

## ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ УКРАИНЫ (июль 2012 г.)

### Первое полугодие 2012: итоги и тренды

**Итоги кратко:** Эскалация долгового кризиса Еврозоны, рецессия основных европейских и замедление развивающихся экономик (Китай, Япония и пр.) в сочетании с фактической закрытостью внешних рынков капитала на фоне пиковых выплат по внешним долгам и отсутствии альтернативных рынков сбыта для украинской продукции, - это те реалии, с которыми пришлось столкнуться Украине в первом полугодии 2012 года. Возобновление сотрудничества с МВФ и получение скидки на стоимость российского газа - два ключевых момента, которые помогли бы снизить давление на украинскую экономику и внешние счета - так и остались нерешенными, позволив Украине рассчитывать исключительно на собственные силы в первые шесть месяцев года.

В то же время, приближение парламентских выборов и стремительно падающие рейтинги правящей партии стали еще одним испытанием для страны, автоматически переместив ряд важных экономических вопросов в политическую плоскость, таким образом, существенно сузив возможности правительства для внедрения непопулярных, но необходимых экономических мер (таких, например, как поднятие тарифов на газ для населения и/или ослабление курса национальной валюты).

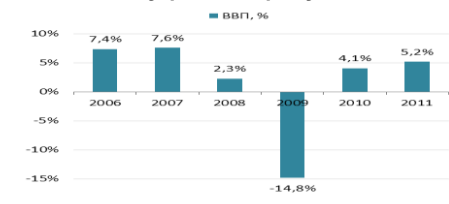
Тем не менее, учитывая имеющиеся реалии, по нашему мнению, первое полугодие этого года Украина прошла более чем достойно, продемонстрировав хоть и незначительный, но рост экономики (мы ожидаем на уровне 2% г/г), полную и своевременную выплату по внешним и внутренним долгам, относительную курсовую стабильность, успешное проведение чемпионата Европы по футболу и слаженную работу основных ветвей власти.

Однако, учитывая отсутствие видимых улучшений хотя бы по одному из вышеперечисленных внешних факторов и, наоборот, присутствие все более и более смелых прогнозов мировых аналитиков относительно возможного усугубления долгового кризиса еврозоны во втором полугодии этого года, следующие шесть месяцев обещают быть не менее сложными и напряженными для Украины.

### Основные тренды и перспективы:

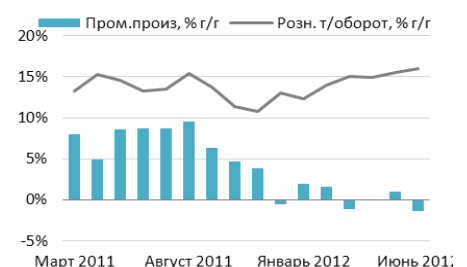
- **Рост украинской экономики в первом полугодии 2012 года по нашим оценкам составил около 2% г/г.** Внутреннее потребление выступило основным драйвером экономики. Мы не исключаем замедления роста экономики во втором полугодии в результате падения экспорта и слабого урожая.
- **Рост промышленного производства составил всего 0.4% г/г.** Экспортно-ориентированные сектора – лидеры падения. Учитывая данные за первое полугодие, рост промышленности в текущем году, скорее всего, не превысит 1.0-2.0% г/г.
- **Инфляция с начала года составила 0.1% г/г.** Падение потребительских цен на продукты питания – основные причины слабого роста. В случае отказа правительства от повышения тарифов ЖКХ во втором полугодии, инфляция в 2012 году, по нашему мнению, не превысит 5.5% дек/дек.
- **Розничная торговля - наиболее сильно растущий сектор украинской экономики в первом полугодии.** Низкая инфляция/дефляция и двузначный рост номинальных заработных плат и социальных выплат – основные драйверы роста розницы. Мы ожидаем сохранения высоких темпов ее роста на протяжении всего 2012 года.
- **Рыночный курс гривны за первое полугодие снизился на 1%, золотовалютные резервы потеряли 7.8%.** Мы ожидаем ослабления курса гривны в пределах 5% до конца года.
- **Украина успешно прошла пик выплат по внешнему долгу в этом году.** Рост государственного долга в первом полугодии составил незначительные 1.4% г/г. Мы ожидаем государственный долг на уровне 34% ВВП к концу 2012 года, на 2 п.п. ниже по сравнению с прошлым годом.

Валовый внутренний продукт, % г/г



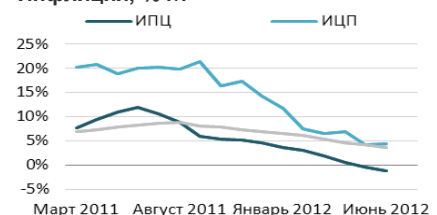
Источник: Госкомстат, «Кредит-Рейтинг»

Промышленность и розничный т/об.



Источник: Госкомстат, «Кредит-Рейтинг»

Инфляция, % г/г



Источник: Госкомстат, «Кредит-Рейтинг»

**Июль 2012: основные тренды месяца**

- Промышленное производство возобновило падение в июне (-1.4% г/г), рост первого полугодия ухудшился до 0.4% г/г. Металлургия и машиностроение – лидеры падения
- Строительство и транспортный сектор стагнируют. Розничный товарооборот продолжает радовать ростом (+16% г/г в июне)
- Дефляционные процессы сохраняются (-1.2% г/г в июне). Снижение цен на продовольственную группу товаров – основная причина
- Спрос на валюту продолжает превышать предложение в июле. Национальный банк активно расходует золотовалютные резервы на поддержку гривны (-4.7% м/м в июне). Ослабление курса гривны к концу года практически не вызывает сомнений
- Украина успешно разместила еврооблигации на 2.0 млрд. дол. США в июле. Fitch подтвердило суверенный рейтинг Украины на уровне В, прогноз «стабильный»
- Первичный рынок госдолга демонстрирует слабую активность в июле. Правительство планирует сократить внутренние заимствования в третьем квартале этого года.

**Промышленное производство возобновило падение в июне (-1.4% г/г). Падение строительства и транспортного сектора также усугубляется. Розничный товарооборот по-прежнему остается основным позитивом этого года (+16.0% г/г в июне).**

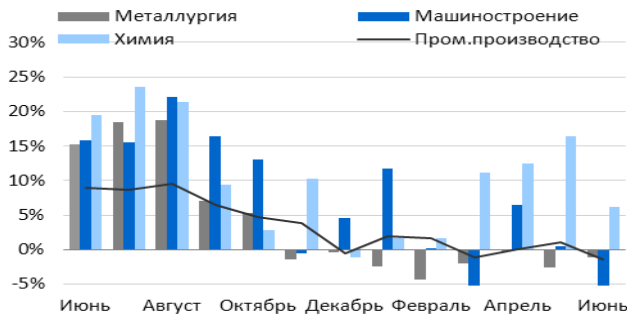
Промышленное производство в июне снизилось как в месячном, так и годовом выражении, потеряв 1.4% г/г и 2.5% по сравнению с маем. Негативную динамику продемонстрировали практически все ключевые отрасли промышленности за исключением химического и нефтехимического (+6.2% г/г), добывающего (+3.1% г/г) и пищевого (+3.0% г/г) секторов. Также, негативом июня стало падение производства машиностроительного сектора на рекордные в этом году 8.9% г/г, а рост сектора за первые шесть месяцев замедлился до 0.3% г/г против 22.6% за аналогичный период прошлого года. Металлургическая отрасль снова продемонстрировала негативную динамику (уже восьмой месяц подряд), потеряв 0.8% г/г в июне и 1.5% г/г в первом полугодии этого года (рост первого полугодия 2011 - 10.7%).

Июньские данные и в целом показатели первого полугодия текущего года являются очень тревожными и говорят о практически полной остановке реального сектора. Рост промышленности в июне был достигнут благодаря временным/ситуативным факторам, таким как ранний сбор урожая для пищевой промышленности и рост экспорта электроэнергии в Польшу, Венгрию и Румынию (+74,5% в первом полугодии 2012 года) для энергетического сектора. Химическая и нефтехимическая промышленность, которая показывала одни из наиболее высоких показателей роста в прошлом году (+18.6% г/г за 6М11) также демонстрирует тенденцию к ухудшению в результате как ослабленного внешнего спроса (для украинских удобрений), так и низких импортных пошлин на нефтепродукты (для нефтехимиков). Если рост химического и нефтехимического сектора, скорее всего, сохранится на протяжении всего текущего года, то риск сокращения пищевой промышленности во втором полугодии достаточно высок из-за худшего урожая и высокой базы сравнения (ожидается сокращение урожая зерновых на 20.0% г/г). Что касается ключевых отраслей украинской промышленности – металлургии и машиностроения, то текущая ситуация на внешних рынках и не обнадеживающие прогнозы относительно роста мировой экономики на 2012 г. дают основания ожидать дальнейшего сокращения производства и во втором полугодии этого года. Учитывая данные по промышленному производству за первое полугодие, мы ожидаем годовой рост промышленности на уровне 1.0-2.0 % г/г (против ранее прогнозируемых 2.0-3.0% г/г).

Ситуация в прочих секторах экономики в июне также не добавляет оптимизма. Так, падение объемов перевозок транспортных предприятий, которые практически полностью привязаны к промышленности, в январе-июне усугубилось до -4,2% г/г против -3,8% за первые пять месяцев года, являясь следствием сокращения промышленности в июне. Объемы выполненных строительных работ также продолжали снижаться: -1.9% г/г в 6М12 после +0.3% г/г за первые пять месяцев года. Учитывая слабое кредитование корпоративного сектора банками (+2.0% г/г за 6М12) и завершение подготовительных работ к чемпионату Евро-2012 по футболу, львиная доля которых финансировалась за счет бюджетных средств, плацдарм для роста этого сектора в текущем году, по нашему мнению, также отсутствует. Негативный эффект для статистики также имеет высокая база сравнения прошлого года, особенно второго полугодия – наиболее бурного периода роста строительства в Украине начиная с 2007 года.

В тоже время розничный товарооборот, как и прежде, продолжает оставаться единственным лучиком на фоне общей экономической слабости, демонстрируя солидный рост 16.0% г/г за 6М12 против 15.5% за 5М12, в том числе и благодаря положительному эффекту от проведения чемпионата Евро-2012. Как и прежде, мы ожидаем сохранения роста этого сектора и во втором полугодии в результате рекордно низкой инфляции/дефляции и роста номинальных заработных плат и высоких социальных выплат.

Промышленное производство Украины, % г/г



Источник: Госкомстат, «Кредит-Рейтинг»

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



Источник: Bloomberg, «Кредит-Рейтинг»

**В июне снова зафиксирована дефляция из-за избыточного предложения продуктов питания. Плохой урожай этого года может способствовать росту цен в четвертом квартале этого года.**

В июне потребительские цены продолжали снижаться как в годовом выражении, так и по сравнению с маем (-1,2% и -0,3% соответственно). Переизбыток предложения продуктов питания был основной причиной дефляции, будучи наиболее весомым компонентом в потребительском наборе. Так, стоимость продуктов в июне по сравнению с прошлым годом сократилась на 6,4%, а по сравнению с маем на 0,7%. Вторым фактором, способствующим усугублению дефляции в июне, стало падение цен на топливо на 2,5% м/м, впервые с января месяца текущего года. Что касается остальных компонентов, то они показали практически нулевой рост цен в июне.

Сохранение дефляции в июле-августе в настоящий момент практически не вызывает сомнений, поскольку является сезонным явлением и наблюдается практически каждый год. По нашему мнению, ускорение роста цен возможно с сентября, при условии увеличения экспорта продукции продовольственной группы. Слабый урожай этого года (по предварительным данным Министерства аграрной политики объемы собранных зерновых составят около 45 млн. тонн или 80% прошлогоднего уровня) может также способствовать росту цен, но при условии увеличения объемов экспорта из Украины, учитывая высокие переходящие остатки с прошлого года. Так, несмотря на рекордный урожай зерновых прошлого года, объемы экспорта из Украины оказались гораздо ниже ожидаемого уровня (по данным Министерства аграрной политики экспорт составил 20 млн. тонн против ожидаемых 22-25 млн. тонн). Это привело к росту внутренних запасов, которые по разным оценкам составляют около 10-12 млн. тонн на 1 июля 2012 года (конец 2011/2012 маркетингового года), против ежегодных 6-7 млн. тонн. Учитывая ожидаемые 44-45 млн. тонн зерновых нового урожая и среднее годовое внутреннее потребление зерна Украиной (продовольственное и на животноводство) около 26-27 млн. тонн, в 2012/2013 маркетинговом году Украина могла бы экспортировать около 23-26 млн. тонн зерна. Основной вопрос – это возможности внутренних мощностей и наличие государственной поддержки.

Вторым фактором, который может способствовать росту индекса потребительских цен является повышение тарифов на газ для населения, которое, по нашему мнению, с большой долей вероятности может произойти в четвертом квартале этого года, после окончания парламентских выборов. В случае отказа правительства от повышения услуг ЖКХ в это году, потребительская инфляция в 2012 году, по нашим оценкам, составит 4,5-5,5% дек/дек.

**Валютный рынок сохраняет волатильность в июле. Национальный банк продолжает поддерживать гривну, но все больше говорит о девальвации.**

Валютный рынок в июле сохранял волатильность, а спрос на валюту продолжал превышать предложение. Котировки гривна/доллар колебались в диапазоне 8.075-8.010 грн/дол. Национальный и государственные банки активно присутствовали на рынке с продажей валюты, однако курс интервенций НБУ впервые повысился до 8.05 грн./дол. против 8.02 грн./дол. – уровня предыдущих месяцев. Кредитный рынок был также беспокойным, остатки корсчетов колебались на уровне 16.0-18.0 млрд. грн., в некоторые дни повышаясь до 20.0 млрд. грн, но потом снова перетекая в валюту. Ставки денежного рынка по ресурсу овернайт «прыгали» в диапазоне от 10% до 30%.

Высокая волатильность валютного рынка в мае-июле и активная поддержка гривны регулятором сказались на уровне золотовалютных резервов, которые в июне упали на 1.44 млрд. дол. США или 4,7% м/м. Практически половина потраченных резервов пошла на интервенции (0,7 млрд. дол. США), вторая часть ушла на погашение внешних долгов (1,0 млрд. дол. США – часть кредита ВТБ, 0,5 млрд. дол. США – еврооблигации, которые были лишь рефинансированы новыми валютными заимствованиями на локальном рынке). Также негативную динамику продемонстрировал и наличный рынок валюты. Согласно

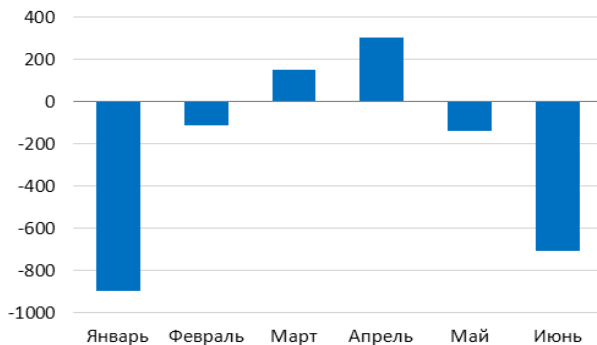
данным Национального банка, нетто покупка валюты населением в июне (продажа минус покупка) увеличилась до 720.0 млн. дол. США, на треть больше по сравнению с маем и является самым высоким объемом за последние пять месяцев. Наиболее удручающим является то, что сокращение объемов продажи валюты населением в июне (-20% м/м) наблюдалось в месяц проведения чемпионата Евро-2012 и период отпускного сезона, который исторически характеризуется увеличением предложения со стороны населения. Это, по нашему мнению, говорит о росте девальвационных ожиданий среди населения, которые, скорее всего, будут усиливаться по мере приближения парламентских выборов.

Таким образом, следующие месяцы обещают быть не менее сложными для валютного рынка и Национального банка, учитывая отсутствие видимых перспектив для роста экспортных поступлений и наличие высокого спекулятивного спроса на доллар в ожидании девальвации гривны. Согласно подсчетам МВФ, для поддержки курса гривны на уровне 8.0 грн./дол. до конца года, Национальному банку придется потратить еще 5.0 млрд. дол. США из резервов.

В тоже время, успешные усилия Правительства и Национального банка по привлечению дополнительных валютных поступлений в стану в виде 2.0 млрд. дол. США от продажи еврооблигаций, 3.0 млрд. дол. США – кредит Народного банка Китая для агросектора (планируется до конца года) и 2.0 млрд. дол. США – кредит Нефтегазу от российского Газпромбанка и имеющиеся 29.0 млрд. дол. США резервов, дают основания утверждать, что Украина имеет достаточные ресурсы для поддержания курсовой стабильности до конца этого года. Более того, эффективная работа Национального банка по обеспечению курсовой стабильности как рыночными, так и административными методами, продемонстрированная на протяжении последнего года, является еще одним аргументом в пользу этого утверждения. Однако, учитывая пессимистические прогнозы относительно перспектив мировой экономики и возросший риск того, что кризис Еврозоны может затянуться до конца 2013 года и далее, удержание курса на текущем уровне является все более дорогим и бесперспективным для Правительства/Национального банка.

Недавнее повышение Национальным банком курса интервенций (с 8.02 до 8.05 грн./дол.) и участвовавшие на протяжении последних шести недель заявления представителей разных ветвей власти (в частности, Президента Украины, министра экономического развития и торговли и главы Национального банка) о необходимости повышения гибкости обменного курса, по нашему мнению, являются четкими сигналами о том, что Национальный банк готов к плавному ослаблению курса гривны уже в этом году. Мы ожидаем амплитуду девальвации в пределах до 5% (8.40-8.50 грн./дол.) в текущем году.

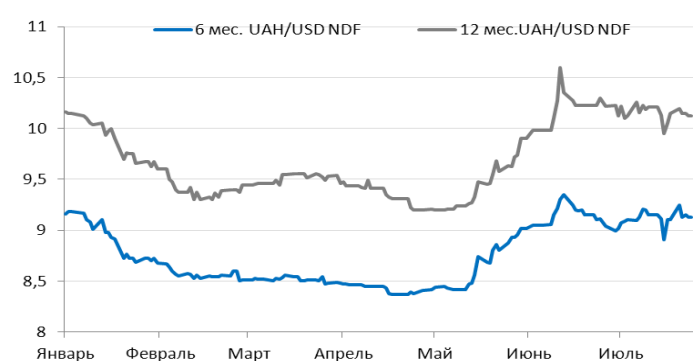
Чистые интервенции НБУ, млн. грн.\*



\*негативное значение – чистая продажа валюты Национальным банком

Источник: НБУ, «Кредит-Рейтинг»

Динамика стоимости UAH/USD NDF\*



\*NDF - беспоставочные форварды; отражают ожидания инвесторов относительно стоимости гривны

Источник: Bloomberg, «Кредит-Рейтинг»

**Правительство успешно разместило еврооблигации на 2.0 млрд. дол. США под 9.25% годовых, таким образом, сняв необходимость выхода на внешние рынки капитала до конца этого года.**

Несмотря на все сомнения относительно возможности Украины выйти на внешние рынки капитала в этом году, в июле Правительство успешно разместило еврооблигации на 2.0 млрд. дол. США под ставку 9.25% с погашением через пять лет (июль 2017 года). Согласно данным Национального банка книга заказов составила около 7.0 млрд. дол. США, т.е. в 3.5 раза больше размещенного объема, что является приятным сюрпризом на фоне слабости внешних рынков капитала. Следует отметить, что ставка размещения оказалась также достаточно неплохой, при условии, что украинский долг сейчас торгуется на уровне 10%.

Размещение еврооблигаций является очень положительным моментом для Украины. Во-первых, это позитивно повлияет на платежный баланс и валютный рынок, пополнит золотовалютные резервы и практически полностью «перекроет» отток валюты по выплатам второго полугодия (около 1.9 – 2,1 млрд. дол. США). Также размещение государственного долга может оказаться определенным «зеленым светом»

для компаний корпоративного сектора, которые планировали выйти с размещениями своих бумаг на внешние площадки.

Таким образом, после июльского размещения евробондов, Украина выполнила 90% плана по государственным привлечением на третий квартал этого года и 50% плана по внешним заимствованиям на этот год. Учитывая достаточно активные валютные привлечения с локального рынка и умеренные платежи по внешним долгам во втором полугодии, Украина фактически сняла необходимость в выходе на внешние рынки капитала до конца текущего года.

### Первичный рынок ОВГЗ демонстрирует слабую активность в июле из-за проблем с гривневой ликвидностью и высоких девальвационных ожиданий

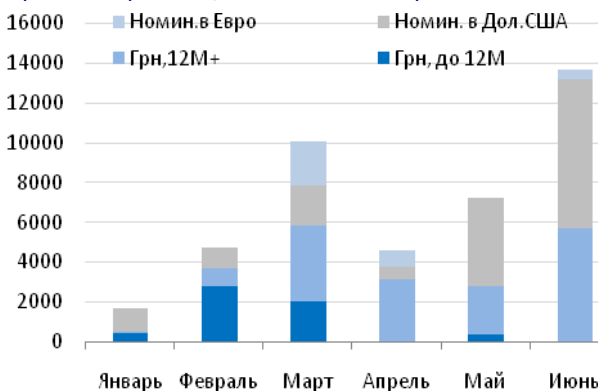
Активность первичного рынка ОВГЗ в июле, как мы и ожидали, была низкой. По состоянию на 25 июля, Министерство финансов привлекло всего 777.7 млн. грн. в т.ч. 177.7 млн. грн. (22.2 млн. дол. США) в облигациях, номинированных в долларах и 600.0 млн. грн. – в индексированных ОВГЗ. Ставки размещения были на уровнях предыдущего месяца – 9.30-9.45%. Следующий первичный аукцион запланирован на 31 июля, на котором Министерство финансов будет предлагать три серии гривневых бумаг и, по нашему мнению, не вызовет интереса рынка. Низкая активность первичного рынка объясняется в первую очередь проблемами с ликвидностью в банковской системе и наличием существенного спреда между доходностями первичного и вторичного рынков (350-500 б.п.). Против первичного рынка также играют доминирующие девальвационные ожидания, которые делают инвестиции в гривневые бумаги еще менее интересными. В то же время, отсутствие крупных погашений по внутренним долгам в июле-августе, позволяет Министерству финансов мириться с низким рыночным спросом, не подключая государственные банки.

На фоне низкого интереса рынка к государственному долгу, Министерство финансов в свою очередь понизило планы по новым заимствованиям на третий квартал этого года. Так, согласно Плану по управлению государственным долгом, опубликованному Минфином, плановый объем государственных заимствований на третий квартал установлен на уровне 18 млрд. грн. Структура заимствований планируется следующая: долгосрочные и среднесрочные долговые инструменты будут иметь равные доли (по 8.0 млрд. грн. или по 44% каждый). Краткосрочные бумаги составят 2.0 млрд. грн. или 11.2% запланированного объема.

Учитывая обнародованные планы, по состоянию на конец июля Украина уже выполнила 90% запланированного объема, разместив 2.0 млрд. дол. США (около 16.0 млрд. грн.) в виде еврооблигаций. Оставшиеся 2.0 млрд. грн, скорее всего, будут проданы на локальном рынке в виде «долларовых» или индексированных ОВГЗ.

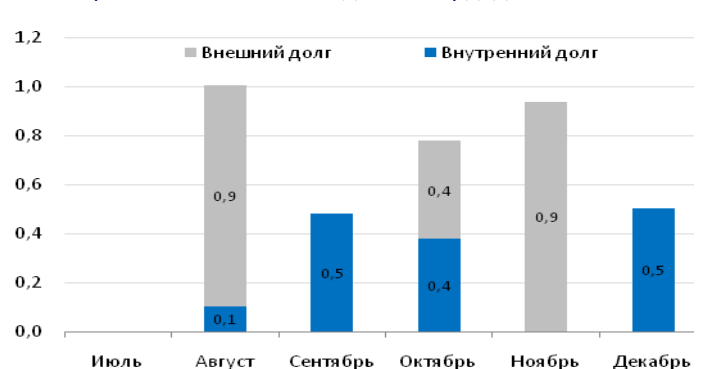
Как и ранее, мы не ожидаем возникновения каких-либо проблем с обслуживанием государственного долга в этом году.

Первичные размещения ОВГЗ, млн. грн.



Источник: Министерство финансов Украины, «Кредит-Рейтинг»

Запланированные погашения долга, млрд. дол. США\*\*



\*\*Включая выплаты НБУ по кредиту МВФ

Источник: Министерство финансов Украины, МВФ, НБУ

**Справка:** Рейтинговое агентство «Кредит-Рейтинг» работает на украинском рынке с 2001 года и специализируется на присвоении кредитных рейтингов по Национальной рейтинговой шкале. С начала своей деятельности на украинском рынке агентство присвоило 1149 рейтингов, в том числе 864 украинским компаниям, 214 финансовым учреждениям и 71 городу и их долговым инструментам, а также 1 рейтинг корпоративного управления, 92 рейтинга надежности депозитов и 12 рейтингов надежности страховых компаний. По состоянию на 01.08.2012 г. агентство «Кредит-Рейтинг» поддерживает в постоянном мониторинге 385 кредитных рейтингов: 238 в корпоративном, 101 в финансовом и 46 в муниципальном секторах.

**Обзор подготовили:**

**С. Рекрут,** макроэкономика

**А. Черноротов,** корпоративные рейтинги

**Г. Винник,** рейтинги финансовых учреждений

**О. Пугачева,** муниципальные рейтинги

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

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

© 2012 ООО «Кредит-Рейтинг». Все права защищены.