иностранной валюте может трактоваться как событие дефолта, так и нет. Мы считаем целесообразным распространять положения о кросс-дефолте на подобные случаи. Тем не менее, следует отметить, что такая точка зрения не является общепринятой, и многие участники рынка придерживаются иной позиции. Однако мы убеждены, что суверенные гарантии по таким еврооблигациям как реструктурированный выпуск НАК Нафтогаз Украины должны быть связаны с суверенными инструментами через положения о кросс-дефолте. Независимо от того, соответствует ли это действительности с юридической точки зрения, мы полагаем, что государство будет обращаться с реструктурируемыми еврооблигациями НАК Нафтогаз Украины так же, как и с собственными еврооблигациями, т. е. продолжит своевременную выплату процентов (возможно, с небольшими задержками), а в случае реструктуризации предложит по ним такие же условия, как и по суверенным выпускам. С этой точки зрения, обязательства НАК Нафтогаз Украины сейчас представляются нам хорошим индикатором ситуации с суверенным долгом.

Денежный и валютный рынки

Дефицит внутренней ликвидности, ограниченное давление на гривну

Выраженная в гривнах денежная база Украины с начала 2009 г. оставалась сравнительно стабильной. В долларовом выражении с начала кризиса в конце 2008 г. денежная база уменьшилась на 35%. По состоянию на первое ноября она составляла 180 млрд грн. (USD22.6 млрд); эта сумма на 120% покрывается имеющимися золотовалютными резервами. 160 млрд грн. из этих 180 млрд грн. представляют наличные в обращении, необходимые для удовлетворения транзакционного спроса. Следовательно, с технической точки зрения давление на курс гривны к доллару США весьма ограничено. НБУ при желании может полностью контролировать валютный курс.

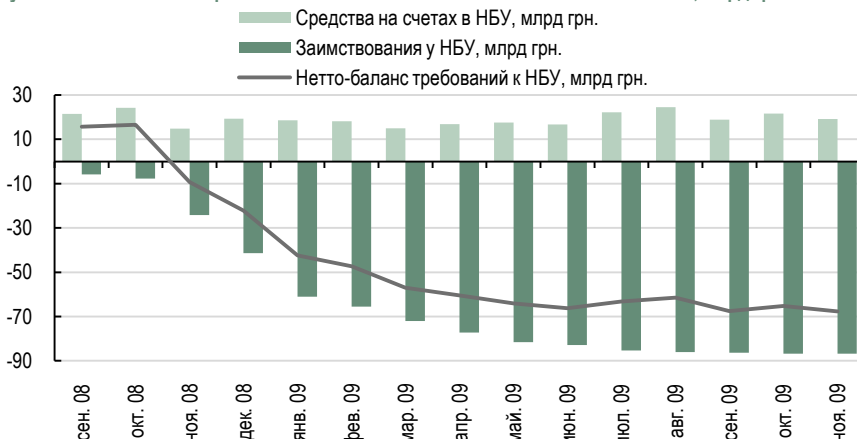
Рисунок 12. Динамика денежной базы



Источники: НБУ, оценка Ренессанс Капитала

Еще менее значителен объем безналичных гривен в обращении. Средства кредитных организаций на счетах в гривнах в НБУ составляли на первое ноября 19.2 млрд грн. Следует отметить, что этот показатель включает также часть минимальных резервов, которые банки с августа 2009 г. должны держать на специальном счете в НБУ и не могут использовать для операционной деятельности. По нашим расчетам, за вычетом «замороженных» резервов свободные средства банков на счетах в НБУ не превышали 13.3 млрд грн. (USD1.67 млрд). Таким образом, поскольку у банков нет другого источника национальной валюты, кроме инструментов рефинансирования НБУ, любое потенциальное давление на валютный курс со стороны коммерческих банков представляется незначительным по сравнению с резервами национального банка.

Рисунок 13. Нетто-баланс требований и обязательств банковской системы и НБУ, млрд грн.



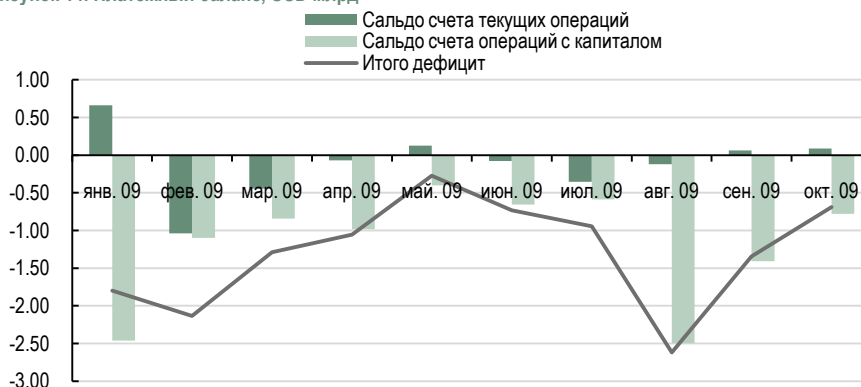
Источники: НБУ, оценка Ренессанс Капитала

Хотя в настоящее время ощущается дефицит украинской валюты в обращении, в случае появления избыточной ликвидности НБУ сможет без проблем стерилизовать ее. В отличие от прежних лет, сейчас НБУ стал крупным кредитором банковской системы, которая должна регулятору порядка USD11 млрд. В структуре кредитов, предоставленных НБУ, преобладают краткосрочные, а значит, у центрального банка есть возможность регулирования объема ликвидности в банковской системе и изъятия ее потенциальных излишков.

Платежный баланс: улучшение показателей счета текущих операций и счета операций с капиталом

В 2009 г. мы стали свидетелями постепенного уменьшения дефицита счета текущих операций (пиковый уровень в USD12.8 млрд был зарегистрирован в 2008 г.). В сентябре и октябре сальдо счета даже было положительным ввиду уменьшения дефицита внешней торговли товарами. Экспорт товаров достиг годового максимума на уровне USD4.2 млрд в октябре благодаря наращиванию всех основных статей экспорта, в особенности металлургической и сельскохозяйственной продукции. Вместе с тем, сальдо внешней торговли товарами остается отрицательным, что покрывается за счет активного сальдо услуг и текущих трансфертов. На фоне повышения цен на газ импорт товаров начал возрастать в третьем квартале и достиг в октябре USD4.4 млрд.

Рисунок 14. Платежный баланс, USD млрд



Источник: НБУ

По итогам ноября импорт несколько увеличился в связи с большими закупками газа. Однако в первом квартале 2010 г. вновь возможно сокращение импорта, поскольку в начале года Украина традиционно закупает меньшие объемы газа. Согласно оценкам, за 2009 г. Украина потратила около USD6 млрд на покупку газа, а в 2010 г. его импорт, скорее всего, превысит USD10 млрд в связи с возможным увеличением объемов закупки и повышением цен. По нашим приблизительным расчетам, ежемесячный импорт газа может увеличиться на USD300 млн, хотя мы не ожидаем в 2010 г. заметного роста по другим статьям импорта. В 2010 г. мы прогнозируем увеличение экспорта благодаря общему улучшению конъюнктуры на мировых рынках. Как следствие, мы предполагаем, что в ближайшие несколько месяцев сальдо счета текущих операций будет практически сбалансированным, а в 2010 г. даже положительным, хотя и незначительным в абсолютном выражении (порядка USD2 млрд).

Таблица 4. Разбивка счета текущих операций, USD млрд

	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009	июль 2009	август 2009	сентябрь 2009	октябрь 2009
Сальдо счета текущих операций:	-3.7	-3.3	-2.1	-3.7	-0.7	-0.1	-0.4	-0.3	-0.1	0.1	0.1
Сальдо внешней торговли товарами	-4.5	-4.2	-3.9	-3.6	-0.9	-0.9	-1.8	-0.7	-0.7	-0.3	-0.2
экспорт товаров	14	18.9	21.2	13.6	8.5	9.2	10.3	3.3	3.2	3.8	4.2
импорт товаров	18.5	23.1	25.1	17.2	9.4	10.1	12.1	4	4	4.1	4.4
Сальдо внешней торговли услугами	0.1	0.3	1.3	0	0.2	0.5	1.3	0.4	0.5	0.3	0.2
Чистые текущие доходы	0	-0.3	-0.4	-0.9	-0.6	-0.7	-0.5	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
Чистые текущие трансферты	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6	1.1	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2

Источник: НБУ

Показатели счета операций с капиталом и финансовыми инструментами также улучшились в последние месяцы благодаря сокращению покупок валюты со стороны населения и увеличению прямых иностранных инвестиций. Погашение задолженности перед нерезидентами на протяжении 2009 г. оказывало наибольшее давление на сальдо счета капитала. Следует отметить, однако, что в ноябре объемы погашения внешнего долга в банковском секторе значительно снизились, что привело к уменьшению дефицита до USD0.4 млрд. Без учета покупки валюты населением (USD0.7 млрд) сальдо счета операций с капиталом было бы позитивным.

Отток капитала на погашение внешних долгов составил за январь-ноябрь USD23 млрд, что значительно меньше, чем ожидалось (около USD40 млрд согласно первоначальным графикам погашений на 2009 г.). Более того, корпоративному сегменту удалось пролонгировать значительную часть кредитов (сроки погашения были продлены примерно для 85% всех обязательств), а банковский сектор зафиксировал сравнительно большой приток субординированных кредитов (НБУ потребовал от банков увеличить капитал, и субординированные кредиты, предоставленные материнскими структурами, были признаны как компоненты капитала второго уровня).

Принимая во внимание ослабление спроса на иностранную валюту со стороны населения в декабре и определенное усиление притока валюты в банки (некоторые банки с иностранным участием объявили об увеличении уставного капитала), не исключено, что в ближайшие месяцы дефицит счета операций с капиталом окажется близким к нулевому.

По нашим оценкам, в 2010 г. украинским заемщикам предстоит погасить задолженность перед нерезидентами в размере USD30 млрд, при этом доля пролонгированных кредитов, вероятнее всего, будет примерно такой же, как в 2009 г. В то же время, прямые иностранные инвестиции, объем которых в 2009 г., как мы и ожидали, был небольшим (USD4.5 млрд), должен увеличиться во втором полугодии 2010 г. на фоне улучшения инвестиционных настроений. Таким образом, мы считаем, что дефицит счета операций с капиталом в 2010 г. может уменьшиться примерно наполовину (до USD5-7 млрд). Основным фактором риска, по нашему мнению, является спрос на иностранную валюту со стороны населения: он может возрасти из-за политической неопределенности, колебаний курса гривны или новых ограничений на рынке наличной валюты.

Способы финансирования дефицита бюджета

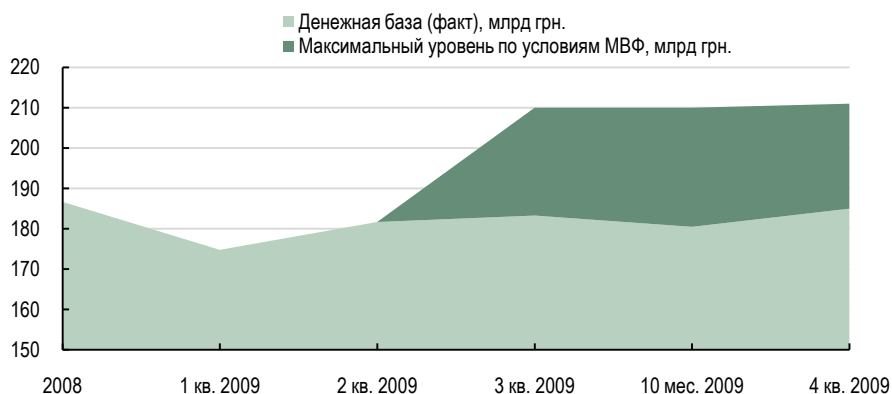
Далее в этом отчете мы приводим наши оценки масштаба дефицита бюджета, с которым сейчас столкнулось украинское правительство (см. раздел «Бюджет»). Наше мнение о том, что в краткосрочной перспективе кассовый разрыв на уровне государства может быть профинансирован из имеющихся ресурсов, основывается на следующих аргументах. Рассмотренные ниже источники средств в совокупности, на наш взгляд, увеличивают вероятность того, что в ближайшем будущем правительству Украины хватит ресурсов на покрытие процентных расходов и осуществление выплат по обязательствам.

Источник 1. Финансирование НБУ

Финансирование НБУ стало одним из основных источников средств для покрытия дефицита бюджета в 2009 г., когда объем ОВГЗ на его балансе превысил 30 млрд грн. В условиях нехватки ликвидности в национальной валюте НБУ – единственный источник гривен для выкупа государственных долговых обязательств. Хотя национальный банк не предоставляет займов на покрытие дефицита бюджета, он может либо непосредственно выкупить ОВГЗ, либо выделить рефинансирование под залог этих бумаг, предоставленных банкам или НАК Нафтогаз Украины в ходе программы рекапитализации, причем получатели средств должны будут направить их на указанные государством цели. Оба варианта нашли применение в 2009 г.

В настоящее время использование средств НБУ для покрытия дефицита бюджета (в более широком понимании включающего дефицит НАК Нафтогаз Украины) ограничено лишь одним условием: это требование МВФ о максимальном размере денежной базы, который установлен на уровне 211 млрд грн. на конец 2009 г. Поскольку денежная база Украины не достигает данного уровня, мы полагаем, что НБУ руководствуется еще более жесткими собственными ограничениями.

Рисунок 15. Денежная база: фактический объем и требования МВФ



Источник: НБУ

Соответственно, по нашим оценкам, фактический объем денежной базы по итогам 2009 г. будет на 25-30 млрд грн. (USD3.1-3.8 млрд) меньше целевого уровня, установленного МВФ. В 2010 г., как только Украина вернется к переговорам относительно следующего транша программы стабилизационного кредитования МВФ, ограничение по размеру денежной базы, по всей вероятности, будет повышено, возможно, еще на USD3 млрд, что увеличит потенциал эмиссии национальной валюты для НБУ до USD6-7 млрд в эквиваленте. Более того, по мере выпуска украинской валюты в обращение она частично поступает на валютный рынок и конвертируется в иностранную валюту, что, по сути, приводит к сокращению денежной базы и в очередной раз увеличивает возможности НБУ по использованию печатного станка. Данный процесс ограничивается лишь объемом доступных золотовалютных резервов, а в рамках программы МВФ – требованиями фонда к размеру чистых золотовалютных резервов, который на конец года не должен оказаться меньше USD14.9 млрд. По этой причине НБУ может потратить около USD5 млрд до конца 2009 г. В случае неудачи переговоров с МВФ возможности НБУ по поддержке правительства ограничиваются лишь размерами его валютных резервов.

Источник 2. Возобновление сотрудничества с МВФ

Программа резервного кредитования МВФ стала крупнейшим источником внешнего финансирования для Украины в 2009 г. В этом году страна получила от фонда два транша объемом USD2.8 млрд (в мае) и USD3.4 млрд (в июле). В результате общая сумма средств, выделенных в рамках программы, достигла USD10.5 млрд. МВФ придерживался очень гибкого подхода к сотрудничеству с Украиной в 2009 г. и в ряде случаев закрывал глаза на невыполнение требований и задержки в проведении структурных реформ. Программа для Украины менялась после каждой контрольной процедуры. Первоначально фонд наложил количественные ограничения на минимальный уровень чистых золотовалютных резервов НБУ, а также установил максимальные объемы денежной базы и дефицита бюджета правительства. Первые два условия зависели от НБУ и выполнялись всегда. Камнем преткновения стал дефицит бюджета.

Изначально МВФ потребовал от Украины обеспечения равенства между расходными и доходными статьями бюджета в 2009 г. и эффективного сотрудничества между всеми основными органами власти. Поскольку в начале года эти условия не были выполнены, второй транш был выделен только в мае, а не феврале. Принимая во внимание превзошедший ожидания экономический спад, МВФ согласился на дефицит бюджета в размере 4% ВВП в 2009 г. После проведения следующей контрольной процедуры в июне показатель вырос до 6% ВВП. Кроме того, к общим финансовым потребностям государства был отнесен дефицит бюджета НАК Нафтогаз Украины (целевое значение общего дефицита бюджета увеличилось до 8% ВВП). МВФ потребовал, чтобы государство приняло меры по улучшению финансового положения НАК Нафтогаз Украины. Кабинет министров пообещал повысить тарифы на газ для домохозяйств и коммунальных предприятий, но затем отменил это решение. Для покрытия дефицита бюджета (с учетом потребностей НАК Нафтогаз Украины) в 2009 г. часть второго транша кредита (USD1.5 млрд) и третий транш в полном объеме (USD3.4 млрд) были предоставлены МВФ непосредственно правительству, тогда как первоначально получателем средств фонда был НБУ.

Принятие решения о предоставлении четвертого транша стабилизационного кредита было намечено на середину ноября 2009 г., однако последний визит миссии МВФ в страну прошел безрезультатно. Тем не менее, фонд пока не дал официальный отказ в следующем транше. Принимая во внимание, что до первого тура президентских выборов осталось совсем немного времени, мы практически уверены, что в предстоящие несколько месяцев Украина не получит четвертого транша.

Другой проблемой в процессе сотрудничества МВФ и Украины оказалась неспособность правительства представить в парламент реалистичный проект бюджета на 2010 г. Правительство вновь решило использовать чрезмерно оптимистические прогнозы макроэкономических показателей, в результате чего фактические доходы бюджета в 2010 г. могут оказаться ниже прогнозов, что приведет к более значительному дефициту бюджета, как это произошло в 2009 г. В таких условиях решение об увеличении минимального размера оплаты труда и отмена повышения тарифов на газ подверглись особой критике со стороны МВФ. Более того, украинские власти не выполнили и другие обещания в отношении важных вопросов (например, об увеличении независимости НБУ).

Между тем, правительство Украины по-прежнему добивается согласия МВФ на предоставление в ближайшее время следующего транша стабилизационного или другого кредита на неотложные нужды (USD2 млрд) для финансирования ряда бюджетных и внебюджетных потребностей. В начале декабря Украина направила в МВФ проект письма о намерении, подписанный премьер-министром, и. о. министра финансов и главой НБУ (изначально документ был подписан четырьмя представителями власти, включая президента). По сообщениям СМИ, в письме официальные лица взяли на себя обязательства: 1) внести поправки в законодательство в том, что касается регулирования деятельности руководства НБУ и увеличения независимости центрального банка до конца года; 2) отменить налог на валютно-обменные операции с 2010 г.; 3) принять реалистичный проект бюджета на 2010 г.

Следует отметить, что пересмотренный проект бюджета на 2010 г. так и не был внесен на рассмотрение в Верховную Раду, несмотря на обещание премьер-министра сделать это седьмого декабря. По словам Ю. Тимошенко, в новом проекте бюджета на предстоящий год Министерство финансов снизит доходные статьи на 40 млрд грн., а расходные – на 30 млрд грн., чтобы привести его в большее соответствие с действительностью и сократить дефицит в соответствии с требованиями МВФ. Вместе с тем, мы сомневаемся, что Верховная Рада одобрит законопроект, как, впрочем, и любые другие из обещанных поправок к законодательству. Скорее всего, на этот раз МВФ не удовлетворится обещаниями и, следовательно, вряд ли согласится выделить Украине следующий транш на основе указанного письма. Мы полагаем, что МВФ будет ожидать от украинских властей реальных действий, которые, на наш взгляд, возможны только после президентских выборов.

По нашему мнению, выборы будут проходить в два тура, и их исход будет ясен не раньше конца февраля. Соответственно, сотрудничество Украины и МВФ возобновится в лучшем случае в апреле-мае 2010 г. Между тем, не исключено, что основные политические силы Украины не менее половины предстоящего года будут заняты разделом сфер влияния, и совместная работа с МВФ продолжится только в июне-июле.

Источник 3. Размещение новых еврооблигаций

Мы высоко оцениваем возможности Украины по выходу на внешние рынки капитала в начале 2010 г. С середины 2009 г. финансовые рынки функционируют в нормальном режиме, и, на наш взгляд, долговые обязательства Украины вполне могут заинтересовать инвесторов при разумных ценах: вероятный выпуск еврооблигаций может предполагать уникальное соотношение риска и доходности. Более того, на наш взгляд, успешное размещение суверенных еврооблигаций Украины может способствовать переоценке суверенных и квазисуверенных долговых инструментов.

В 2009 г. эмитенты стран СНГ разместили небольшой объем новых еврооблигаций, поскольку большинство заемщиков (главным образом российские корпорации квазисуверенного кредитного качества) могли использовать другие источники финансирования. В начале 2010 г. объемы еврооблигационных займов, на наш взгляд, будут оставаться низкими. Соответственно, инвесторы, на наш взгляд, не полностью используют лимиты, выделенные на регион, что обусловит благоприятные технические условия для суверенных еврооблигаций Украины в начале года. Поскольку ликвидность вторичного рынка еврооблигаций стран СНГ недостаточно высока, для крупных хедж-фондов, в частности, участие в первичных размещениях станет единственной возможностью приобретения облигаций в существенном объеме.

Выпуск еврооблигаций с погашением через пять-семь лет, по нашему мнению, будет лучше всего отвечать структуре внешнего долга Украины по срокам погашения. Принимая во внимание очевидную необходимость в финансировании дефицита бюджета в начале года, мы полагаем, что при выборе между наиболее благоприятными условиями заимствования и масштабами сделки эмитент предпочтет увеличить объем размещения. Вместе с тем, мы не ожидаем существенного пересмотра ориентиров по доходности после их публикации и оцениваем максимальный объем нового выпуска суверенных еврооблигаций в USD1.5 млрд.

В сложившихся условиях пятилетние суверенные еврооблигации, номинированные в долларах США, могут быть предложены инвесторам с доходностью 12.0%. Тем не менее, Украина, по всей вероятности, начнет размещение долговых обязательств на внешнем рынке в конце первого квартала, когда политическая ситуация в стране, как мы ожидаем, прояснится. Исходя из нашей оценки расстановки политических сил в стране, в конце первого квартала условия размещения могут оказаться более выгодными для Украины, чем сейчас. Соответственно, новый пятилетний заем, на наш взгляд, может заинтересовать инвесторов при доходности 11.0-11.5%. Кроме того, не исключен повторный выход Украины на рынок еврооблигаций во второй половине 2010 г. с целью размещения индикативного выпуска объемом USD0.5-1.0 млрд.

Источник 4. Межгосударственные займы

Мы полагаем, что правительству Украины, возможно, удастся взять кредит на неотложные нужды у России. Подобная возможность уже обсуждалась несколько раз в 2009 г., и хотя сообщения СМИ о статусе переговоров оставались неопределенными, подобный вариант развития событий не теряет своей актуальности. На этот раз Россия не поддерживает в явной форме ни одного из кандидатов на пост президента Украины, и это позволяет ожидать, что Министерство финансов России будет готово предоставить кредит Украине при большинстве вариантов расстановки политических сил по итогам выборов.

Политика

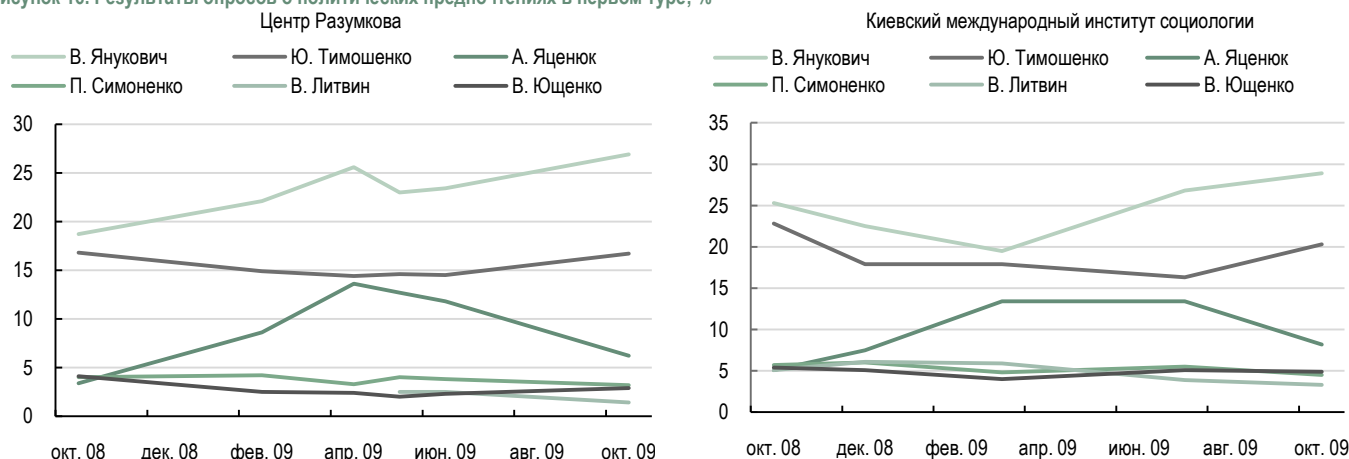
Выборы 2010 г.

Первый тур выборов президента намечен на 17 января 2010 г. Если ни один из кандидатов не наберет 50% голосов и более, два лидера первого тура встретятся во втором, по итогам которого победит набравший наибольшее количество голосов. Если оба кандидата получат равную поддержку избирателей, будут проведены новые выборы. Результаты недавних опросов говорят о традиционно высокой ожидаемой явке избирателей (более 60%). Если потребуется проведение второго тура выборов, он состоится в третье воскресенье после первого тура (седьмого февраля). Окончательные результаты выборов будут озвучены через десять дней после этого (17 февраля), а новый президент официально вступит в должность спустя 30 дней.

Выборы в два тура – наиболее вероятный сценарий

По данным недавних опросов (рис. 16), очередные президентские выборы, по всей вероятности, пройдут в два тура, поскольку ни один из кандидатов не получит поддержку избирателей, достаточную для победы в первом туре. Ясно также, что основная борьба развернется между В. Януковичем и Ю. Тимошенко. Бывший спикер парламента А. Яценюк, ставший довольно популярной политической фигурой в середине года, судя по всему, отчасти утратил поддержку со стороны избирателей в связи с ростом активности кампании Ю. Тимошенко. Как мы отмечали в отчете «Украина: не мытьем, так катаньем» от 17 сентября 2009 г., А. Яценюк является конкурентом в основном для Ю. Тимошенко, тогда как рейтинг В. Януковича остается относительно стабильным. На приведенном ниже рисунке показано изменение предпочтений избирателей в течение года.

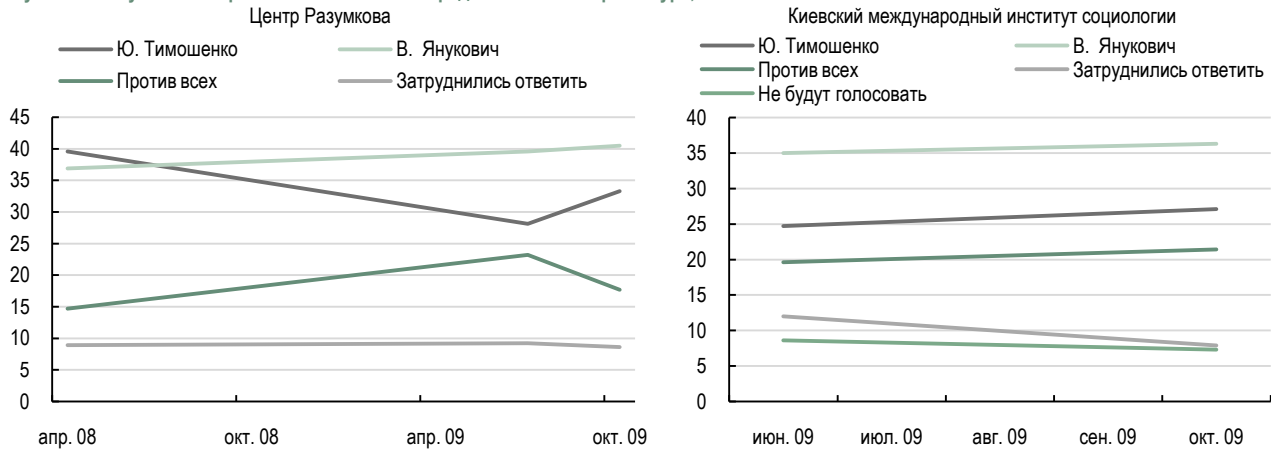
Рисунок 16. Результаты опросов о политических предпочтениях в первом туре, %



Источники: данные социологических исследований

С учетом данных опросов, а также того факта, что до проведения первого тура выборов остается совсем немного времени, можно заключить, что В. Янукович и Ю. Тимошенко являются наиболее вероятными кандидатурами на участие во втором туре. Сейчас результаты всех опросов говорят о том, В. Янукович имеет все шансы на победу над Ю. Тимошенко во втором туре выборов (рис. 17). Однако разница в рейтингах этих двух политических лидеров остается минимальной, тогда как количество людей, в настоящее время либо планирующих проголосовать во втором туре против всех кандидатов, либо не определившихся в своих предпочтениях, довольно велико. Большинство избирателей, которые в первом туре отдадут свои голоса другим кандидатам (например, А. Яценюку), во втором туре, скорее всего, проголосуют в пользу Ю. Тимошенко, а не В. Януковича.

Рисунок 17. Результаты опросов о политических предпочтениях в первом туре, %



Источники: данные социологических исследований

С учетом сказанного выше мы полагаем, что Ю. Тимошенко и В. Янукович имеют практически равные шансы на победу в президентских выборах, а отставание одного кандидата от другого, видимо, окажется минимальным. В связи с этим мы допускаем вероятность того, что итоги выборов могут быть обжалованы в суде.

Согласно действующему законодательству, все спорные вопросы в отношении процесса подсчета голосов должны решаться до объявления результатов выборов. Любой иск в отношении нарушения процедуры выборов на любом отдельно взятом пункте голосования должен быть заявлен в течение двух дней после выборов. Суд должен рассмотреть любые такие иски в течение двух дней с момента их подачи. Напомним, однако, что после президентских выборов в 2004 г. наблюдалась совершенно иная ситуация, когда результаты были оспорены после их оглашения, а затем отменены.

Мы полагаем, что на этот раз окончательный результат выборов вряд ли будет отменен. Основное различие между текущей ситуацией и 2004 г. состоит в том, что тогда всего у одного кандидата была исключительная возможность использовать административный ресурс, а сейчас Ю. Тимошенко и В. Янукович имеют почти равное влияние на местные власти (в зависимости от региона). Оба, по всей видимости, уверены в собственной победе, поэтому мы не ожидаем попыток серьезного нарушения процедуры выборов. Таким образом, существенные ошибки, которые могут привести к отмене результатов выборов, маловероятны. На наш взгляд, попытки оспорить итоги выборов для проигравшего кандидата будут обусловлены необходимостью получить дополнительное время для политического торга с победителем.

Мы ожидаем вступления в должность нового президента Украины 20-30 марта. На наш взгляд любая задержка или отмена выборов маловероятны, поскольку большинство участников политической системы Украины, по-видимому, хотят смены президента и, вероятно, заблокируют любую попытку действующего президента сделать это. Мы также исключаем любое повторение «Оранжевой революции» в 2010 г., поскольку уровень разочарований и нереализованных ожиданий среди населения довольно высок после пяти лет политической нестабильности.

Неопределенность после выборов

Как отмечалось ранее, у Ю. Тимошенко и В. Януковича, судя по всему, примерно равные шансы на победу. В целом, как мы считаем, нет принципиальной разницы в том, кто победит, поскольку между этими двумя кандидатами нет серьезной идеологической конкуренции. Ни у кого из них нет и достаточной поддержки в Раде, поэтому период политической нестабильности во время и после выборов неизбежен, однако срок этой неопределенности может зависеть от того, кто победит.

Избрание нового президента, согласно украинскому законодательству, не приведет к соответствующей смене премьера или кабинета министров. Ю. Тимошенко в случае победы сконцентрирует президентскую власть и контроль в правительстве, но ей по-прежнему будет нужно надежное большинство голосов в Раде.

В случае победы В. Януковича он попытается сменить премьер-министра, для этого ему также потребуется большинство голосов в парламенте. В связи с этим г-ну Януковичу, вероятно, необходимо будет больше времени, чтобы сконцентрировать власть в своих руках, чем Ю. Тимошенко.

Битва за Раду: досрочные парламентские выборы маловероятны

Поскольку контроль над Радой является основной целью для Ю. Тимошенко и В. Януковича (вне зависимости от результата выборов) многие политические комментаторы ожидают, что новый президент, прежде всего, распустит парламент. Мы, однако, считаем такую меру маловероятной, поскольку новые парламентские выборы не внесут серьезных изменений в состав Рады, но потребуют дополнительных расходов от политических блоков и государства. В связи с этим, как мы полагаем, политическим лидерам будет гораздо проще сформировать новую коалицию в действующем парламенте.

В настоящее время коалиция большинства состоит из Блока Юлии Тимошенко, Блока В. Литвина и блока «Наша Украина – Народная самооборона» (НУНС). Между тем, недавние голосования в Верховной Раде свидетельствуют о том, что этой коалиции фактически нет. Блок В. Литвина и НУНС, например, поддержали предложение Партии регионов и Коммунистической партии (формально находящихся в оппозиции друг к другу) о повышении социальных расходов, что обусловило задержку выделения нового транша кредита МВФ Украине.

Мы полагаем, что Блок В. Литвина и НУНС (лидеры которых, скорее всего, потерпят неудачу на предстоящих выборах) после выборов вполне могут присоединиться к Партии регионов (и Коммунистической партии) или возобновить сотрудничество с Ю. Тимошенко в зависимости от результатов переговоров.

Возможные сценарии

1. Президентские выборы выиграет В. Янукович. Г-н Янукович неоднократно пытался сотрудничать с Ю. Тимошенко в своем противостоянии с В. Ющенко в последние годы, но им так и не удалось достигнуть консенсуса. После борьбы во время подготовки к выборам В. Янукович вряд ли захочет оставить премьером Ю. Тимошенко. Недавно В. Янукович заявил, что предложит на должность нового премьер-министра одного из не добившихся успехов на президентских выборах кандидатов, который не будет участвовать во втором туре – в частности, отметив В. Ющенко и А. Яценюка.

- **В. Ющенко в качестве премьер-министра.** В. Янукович может пообещать В. Ющенко пост премьер-министра взамен на поддержку его блока в парламенте. Представителям Блока В. Литвина и А. Яценюку могут достаться другие позиции в кабинете или НБУ. Мы считаем избрание В. Ющенко на должность премьера реалистичным сценарием, поскольку он (ввиду низкого уровня популярности среди избирателей и сравнительно небольшого числа сторонников в парламенте) является относительно слабой политической фигурой.

С учетом того, что В. Янукович и В. Ющенко вместе выступают против Ю. Тимошенко, переговоры между ними, возможно, уже начались; как мы полагаем, они уже могли достичь некоторых предварительных договоренностей (следовательно, им не потребуется много времени для достижения договоренностей после выборов). Мы считаем, что В. Януковичу в таком случае нужен будет примерно месяц для формирования коалиции и назначения нового премьер-министра, что предполагает окончание периода неопределенности в апреле.

- **Ю. Тимошенко в качестве премьер-министра.** Мы полагаем, что основной стратегией Ю. Тимошенко в случае победы В. Януковича будет сохранение большинства голосов в Раде и обеспечение ей премьерского кресла. При таком исходе мы станем свидетелями сложных многосторонних переговоров с участием всех основных политических сил. По нашему мнению, в этих обстоятельствах г-жа Тимошенко сможет сохранить за собой пост премьер-министра, но ей придется отказаться от конституционной реформы, направленной на сокращение полномочий президента. Мы полагаем, что срок реализации этого сценария окажется дольше, чем предыдущего (от одного до тех месяцев), а политическая нестабильность в первой половине 2010 г., вероятно, сохранится.

2. Выборы выиграет Ю. Тимошенко. Если г-жа Тимошенко получит пост президента, она попытается усилить нынешнюю формальную коалицию в Верховной Раде, а также привлечь депутатов от Партии регионов. Она, по-видимому, предложит кого-то из своей партии на должность премьера (возможно, действующего вице-преьера г-на Турчинова). Мы, однако, не исключаем возможного назначения другой – политически нейтральной – фигуры на должность главы правительства, чтобы сохранить контроль над кабинетом. Мы полагаем, что Ю. Тимошенко уже может иметь ряд договоренностей с представителями различных политических сил и на необходимые формальные процедуры г-же Тимошенко потребуется от двух недель до месяца (ей не нужно будет тратить время, отстраняя от должности премьера).

Выводы

Мы не видим особой разницы между Ю. Тимошенко и В. Януковичем применительно к дальнейшему экономическому развитию и прогрессу реформ в стране. Как мы полагаем, инвесторы более позитивно воспринимают возможную победу Ю. Тимошенко, поскольку у нее, по всей видимости, больше шансов консолидировать власть и сделать ситуацию предсказуемой. Победа Ю. Тимошенко, на наш взгляд, может вызвать ралли на украинском рынке еврооблигаций и фондовом рынке сразу после выборов. В случае победы В. Януковича мы ожидаем более длительного периода политической нестабильности после выборов, что потенциально может спровоцировать продажи на рынке бумаг теми инвесторами, которые рассчитывали на быструю стабилизацию политической ситуации после выборов.

Тем не менее, сочетание В. Януковича в качестве президента и В. Ющенко в кресле премьера может способствовать появлению некоторой стабильности и вызвать рост котировок на рынке (в мае-июне следующего года). Мы, однако, сомневаемся, что Ю. Тимошенко при подобном исходе прекратит попытки развала вновь созданной коалиции, а это в результате может вновь привести к политической нестабильности.

Государственный бюджет

Бюджетный процесс: все зависит от росписи

В настоящее время во многих комментариях о налогово-бюджетной ситуации Украины делаются попытки соотнести уровень дефицита, заложенный в закон «О государственном бюджете Украины на 2009 год», и фактические показатели дефицита за десять месяцев и таким образом оценить потребности страны в денежных средствах до конца 2009 г. Мы считаем этот подход ошибочным: в нынешних условиях не имеет смысла учитывать показатели, предусмотренные в законе, поскольку они нерелевантны. Фактические доходы, расходы и дефицит бюджета намного отличаются от запланированных. Теперь главную роль играет бюджетная роспись. Роспись – это документ, в котором утверждается ежемесячное распределение доходов и расходов бюджета, а также источников финансирования дефицита с целью не допустить расходование средств свыше имеющихся ресурсов. В отличие от закона о бюджете, бюджетная роспись не требует одобрения Рады или президента (ее самостоятельно разрабатывает и утверждает Министерство финансов по собственному усмотрению). Роспись является непубличным документом.

Согласно Бюджетному кодексу Украины (Статья 54), если ежемесячный отчет Государственного казначейства об исполнении общего фонда государственного бюджета показывает, что имеет место значительное недополучение доходов, Министерство финансов вводит временные ограничения ассигнований общего фонда госбюджета. Если квартальный отчет показывает, что ситуация не изменилась, Минфин должен представить в Раду проект изменений в закон о государственном бюджете, которые сбалансируют государственные финансы путем сокращения расходов. До принятия соответствующего законопроекта режим временных ограничений остается в силе. Бюджетная роспись отражает лишь этот сокращенный план утверждения денежных ассигнований, и именно поэтому правительство стабильно докладывает об исполнении бюджета на 98-100% (отношение фактических поступлений и расходов к запланированным) – эти цифры относятся к росписи.

Закон «О государственном бюджете Украины на 2009 год» изначально был популистским и далеким от реальности: одним из основных допущений был годовой рост ВВП на 0.4% (фактический показатель за третий квартал составил -15%). Независимо от того, насколько реалистичными будут поправки, представленные правительством, маловероятно, что их утвердят в парламенте. В результате действующая редакция закона о бюджете предполагает явно завышенные доходы, большие расходы и, соответственно, нерелевантные показатели бюджетного дефицита. В нынешней редакции закона уровень доходов и расходов даже выше, чем в первоначальной (251 млрд грн. против 239 млрд грн. в исходной редакции). С другой стороны, показатели бюджетной росписи являются значимыми по двум причинам.

- Во-первых, несмотря на негативные аспекты, связанные с отсутствием подотчетности, позитивно то, что правительство в сущности исходит из того, что есть. Это справедливо как для 2009 г., так и для 2010 г. Ошибочно предполагать, что если закон о бюджете на 2010 г. не будет принят к началу года, ежемесячные расходы будут финансироваться в размере 1/12 от суммы, предусмотренной в законе о бюджете на предыдущий год. Согласно Статье 46 Бюджетного кодекса Украины, это лишь устанавливает верхний предел ежемесячных расходов. Фактические ассигнования по-прежнему будут основаны на бюджетной росписи, и начало года не является значимой датой с этой точки зрения.
- Во-вторых, учитывая ограниченность финансовых ресурсов, правительство определяет приоритетность денежных ассигнований по своему усмотрению. Следует отметить, что процентные платежи по долгу входят в категорию защищенных во всех законодательных актах – как в Бюджетном кодексе, так и в законе «О государственном бюджете Украины на 2009 год».

Судьба «социального пакета»

Повышение социальных расходов, ставшее одной из причин отказа МВФ в предоставлении Украине четвертого транша стабилизационного кредита, служит хорошей иллюстрацией того, что цифры, заложенные в закон о бюджете, больше не имеют значения. Закон, принятый парламентом и подписанный президентом шестого ноября 2009 г., предполагает повышение минимальной заработной платы – на этом показателе основана оплата труда работников бюджетной сферы – до 744 грн. в месяц с первого ноября; ранее планировалось, что минимальная зарплата будет повышена до 669 грн. в месяц с первого декабря. Согласно оценкам, расходы бюджета в рамках этой меры составили бы 8 млрд грн. только в ноябре и декабре. Принятые поправки не содержали информации о том, из каких дополнительных источников доходов поступит финансирование, что усугубляет противоречивость документа. Правительство отказалось исполнять это решение как нарушающее принцип сбалансированности, зафиксированный в Бюджетном кодексе (Статья 7).

В настоящее время вопрос передан на рассмотрение в Конституционный суд. Так или иначе, по нашему мнению, правительство не станет решать данный вопрос до президентских выборов. Дальнейшее будет зависеть от темпов улучшения налогово-бюджетной ситуации, а также от готовности НБУ финансировать дефицит путем денежной эмиссии. На наш взгляд, эти социальные мероприятия не скажутся на краткосрочных финансовых потребностях бюджета (минимум до создания новой коалиции и формирования нового правительства после выборов).

Насколько плоха ситуация с доходами бюджета?

По итогам десяти месяцев 2009 г. доходы бюджета в гривнах были примерно на 10% ниже, чем за тот же период предыдущего года. Налоговые поступления в государственный бюджет уменьшились в годовом сопоставлении на 12%; при этом НДС и налог на прибыль предприятий – основные источники бюджетных доходов – по динамике сильно отстают от подоходного налога (соответственно -21% и -25% против -4% в годовом сопоставлении). Подоходный налог поступает в муниципальные бюджеты, благодаря чему местные бюджеты пострадали меньше, чем центральный бюджет (это один из аргументов, лежащих в основе нашей рекомендации по облигациям Киева). Показатели по основным источникам налоговых поступлений за октябрь демонстрируют лучшую годовую динамику, чем данные за десять месяцев, что свидетельствует о том, что эффект низкой базы уже присутствовал год назад. Это единственная причина улучшения относительных показателей, поскольку сколько-нибудь существенного восстановления в скорректированном объеме налоговых поступлений пока не наблюдается.

Рисунок 18. Динамика доходов бюджета в гривнах в годовом сопоставлении



Источники: Министерство финансов Украины, оценка Ренессанс Капитала

В настоящее время все большая доля доходов приходится на другие источники помимо налогов – в основном это переводы в бюджет прибыли НБУ и оплата услуг государственных служащих (классифицируется как собственные доходы бюджетных предприятий и организаций). Эти поступления по природе своей менее стабильны и предсказуемы, и их объем за октябрь 2009 г. оказался намного меньше, чем годом ранее. Кроме того, следует помнить, что эти статистические данные о бюджете отображаются без сглаживания по мере начисления: денежные средства учитываются по дате фактического поступления.

Таблица 5. Основные источники доходов бюджета, млн грн.

	окт. 2009	сен. 2009	авг. 2009	июл. 2009	июн. 2009	май 2009	апр. 2009	мар. 2009	фев. 2009	январь 2009
Всего доходы бюджета	17 112	13 569	19 492	14 715	12 543	18 146	19 183	19 317	18 537	13 417
Всего налоговые поступления	13 290	8 587	14 672	10 888	8 686	12 646	10 833	14 353	11 643	9 508
НДС (за вычетом возмещения)	8 064	3 042	6 522	6 442	4 856	5 500	7 488	9 655	6 197	6 326
Налог на прибыль предприятий	2 275	2 506	4 866	1 828	1 203	4 468	1 280	2 418	3 469	1 374
Акцизы на товары внутреннего производства	1 732	1 804	1 849	1 419	1 566	1 460	1 173	1 157	659	1 048
Акцизы на импортные товары	351	387	336	331	312	255	232	336	289	190
Таможенные пошлины	610	615	525	548	515	428	475	598	529	352

Источники: Министерство финансов Украины, оценка Ренессанс Капитала

НДС – крупнейший источник поступлений в центральный бюджет – является волатильным как в абсолютном выражении, так и по отношению к ВВП. Всплеск поступлений НДС в марте 2009 г. был во многом связан с тем, что февраль – короткий месяц, а крайний срок уплаты НДС установлен как определенное количество дней после окончания календарного месяца. Наиболее резкие колебания объема поступлений от НДС (как, например, в сентябре) отчасти обусловлены волатильностью возмещения налога экспортерам, поскольку статистика отражает чистые, а не валовые поступления. В течение 2009 г. объем возврата НДС из бюджета колебался в зависимости от наличия ресурсов, но всегда оставался в пределах 2.0-3.5 млрд грн. в месяц; в начале сентября объем соответствующих выплат резко увеличился, поскольку НАК Нафтогаз Украины получила 4.1 млрд грн.

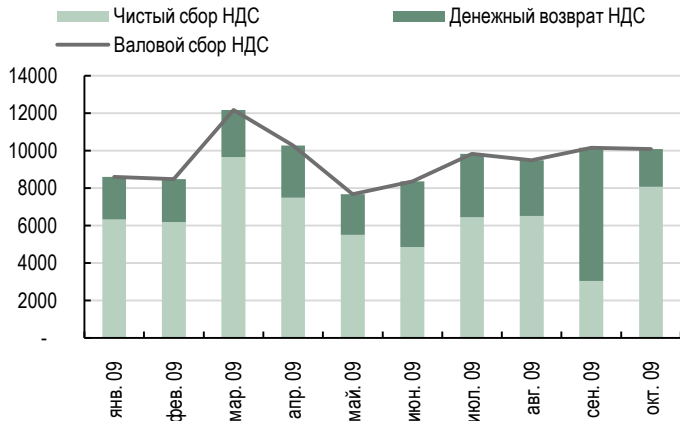
НАК Нафтогаз Украины – не единственный существенный фактор в отношении объема возмещения НДС; компания также является одним из крупнейших плательщиков этого налога: на ее долю пришлось свыше пятой валовых поступлений НДС за девять месяцев 2009 г. (18.2 млрд грн. из 85.0 млрд грн.). Срок перевода платежей по НДС от НАК Нафтогаз Украины сложно оценить, поскольку этот вопрос регулируется многочисленными специальными договоренностями с правительством.

Суммарный объем возмещения НДС в сентябре 2009 г. составил 7.1 млрд грн. На фоне такого оттока можно было ожидать, что в четвертом квартале возврат НДС будет небольшим – не выше 1.0-1.5 млрд грн. в месяц. Однако статистика за октябрь и предварительные данные за ноябрь показывают, что денежное возмещение НДС по-прежнему превышает 2 млрд грн. в месяц. Нам не вполне ясно, связано ли это с тем, что правительство считает такие расходы возможными при имеющихся ресурсах, или же это необходимо, чтобы предотвратить ухудшение налоговой дисциплины крупнейших налогоплательщиков; возможно, здесь играют роль оба соображения.

Увеличение объема НДС к возмещению является довольно удобным механизмом для финансирования бюджетного дефицита, и неудивительно, что правительство Украины стремится его использовать, поскольку из суммы налога, подлежащей уплате со стороны налогоплательщика в какой-либо период времени, сумма возмещения налога из бюджета автоматически не вычитается. Необходимость возврата НДС лишь создает косвенные обязательства для государственного бюджета, поскольку все индивидуальные заявки должны быть проверены и утверждены, что обеспечивает большую свободу действий налоговым органам и увеличивает время до признания соответствующего бюджетного обязательства.

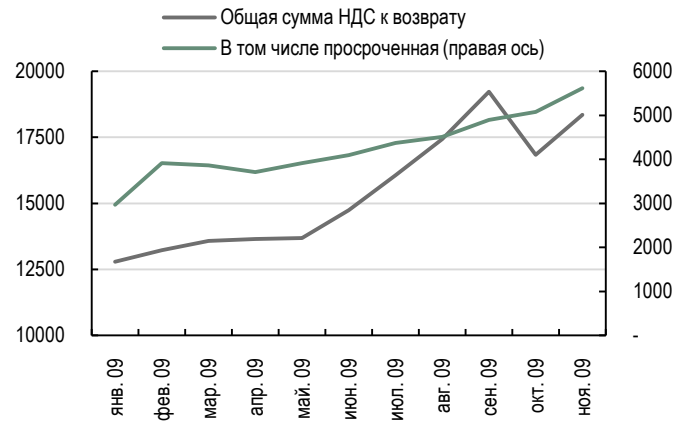
В этом также состоит причина того, что объем просроченных платежей по возмещению НДС из бюджета растет медленнее, чем суммарный объем НДС к возврату. Кроме того, чем больше общая сумма НДС к возмещению, тем выше вероятность расчетов в неденежной форме. Предыдущее обострение проблемы с возмещением НДС было разрешено в 2004 г. путем реструктуризации задолженности в так называемые НДС-облигации (облигации внутреннего государственного займа, которые передавались плательщикам НДС вместо платежа в денежной форме) с погашением через пять лет.

Рисунок 19. Сбор НДС, млн грн.



Источники: Министерство финансов Украины, Государственное казначейство Украины

Рисунок 20. Возврат НДС, млн грн.



Источник: Администрация президента Украины

В отличие от НДС, выплачиваемого каждый месяц, наиболее значительные компоненты налога на прибыль предприятий уплачиваются ежеквартально, до 20 числа второго месяца последующего квартала. Таким образом, масштабный приток средств поступает в феврале, мае, августе и ноябре. Поскольку предприятия сильнее всего пострадали от экономического спада, налог на прибыль является наиболее волатильным, и от его уплаты проще всего уклониться в случае дальнейшего ухудшения налоговой дисциплины.

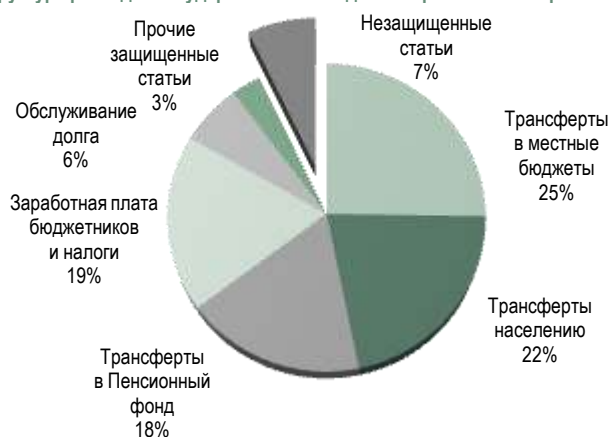
Помимо существенного продления сроков возврата НДС, в качестве еще одного метода мобилизации денежных средств правительство использует авансовые платежи. Жесткая система взимания налогов фактически вынуждает налогоплательщиков заранее расплачиваться по обязательствам будущих периодов; за десять месяцев 2009 г. таким образом было дополнительно привлечено около 2.3 млрд грн. (на первое ноября общий объем налоговых выплат, осуществленных раньше, чем требуется по закону, составлял 11.3 млрд грн.). Насколько мы понимаем, это отражает ужесточение налогового администрирования, в связи с чем налогоплательщики вынуждены уплачивать налоги досрочно. Очевидно, что обложение налогом будущей прибыли или добавленной стоимости приведет к уменьшению поступлений в предстоящие месяцы, однако достоверно оценить этот эффект невозможно.

Возможно ли дополнительно снизить расходы?

За последние месяцы расходы правительства составляли около 20-21 млрд грн. в месяц. За январь-октябрь рост к аналогичному периоду 2008 г. составил примерно 3%. Мы считаем такой показатель исключительно стабильным: несколько раз повышались, а инфляция с начала года составляет 11.3%, это не привело к резкому увеличению бюджетных расходов. По нашему мнению, это объясняется сокращением штата и практически полным замораживанием всех расходов, кроме самых необходимых. Для примера, в октябре 2009 г. суммарная зарплата работников бюджетной сферы была на 2%, чем в сентябре, несмотря на повышение минимальной зарплаты с первого октября на 3.2% к предыдущему месяцу. Первого декабря предполагалось еще раз увеличить уровень минимальной зарплаты.

По итогам десяти месяцев 2009 г. всего 7% ассигнований из общего фонда государственного бюджета пришлось на статьи расходов, не относящихся к категории защищенных – согласно «Закону о государственном бюджете Украины на 2009 год» все фактически финансируемые расходы бюджета теперь относятся к этой категории. В другой классификации капиталовложения за десять месяцев составили менее 4% общих ассигнований против 10% за январь-октябрь 2008 г. Следует отметить, что рекапитализация НАК Нафтогаз Украины и банковской системы не включается в расходную часть отчета об исполнении государственного бюджета; более того, она даже не целиком отражается в разделе о финансировании, в связи с чем в ежемесячных отчетах баланс полностью не сходится.

Рисунок 21. Структура расходов государственного бюджета Украины в октябре 2009 г.



Источник: Министерство финансов Украины

Мы исходим из предположения, что уже сокращено все, что можно было сократить, и расходы в размере 20-21 млрд грн. – это необходимость, и без них бюджетная задолженность начнет расти более существенно, что усугубит недовольство общества.

НАК Нафтогаз Украины: как осуществляются расчеты за газ?

Мы анализировали экономическое состояние НАК Нафтогаз Украины ранее (см. отчет «*Naftogaz – Bail-in more likely than bail-out*» от 20 февраля 2009 г.). Вкратце, проблемы НАК Нафтогаз Украины обусловлены следующими тремя основными факторами.

1. Внутренние регулируемые тарифы на газ установлены на уровне ниже себестоимости, а разница компенсируется из бюджета лишь частично и с запозданием.
2. Сбор платежей неэффективен: по данным на третье декабря, в 2009 г. уровень оплаты по сравнению с начисленными суммами составлял в среднем 82% для домохозяйств и 56% для предприятий теплокоммунэнерго.
3. НАК Нафтогаз Украины фактически приходится финансировать оборотный капитал Газпрома: компания закачивает газ в хранилища в летний период и оплачивает его, не получая от этого в данный период никаких доходов.

Для стороннего наблюдателя оценка финансового положения и ликвидности НАК Нафтогаз Украины – неразрешимая задача, учитывая частоту публикации отчетности и то обстоятельство, что несмотря на призывы МВФ, для оптимизации финансов компании до настоящего времени было сделано немного. Тем не менее, для наших целей нет необходимости рассматривать НАК Нафтогаз Украины как самостоятельную структуру. С практической точки зрения компания является частью государства в широком смысле.

При активном участии правительства есть множество способов пополнить дефицит ликвидности НАК Нафтогаз Украины в гривнах, чтобы дать компании возможность купить валюту у НБУ. За исключением запланированных субсидий, предоставление которых может быть надолго отложено, немногие из этих мер относятся непосредственно к «операционной» части бюджетных расходов, следовательно, незначительно влияют на публикуемые показатели исполнения бюджета. До сих пор проблема решалась путем трансформации кассового разрыва НАК Нафтогаз Украины во внутренний государственный долг или манипуляциями с двусторонней непогашенной задолженностью государства и компании.

Таблица 6. Платежи НАК Нафтогаз Украины за газ

Месяц	Цена, USD за тыс. кубометров	Объем, тыс. кубометров	Сумма за месяц, USD млн	Механизм оплаты (с начала следующего месяца)
Январь	360	0.5	198	НАК Нафтогаз Украины могла использовать привлеченные в декабре 2008 г. у Ощадбанка кредиты (18.3 млрд грн.), оставшиеся после выплаты USD1.5 млрд за ноябрь-декабрь 2008 г.
Февраль	360	1.1	396	
Март	360	1.0	343	
Апрель	271	2.3	625	Около USD200 млн выплачено денежными средствами, USD450 млн зачтено в счет авансового платежа Газпрома за транзит до начала 2010 г.
Май	271	2.4	647	Правительство предоставило компенсацию заниженных регулируемых тарифов в 3.5 млрд грн.
Июнь	271	1.1	300	Нет информации; возможно, из собственных денежных потоков компании.
Июль	198	3.1	605	ОВГЗ в эквиваленте USD600 млн, полученные после государственной рекапитализации, были проданы (переданы в рамках РЕПО?) Ощадбанку.
Август	198	3.3	667	Подлежащий возврату НДС за прошлый период в размере 4.1 млрд грн. возвращен из бюджета НАК Нафтогаз Украины; ОВГЗ на 350 млн грн. проданы (переданы в рамках РЕПО?) Ощадбанку.
Сентябрь	198	2.0	400	ОВГЗ на 550 млн грн. проданы (переданы в рамках РЕПО?) Ощадбанку и Брокбизнесбанку.
Октябрь	208	2.4	500	Минфин продал доллары США (полученные после конвертации SDR300 млн) НБУ за гривны и купил ОВГЗ на 3.2 млрд грн. у НАК Нафтогаз Украины, которая сразу же купила доллары у НБУ.
Ноябрь	208	3.6	700	Видимо, использовалась та же схема, что и месяцем ранее.

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Пока текущий счет страны остается сбалансированным, причиной, по которой ситуация с НАК Нафтогаз Украины каждый месяц оказывается в центре внимания, является способность правительства предоставлять ей гривны (а не доступность иностранной валюты в НБУ). Мы полагаем, что тот же подход может быть использован и в дальнейшем в течение некоторого времени по ряду соображений.

- Во-первых, с точки зрения приоритетности распределения денежных средств отсутствие задолженности за газ имеет огромное значение, особенно в преддверии выборов президента. По нашему мнению, правительство будет использовать все возможные инструменты, включая временную задержку других ассигнований, чтобы обеспечить НАК Нафтогаз Украины достаточный объем ликвидности в национальной валюте.
- Во-вторых, объем закупок газа НАК Нафтогаз Украины в первом квартале обычно самый низкий. В зимний период Украина потребляет наибольшую долю газа, транспортируемого из России через восточную границу, из-за сезонно высокого внутреннего спроса, но это компенсируется увеличением отбора газа из подземных хранилищ, расположенных у западной границы (т. е. из уже оплаченных запасов). В настоящее время ожидается, что в первом квартале 2010 г. закупки газа составят 7 тыс. кубометров – примерно на 30% меньше, чем в четвертом квартале 2009 г. В этот раз, однако, позитивный эффект более низких объемов будет нивелирован негативным эффектом более высокой цены (ожидается USD300-310 за тысячу кубометров против USD208 в четвертом квартале 2009 г.).
- Наконец, как уже было сказано выше, мы ожидаем, что НБУ существенно увеличит объем рефинансирования банковской системы, после того как пройдут выборы и сменится его руководство. Даже без монетизации ОВГЗ НБУ вряд ли будет активно противиться увеличению денежной базы на время, пока правительство предоставляет НАК Нафтогаз Украины необходимую ликвидность для покупки долларов у НБУ – эти покупки валюты полностью компенсируют вышеуказанное увеличение денежной базы.

Внебалансовые статьи: кассовый разрыв Пенсионного фонда

Еще один кассовый разрыв, который правительству приходится финансировать каждый месяц, создает Пенсионный фонд, который формально не включается в государственный бюджет. Пенсионная система Украины является солидарной и финансируется из двух основных источников: 1) взносы работников, которые считаются «собственными поступлениями» Пенсионного фонда; 2) бюджетные трансферты. По итогам десяти месяцев 2009 г. поступления в Пенсионный фонд составили 120.9 млрд грн., из них 81.2 млрд грн. собственных доходов и 39.7 млрд грн. трансфертов. Поступления от взносов работников привязаны непосредственно к уровню зарплаты, тогда как расходная часть предполагает фиксированные выплаты (в противоположность фиксированным взносам). Это объясняет, почему в 2009 г. пенсионная система испытывает недостаток средств. Как и в случае с государственным бюджетом, показатели исполнения плана поступлений Пенсионного фонда представляются высокими (100.4% плана за десять месяцев 2009 г.) только благодаря его значительной корректировке по сравнению с первоначальным планом.

Рисунок 22. Долг Пенсионного фонда перед государственным бюджетом, млн грн.



Источник: Администрация президента Украины

В январе-октябре объем пенсионных выплат составил 136.6 млрд грн., что создало кассовый разрыв в 13.9 млрд грн., или свыше 1.6 млрд грн. только в октябре. Разрыв был профинансирован за счет краткосрочных заимствований у Государственного казначейства – это помимо трансфертов в Пенсионный фонд, отражаемых в операционной статистике правительства. Поскольку Пенсионный фонд не входит в статьи бюджета, он создает дополнительное давление на ликвидность государства, как и НАК Нафтогаз Украины: здесь присутствует кассовый разрыв, который не отображается в показателях исполнения бюджета. Основное отличие Пенсионного фонда от НАК Нафтогаз Украины, однако, состоит в том, что если этот разрыв тем или иным способом будет финансировать НБУ, увеличение денежной базы никак не компенсируется.

Местные администрации, которые также могут привлекать краткосрочные заимствования у Государственного казначейства, потенциально могут оказать аналогичное воздействие на ликвидность государства. Однако местные бюджеты не так серьезно пострадали от сокращения поступлений, и им не разрешается допускать дефицит общего фонда, поэтому они адаптируются быстрее. На местные бюджеты пришлось всего 0.5 млрд грн. дефицита консолидированного бюджета за десять месяцев 2009 г. Это хорошо иллюстрирует низкий объем непогашенных заимствований органов местного управления у Государственного казначейства: на 30 ноября он составлял всего 360 млн грн. Таким образом, мы не учитываем дисбаланс местных бюджетов в нашем анализе.

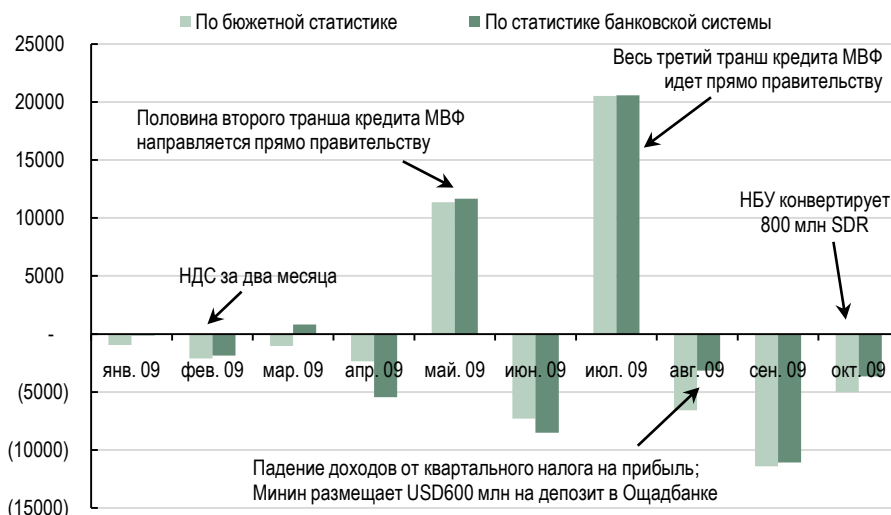
Кассовый разрыв и ликвидность государства в целом

Существует две основные возможности отследить кассовые разрывы государственного бюджета и изменения ликвидности:

- Через отчетность об исполнении бюджетов различных государственных органов (например, остаток денежных средств операционного бюджета после привлечения/погашения долгов и финансирования Пенсионного фонда).
- Через отчетность банковской системы перед НБУ: все бюджетные поступления аккумулируются, а расходы выплачиваются с номинированного в гривнах счета Государственного казначейства в НБУ (так называемый единый казначейский счет). Средства государства в иностранной валюте находятся на счетах в НБУ и в коммерческих банках.

Перекрестная проверка показывает, что, несмотря на многочисленные публикации с противоположными мнениями в местных СМИ, в большинстве случаев данные соответствуют друг другу. На *рис. 23* представлена наша оценка ликвидности государства как по отчетности об исполнении бюджета, так и по отчетности банковской системы. Показатели банковского сектора не вызывают вопросов: они отражают изменения остатка на едином казначейском счете на конец месяца и депозитов правительства в банках помимо НБУ. В этом случае мы принимаем во внимание только депозиты до востребования, поскольку показатели некоторых других операций несколько размыты. Данные об исполнении бюджета отражают изменения единого казначейского счета после дефицита операционного баланса с учетом долгового финансирования (ОВГЗ и внешнего долга) и финансирования кассового разрыва Пенсионного фонда. По причинам, описанным выше, мы не включаем в анализ потоки, связанные с НАК Нафтогаз Украины.

Рисунок 23. Динамика ликвидности правительства по месяцам, млн грн.



Источник: оценка Ренессанс Капитала

В последний раз единый казначейский счет пополнялся из третьего транша кредита МВФ, полученного в июле, и после использования имеющейся ликвидности на различные цели по состоянию на первое ноября сальдо единого казначейского счета было очень небольшим – всего 3.5 млрд грн., это минимальный уровень за весь 2009 г. и, в сущности, за последние пять лет: такой низкий уровень ликвидности последний раз имел место в начале 2003 г. В то же время, это отчасти компенсируют депозиты государства до востребования на сумму около 9.2 млрд грн. (по нашему мнению, источником этих средств может быть только Министерство финансов).

Исходя из банковской отчетности, это отражает депозиты в иностранной валюте в объеме почти USD1.1 млрд, размещенные правительством в Ощадбанке и Укрэксимбанке в августе (USD690 млн и USD490 млн соответственно). Насколько мы понимаем, Министерство финансов намерено использовать эти средства как резерв ликвидности для выплаты долгов в случае необходимости. Депозит в Укрэксимбанке с того времени уменьшился более чем наполовину (на первое ноября он составлял 1.8 млрд грн.), но размер депозита в Ощадбанке остался неизменным. По имеющейся у нас информации, у Ощадбанка нет краткосрочной ликвидности для покрытия этого депозита, а есть лишь позиция в ОБГЗ; таким образом, эта ситуация полностью контролируется НБУ.

Где находятся SDR и сколько их осталось?

Когда Украине было выделено SDR1.3 млрд в рамках третьего транша кредита МВФ (утвержденного седьмого августа 2009), непосредственным получателем этих специальных прав заимствования (или долларов США после конвертации) было правительство, а не НБУ. Относительно того, когда именно SDR поступили в страну, была некоторая неясность, возникшая, как мы понимаем, из-за некорректной интерпретации в СМИ комментариев исполняющего обязанности министра финансов Украины И. И. Уманского. Недопонимание возникло из-за того, что до собственно получения денег необходимо было выполнить формальную и довольно длительную процедуру подачи заявки на использование прав заимствования и конвертировать их в доллары.

До ноября поступление этих средств в бюджет зафиксировано не было. Исходя из предварительной отчетности Государственного казначейства за ноябрь и недавней статьи в газете «Коммерсант-Украина», мы ожидаем, что подробная статистика за ноябрь должна отразить поступление этих денег. Кроме того, данные НБУ о международных резервах однозначно демонстрируют снятие значительного объема средств после получения SDR в ноябре. Таким образом, мы предполагаем, что в начале ноября в бюджет поступило SDR1.3 млрд, что эквивалентно USD2.1 млрд. По всей вероятности, для целей бюджетной отчетности правительство включило SDR в операционную прибыль, а не в источники финансирования. Поэтому объем поступлений в предварительной отчетности Государственного казначейства выглядит завышенным на уровне 31.3 млрд грн.

Вывод: ожидаемые потребности в финансировании

С операционной точки зрения мы исходим из следующего базового сценария краткосрочной динамики бюджетных показателей:

- Поступления от налога на прибыль предприятий, по нашим прогнозам, составят 2.0-2.5 млрд грн. в декабре 2009 г. и январе 2010 г., а в ноябре 2009 г. и феврале 2010 г. – около 5.0-5.5 млрд грн.: в эти месяцы ожидаются большие квартальные выплаты. Поступления от НДС, учитывая сниженный объем возмещения налога до конца 2009 г., как мы полагаем, будут составлять 7.5-8.0 млрд грн. в месяц. Акцизы и импортные пошлины в совокупности должны принести около 2.7 млрд грн в месяц.
- Неналоговые статьи прогнозировать труднее всего из-за существенной волатильности по срокам. Мы используем приблизительную оценку на уровне 3.7 млрд грн. в среднем за три месяца.
- Таким образом, суммарный объем поступлений, по нашим расчетам, составит около 19.5-20.5 млрд грн. в ноябре 2009 г. и феврале 2010 г. (когда ожидаются значительные выплаты налога на прибыль предприятий) и 16.5-17.5 млрд грн. в декабре 2009 г. и январе 2010 г.
- Учитывая полученные в ноябре SDR и несколько более высокий объем возмещения НДС, мы полагаем, что чистый объем поступлений НДС за ноябрь 2009 г. вполне может оказаться на 1.0-1.5 млрд грн. ниже.

- Что касается расходов, мы считаем, что их объем по-прежнему будет составлять 21 млрд грн. в месяц. Пенсионному фонду, вероятно, потребуется 1.5-2.0 млрд грн. в дополнение к отраженным в отчетности расходам в виде заимствований с единого казначейского счета. По причинам, описанным в разделе о государственном долге, а также принимая во внимание наличие депозита в Ощадбанке, мы не считаем, что погашение ОБГЗ создает острую потребность в денежных средствах. Как поясняется выше, мы также не принимаем во внимание потребности НАК Нафтогаз Украины.

Таким образом, по очень приблизительным оценкам, кассовый разрыв государственного бюджета в ближайшем будущем будет составлять около 2.5-3.0 млрд грн. или 5.5-6.0 млрд грн. в зависимости от наличия или отсутствия квартальных поступлений от налога на прибыль предприятий. **В рамках трехмесячного цикла уплаты налога на прибыль предприятий это соответствует кассовому разрыву в размере примерно 5 млрд грн. в месяц, или немногим менее USD2 млрд в квартал.**

Принимая во внимание, что с начала ноября в распоряжение правительства поступило USD2.1 млрд после конвертации SDR, мы полагаем, что это обеспечит потребности до конца января, после чего НБУ будет вынужден начать монетизацию более существенной доли дефицита государственного бюджета. Следует еще раз подчеркнуть, что наши аргументы основаны на допущении, что поскольку монетизация кассового разрыва НАК Нафтогаз Украины не приводит к росту денежной базы, НБУ будет готов рассматривать компанию как особый случай.

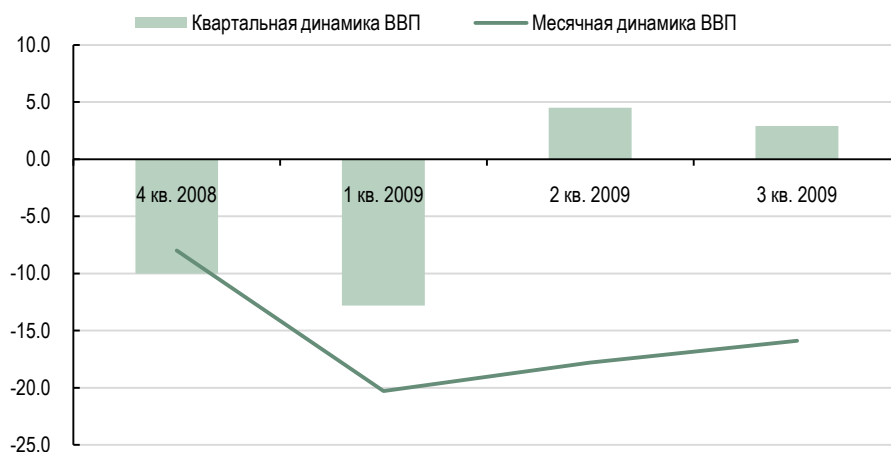
Экономика

Экономика страны восстанавливается, но медленнее, чем ожидалось

Украина оказалась в числе стран, сильнее всего пострадавших от мирового финансового кризиса. Реальный ВВП в четвертом квартале 2008 г. снизился на 8% в годовом сопоставлении (по итогам года рост ВВП составил всего 2.1%), а в первом квартале 2009 г. ВВП упал на 20.3%. Во втором квартале экономический спад замедлился благодаря некоторому восстановлению в металлургическом секторе, ставшему возможным на фоне улучшения конъюнктуры на мировых рынках металлов.

В третьем квартале 2009 г. спад реального ВВП замедлился (до 15.9% в годовом сопоставлении против 17.8% во втором и 20.3% в первом квартале). По нашим расчетам, за девять месяцев года снижение ВВП может составить 17%. Украинская экономика демонстрирует улучшение два квартала подряд, подтверждая обоснованность нашего мнения, что пик рецессии уже пройден. По данным НБУ с корректировкой на сезонность, в квартальном сопоставлении реальный ВВП увеличился на 2.9% в третьем квартале 2009 г. и на 4.5% во втором квартале. Мы, однако, считаем, что к докризисному уровню экономика вряд ли вернется до конца 2012 г. (при условии роста ВВП на 2-5% в год в 2010-2012 гг.).

Рисунок 24. Динамика реального ВВП



Источники: Государственный комитет статистики Украины, НБУ

Основной причиной позитивной динамики ВВП стало скорее восстановление мировых рынков, чем меры, предпринятые правительством страны. Ситуация в банковской системе при этом остается неустойчивой. Банки все еще не выдают кредиты реальному сектору в необходимом объеме и с приемлемыми ставками. Невысокие темпы роста розничной торговли отражают лишь столь же небольшое и нерегулярное месячное увеличение реальной заработной платы во втором и третьем кварталах.

Таким образом, масштаб восстановления украинской экономики во втором квартале оказался менее значительным, чем мы ожидали. Позитивная динамика мировых рынков металлов и полезных ископаемых представляется менее устойчивой, чем прогнозировалось изначально, что обусловило весьма умеренный рост объемов выпуска металлургической продукции и промышленного производства Украины в целом.

Несмотря на стабильный рост промышленного производства в месячном сопоставлении, в годовом исчислении падение за январь-октябрь остается значительным – на 26.4%. Ранее мы прогнозировали, что по итогам 2009 г. спад промышленного производства составит 19%, но учитывая последние данные, не исключено, что он может достигнуть 22-23%.

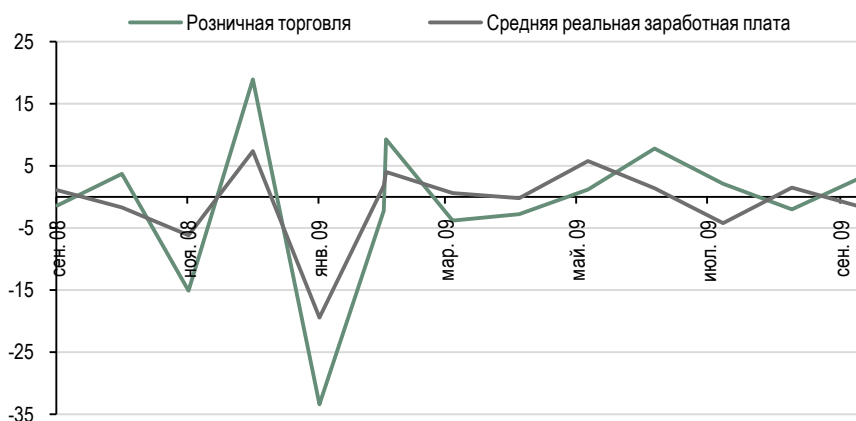
Рисунок 25. Динамика промышленного производства в месячном сопоставлении, %



Источник: Государственный комитет статистики Украины

Оборот розничной торговли в месячном сопоставлении стабильно растет с мая (исключение составил только сентябрь), однако снижение относительно прошлого года остается значительным – на 20.7%. Похоже, население Украины пока не готово тратить сбережения, накопленные вне банковской системы, из-за неопределенности в отношении будущих доходов, а это, в свою очередь, отражает неопределенность в связи с выборами президента в январе.

Рисунок 26. Динамика розничной торговли и реальной заработной платы в месячном сопоставлении, %



Источник: Государственный комитет статистики Украины

Сокращение инвестиций в основные средства остается значительным: примерно на 50% в годовом сопоставлении. Принимая во внимание политическую нестабильность и трудности в переговорах с МВФ, мы считаем, что ситуация вряд ли улучшится в ближайшие несколько месяцев. Мы ожидаем, что в четвертом квартале реальный ВВП продемонстрирует рост благодаря дальнейшему восстановлению экономики (хотя и не очень быстрому) и эффекту низкой базы сравнения. Согласно нашим прогнозам, по итогам года снижение ВВП составит 12-13%.

По нашему мнению, низкая база сравнения в 2009 г. и позитивная динамика мировых рынков должны обусловить возобновление экономического роста Украины в 2010 г. Однако проблемы банковской системы и возможная политическая неопределенность после выборов президента в начале года могут ограничить восстановление инвестиционной активности, оставаясь основными сдерживающими факторами для дальнейшего роста.

В то же время, значительный объем средств, накопленных населением за пределами банковского сектора (около USD55 млрд), может оказать поддержку совокупному спросу при условии общей стабилизации экономической и политической ситуации, что будет стимулировать рост в сфере розничной торговли и платных услуг.

Согласно нашим оценкам, за счет снижения внутреннего спроса и жесткой денежно-кредитной политики инфляция по итогам 2009 г. составит 13-14%. НБУ и правительство недавно объявили, что в 2010 г. инфляция может снизиться до 10%. Между тем, в 2010 г. росту ИПЦ, на наш взгляд, могут способствовать следующие факторы: 1) необходимость повышения цен на газ для населения и коммунальных предприятий; 2) возможная волатильность курса гривны в первом полугодии из-за смягчения денежно-кредитной политики; 3) инфляционные ожидания бизнеса (согласно сентябрьскому исследованию НБУ, в предстоящие 12 месяцев украинские компании прогнозируют рост цен на 17.5%). Таким образом, мы полагаем, что ИПЦ останется практически на том же уровне и на конец 2010 г. составит 13%.

Таблица 15. Прогноз основных макроэкономических индикаторов

	2007	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Реальный рост ВВП	7.6	2.1	-12.0	2.1	5.2	5.5	5.6	5.6
Промышленное производство	10.2	-3.1	-23.0	3.6	6.8	6.6	6.5	6.4
Инвестиции в основные средства	23.9	4.4	-45.0	4.8	5.7	7.9	9.1	10.4
Розничная торговля	28.9	18.6	-19.0	1.5	3.5	6.0	5.0	4.0
Реальные располагаемые доходы	14.8	9.6	-10.0	3.5	3.8	4.8	4.0	3.8
ИПЦ на конец года	16.6	22.3	15.0	13.0	11.3	9.2	7.5	6.1

Источники: Государственный комитет статистики Украины, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета, с целью предоставления информации общего характера об эмитенте или эмитентах (собирательно «Эмитент»), ценных бумагах и рынках, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что в отношении Эмитента, ценных бумаг и рынков настоящий отчет был подготовлен независимо от Эмитента и все суждения, изложенные в настоящем отчете, точно отражают его или ее личные взгляды касательно Эмитента и всех без исключения указанных ценных бумаг и рынков. С целями сбора, анализа и синтеза рыночной информации каждый аналитик и/или лица, связанные с каким-либо аналитиком, могли находиться во взаимодействии с сотрудниками Управления по торговле акциями и Управления по работе с клиентами. В случае если дата отчета отличается от сегодняшней, мнения и содержание могут не отражать актуальные суждения аналитиков.

Каждый аналитик также подтверждает, что никакая часть полученного им или ею вознаграждения не была и не будет связана прямо или косвенно с определенными рекомендациями, прогнозами, расчетами, мнениями или суждениями, изложенными в настоящем отчете. Вознаграждение аналитиков определяется на основании деятельности и услуг, направленных на получение выгоды инвесторами, которые являются клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited и всех дочерних и зависимых компаний («Ренессанс Капитал»). Как и все сотрудники Ренессанс Капитала, аналитики получают вознаграждение в зависимости от доходности деятельности Ренессанс Капитала, которая включает выручку прочим.

Ренессанс Капитал

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Пресненская набережная, 10

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш

+ 7 (495) 258 7916

RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский

+ 7 (495) 258 7904

ABurgansky@rencap.com

Начальник отдела макроэкономики и анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

RNash@rencap.com

Томас Манди

Ованес Оганисян

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

DNangle@rencap.com

Милена Иванова-Вентурини

Армен Гаспарян

Медиа и ИТ, сектор недвижимости + 7 (495) 258 4350

Дэвид Фергусон

DFerguson@rencap.com

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

REdwards@rencap.com

Борис Красноженов

Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

ABurgansky@rencap.com

Ирина Елиневская

Ильдар Давлетшин

Татьяна Калачева

Потребительский сектор и сельское хозяйство + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

NZagvozdina@rencap.com

Ульяна Ленвальская

Телекоммуникации и транспорт + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

AKazbegi@rencap.com

Иван Ким

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

MAlexeenkova@rencap.com

Электрэнергетика + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг

DWeaving@rencap.com

Владимир Скляр

Макроэкономика и рынок долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

AMoiseev@rencap.com

Николай Подгузов

Петр Гришин

Максим Раскоснов

Андрей Марков

Анастасия Головач

Антон Никитин

Илья Жила

Рынок Средней Азии + 7 (727) 244 1544

Милена Иванова-Вентурини

Tatyana Kalacheva

Рынок Украины + 38 (044) 492 7383

Анастасия Головач

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 258 7785

Александра Волдман

AWaldman@rencap.com

Патриция Сомервиль

Мичико Фокс

Марк Портер

Иван Алешин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7770 x4001

Екатерина Малахова

EMalakhova@rencap.com

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Екатерина Лизунова

© 2010 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.