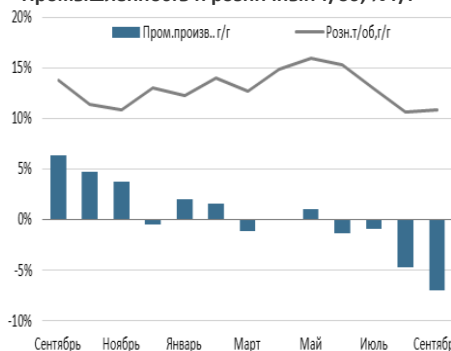


Основные макропоказатели, 2010-2012П

	2010	2011	2012П
ВВП			
млрд. грн.	1083.0	1317.0	1400.0
% г/г	4.1	5.2	0.5
Пром.производство			
% г/г	11.2	7.6	-1.5
Инфляция			
% дек/дек	9.1	4.6	2.8
Текущий счет			
млрд. дол. США	(3.0)	(10.2)	(10.6)
% ВВП	(2.2)	(6.2)	(6.0)
Финансовый счет			
млрд. дол. США	8.1	6.5	5.8
% ВВП	6.0	3.9	3.3
ПИИ net			
млрд. дол. США	5.8	7.0	4.8
Золотовал.резервы			
млрд. дол. США	34.6	31.8	24.5
UAH/USD рын. (дек.)	7.96	8.04	8.40

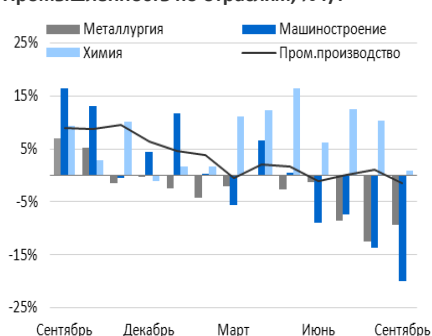
Источник: Госкомстат, НБУ, Кредит-Рейтинг

Промышленность и розничный т/об, % г/г



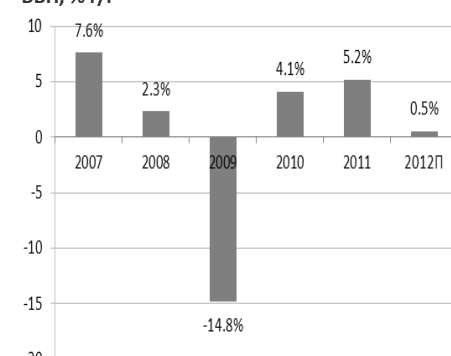
Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

Промышленность по отраслям, % г/г



Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

ВВП, % г/г



Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

- Промышленное производство в сентябре сократилось на 7% г/г, превзойдя самые негативные ожидания. Машиностроение и металлургия – снова лидеры падения. Рост химической отрасли замедляется.
- Инфляция в сентябре составила 0.1% м/м, розничный товарооборот вырос в сентябре на 16.0% г/г. Транспорт, строительство и сельское хозяйство продолжали уверенно погружаться в рецессию (-9.1%, -4.6% и -7% г/г, соответственно).
- Рыночный курс гривны снизился на 3-4 коп. в октябре, спрос на доллар сохранялся высоким. Ставки по гривневому ресурсу били новые рекорды в этом году.
- Украина начала переговоры с МВФ о продлении программы сотрудничества на 2013 год. Основное требование фонда – повышение тарифов на газ.
- В октябре первичный рынок госдолга не проявлял активности. Остатки единого казначейского счета на минимальных с 2003 года уровнях.

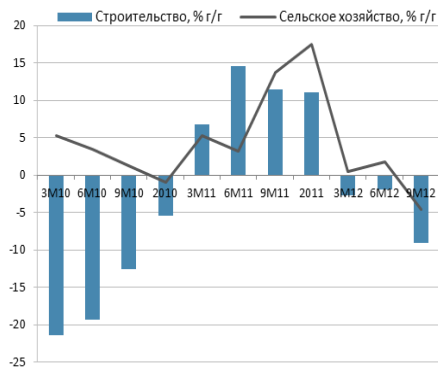
➤ **Падение промышленного производства на 7.0% г/г в сентябре превзошло самые пессимистические ожидания рынка** (согласно опросу Reuters ожидалось падение -1.7% г/г) и оказалось наиболее глубоким за последние три года. В сентябре худшую динамику по сравнению с предыдущим месяцем демонстрировали практически все промышленные сектора (кроме производства и распределения электроэнергии и металлургии). Так, добывающая промышленность сократилась на 0.5% г/г (+2.6% г/г в августе), производство пищевой промышленности снизилось на 4.7% (-0.9% г/г в августе), легкая промышленность упала на 8.3% г/г (-2.1% г/г в августе). Лидером падения оказалось машиностроение, которое потеряло удручающих 20.1% г/г (против 13.0% г/г в сентябре), а также металлургия, однако темпы падения металлургии в сентябре замедлились до 9.4% г/г против 12.5% г/г в августе, что является хоть незначительным, но позитивом.

Причиной усугубления падения промышленности в сентябре является комплекс факторов: слабый спрос внешних рынков (для металлургии); разграничительные меры Российской Федерации (для машиностроения); отсутствие импортных пошлин на бензин (для нефтехимиков); более низкий урожай этого года (для пищевой промышленности). Дополнительные факторы: высокая база сравнения сентября прошлого года (в связи с большим количеством рабочих дней в сентябре 2011) и фактическое отсутствие банковского кредитования и государственной поддержки (как более системные факторы), - имели свой негативный эффект для промышленности.

Перспективы ближайших нескольких месяцев, по нашему мнению, не выглядят более радужными: влияние вышеперечисленных факторов на разные сектора экономики будет сохраняться и в дальнейшем. Так, спрос на продукцию металлургии (около 20% промышленного производства) продолжает оставаться слабым, а цены на сталь все еще сохраняют нисходящий тренд, что не позволит металлургам улучшить свои позиции и наращивать производство в ближайшей перспективе. Более того, ситуацию с рынками сбыта осложняют политические проблемы на Ближнем Востоке (в частности, в Сирии и Ливане), куда Украина поставляет существенную часть своей продукции и частично компенсирует потери от снижения поставок в Евросоюз.

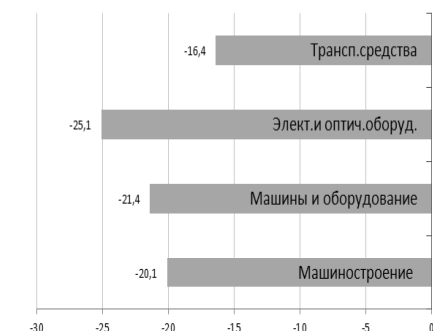
На второй ключевой сектор экономики – машиностроение (12%

Сельское хозяйство и строительство, % г/г



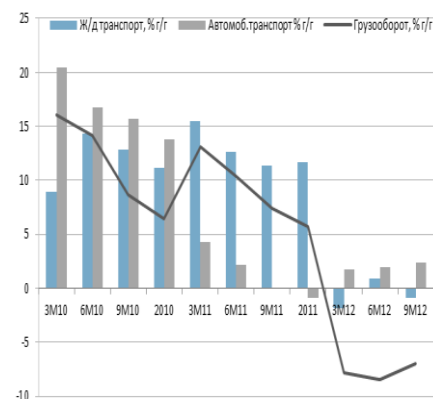
Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

Отрасли машиностроения в сентябре, % г/г



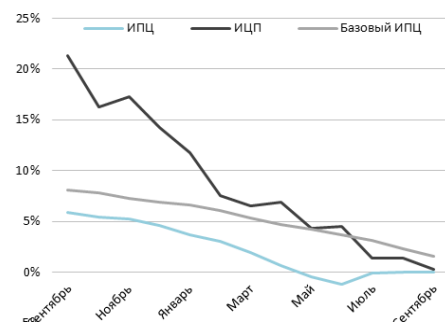
Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

Грузооборот, % г/г



Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

Динамика цен, % г/г



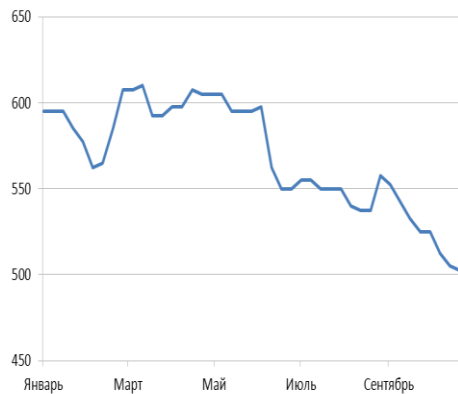
Источник: Госкомстат, Кредит-Рейтинг

промышленного производства) продолжает давить как ослабевший спрос, так и заградительные меры Российской Федерации – одного из ключевых рынков сбыта. Одним из примеров ситуации в отрасли может быть Корпорация Богдан (второй по величине производитель автомобилей в Украине), которая в сентябре месяце объявила о фактически полной остановке своего производства. Согласно данным компании, в сентябре этого года корпорация произвела только один автобус (в сентябре 2011 – 77) и 26 коммерческих автомобилей (в сентябре 2011 – 75). Основная причина, озвученная компанией – отсутствие сбыта техники как на внутреннем рынке, так и на экспорт из-за введения утилизационного сбора Россией – основным экспортным рынком компании. Немного лучше обстоят дела и в вагоностроении, спрос на продукцию которого во многом зависит от ситуации в тяжелой промышленности.

Перспектива некоторого улучшения ситуации в ближайшем будущем просматривается для нефтехимиков, в случае если правительство введет импортные пошлины на бензин (отмененные в 2005 году). Это снова сделает целесообразной переработку нефтепродуктов на территории Украины (в настоящий момент выгодней ввозить готовое топливо без пошлины, чем сырую нефть с пошлиной, которую нужно еще переработать на территории Украины). Однако, несмотря на положительный эффект для украинских производителей, это повлечет удорожание стоимости бензина и дизтоплива для конечных потребителей, что может быть существенным аргументом для властей в пользу беспошлинного режима, тем более в период формирования нового правительства.

В то же время, несмотря на сохранение в целом негативной конъюнктуры для украинской промышленности, мы ожидаем сужения амплитуды падения в четвертом квартале, в связи с эффектом низкой базы сравнения прошлого года, когда ключевые отрасли экономики уже сокращались либо замедлялись. Как мы отмечали в прошлом обзоре, в случае падения производства в сентябре, шансов для Украины выйти на положительный рост промышленности в этом году остается немного. Таким образом, мы снижаем наш прогноз роста промышленности в 2012 году до -1.5% г/г.

- **Прочие сектора экономики в сентябре также продолжали уверенно погружаться в рецессию.** Так, строительный сектор за девять месяцев текущего года сократился на 9.1% г/г, против -8% г/г за 8М12. Падение грузооборота в январе-сентябре составило 7% г/г, на 0.2 п.п меньше по сравнению с данными за восемь месяцев года. Наибольшее падение было зафиксировано в грузоперевозках водным транспортом, в т.ч. из-за сокращения экспорта металлургии. Падение объемов сельскохозяйственного производства в январе-сентябре составило 4.6% г/г против 4.5% г/г за 8М12. Согласно данным Госкомстата на 30 сентября Украина собрала 32.5 млн. тонн зерновых и зернобобовых культур, что на 18.1% меньше г/г.
- **Низкая инфляция (+0,1% м/м в сентябре) и высокое потребление (розничный товарооборот +16% за 9М12) по-прежнему остаются основным позитивом.** Однако, несмотря на двузначный рост розницы, промышленные сектора экономики ориентированные на внутренний рынок (пищевая, легкая промышленность и т.д.) продолжают сокращаться, что связано с высокой долей импорта в структуре потребления. Так, согласно данным НБУ, во втором квартале текущего года годовые темпы роста потребительского импорта составили 31.4% г/г, продукции АПК – 25.6%. В августе этого года рост импорта промышленных товаров достиг 54.6%, в т.ч. импорт одежды вырос в 2.8 раза, обуви – в 4.1 раза, продовольственной группы – на 16%. Таким образом, высокое розничное потребление хоть и является важным драйвером экономического роста в этом году, однако, его потенциал без дополнительного стимулирования внутреннего спроса на продукцию более системообразующих секторов (таких как металлургия, машиностроение и пр.), достаточно ограничен для экономики в целом. Мы ожидаем рост ВВП в 2012 году на уровне 0-0.5% г/г.

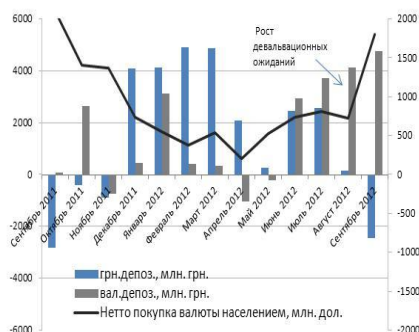
Цена стали (CIS Steel, Black Sea), дол. США за тонну


Источник: Bloomberg

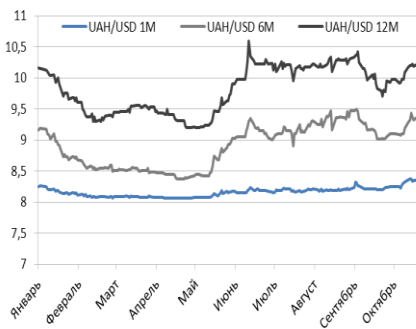
Потребление стали 2011-2013, % г/г

	2011	2012П	2013П
Европейский союз (27)	5.9	-5.6	2.4
Прочие страны Европы	12.7	3.8	4.5
СНГ	13.8	0.8	3.9
НАФТА	9.0	7.5	3.6
Центральная и Южная Америка	2.6	3.8	6.3
Африка	-3.4	5.8	7.7
Средний Восток	2.9	3.5	5.9
Азия и Океания	5.9	2.4	2.8
Мир	6.2	2.1	3.2

Источник: World Steel Association

Динамика депозитов физических лиц и нетто покупки валюты, 2011-2012


Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Динамика стоимости USD/UAH NDF


Источник: Bloomberg

➤ **Всемирная ассоциация производителей стали (WSA) снизила прогноз роста мирового потребления стали в 2012 и 2013 годах.** Согласно прогнозу ассоциации, обнародованному 11 октября, мировое потребление стали в 2012 году вырастет на 2.1% г/г, что в 3 раза меньше по сравнению с 2011 годом, когда рост составил внушительных 6.2% г/г и на 1.5 п.п. ниже апрельского прогноза. Также был снижен прогноз роста потребления на 2013 год с +4.5% г/г в апреле до +3.2% г/г. Прогноз потребления стали для основных покупателей украинской продукции – стран Евросоюза, Ближнего Востока и Китая был снижен до -5.6%, +3.5% и +2.5%, соответственно. Прогноз ассоциации базируется на том, что в 2013 году кризис в Еврозоне будет разрешен, США успешно справятся с фискальными проблемами, а экономические стимулирующие меры обеспечат «мягкую посадку» для Китая. Также, в своем отчете WSA отметила, что в начале текущего года были видны некоторые признаки восстановления по сравнению с замедлением последнего квартала 2011 года, также ожидалось улучшение ситуации во второй половине 2012 года. Однако, экономическая ситуация, напротив, ухудшилась из-за продолжающейся неопределенности относительно кризиса Еврозоны и более глубокого, нежели ожидалось, замедления в Китае. Ассоциация также отмечает, что начиная с кризиса 2008 года, неопределенность и волатильность стали нормой для сталелитейной индустрии.

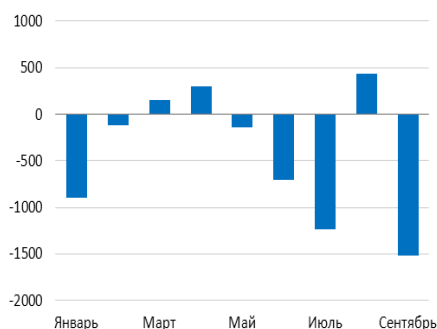
В то же время, цены на сталь на мировых площадках в октябре продолжали снижаться. Так, с 1 по 22 октября стоимость стали (Steel CIS, FOB, Black Sea) снизилась на 4.3% или на 13.7% г/г, снижение цен в сентябре составило 5% м/м. В результате украинские металлургические предприятия в сентябре сократили производство стали на 8.3% г/г, падение за 9М12 составило 5.4% г/г. Октябрь и ноябрь, скорее всего, сохраняют депрессивность предыдущих нескольких месяцев на фоне высокой конкуренции и слабого спроса. В 2013 году ситуация во многом будет зависеть от того, насколько экономические стимулирующие меры стран-потребителей помогут возобновить внешний спрос, однако, по нашему мнению, уже сейчас очевидно, что кардинального разворота тренда ожидать как минимум в первом полугодии 2013 года не стоит. Отсутствие локальной государственной поддержки по стимулированию внутреннего спроса является дополнительным фактором, формирующим негативные ожидания рынка на следующий год. Так, согласно Коммерсант-Украина (с ссылкой на прогнозы участников рынка), в 2013 году в Украине наихудшие ожидания по внутреннему потреблению стали среди стран СНГ. Объемы реализации стали ожидаются около 83% уровня 2007 года, в то время как, например, в России превысят 105%.

ДЕНЕЖНЫЙ И ДОЛГОВОЙ РЫНКИ

➤ **Напряженность валютного рынка в октябре усилилась, рыночный курс гривны к доллару вырос до 8.19 к концу месяца. Гривневая ликвидность была в дефиците, ставки ресурса били новые рекорды.** К концу месяца Национальный банк все-таки пошел на плавную девальвацию гривны до 8.18-8.19 грн./дол. Также, в последнюю неделю октября наблюдалась несколько «неклассическая» ситуация для межбанковского рынка, когда, несмотря на рекордно дорогую гривну (25-40% по ресурсу «овернайт», при том что остатки корсчетов находились на достаточно комфортных уровнях 18-20 млрд. грн.), спрос на доллар все равно увеличивался, вопреки уже традиционной зависимости между стоимостью ресурса и спросом на валюту. Такая ситуация с гривневой ликвидностью может объясняться как неравномерным распределением ресурса между участниками рынка, так и возможной осведомленностью некоторых игроков о предстоящем колебании, о чем, в частности, активно пишут украинские СМИ.

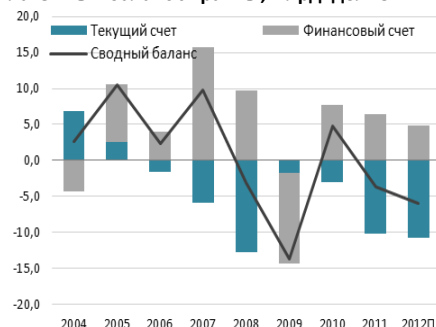
Повышенный спрос на иностранную валюту в сентябре-октябре также существенно подогревался населением и, как результат, привел к дефициту наличного доллара. Преобладание девальвационных ожиданий отразилось на

Чистые интервенции НБУ, млн. дол. США *



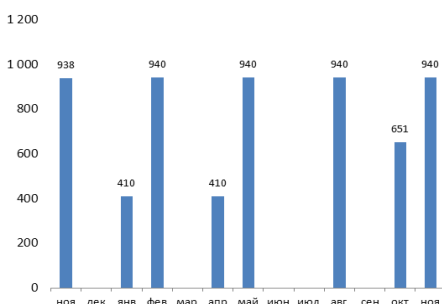
*минусовое значение – продажа валюты Нацбанком
Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Платежный баланс Украины, млрд. дол. США



Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

График погашений кредита МВФ 2012-2013



Источник: IMF, Кредит-Рейтинг

Розничные цены на газ для населения на 2012 г

	Тариф с НДС (грн. за тыс. м куб)	Объем субсидии, % от стоимости *
Объем потребления до 2 500 м куб. в год		
при наличии газового счетчика	725,4	468,7%
при отсутствии газового счетчика	798,0	426,1%
Объем потребления до 60 000 м куб. в год		
при наличии газового счетчика	1098,00	309,7%
при отсутствии газового счетчика	1207,80	281,5%
Объем потребления до 12 000 м куб. в год		
при наличии газового счетчика	2248,20	151,2%
при отсутствии газового счетчика	2473,20	137,5%
Объем потребления свыше 12000 м куб. в год		
при наличии газового счетчика	2685,60	126,6%
при отсутствии газового счетчика	2954,10	115,1%

*из расчета стоимости газа 425 дол. за тыс. куб. метров

Источник: постановление НКРЭ Украины № 812 от 13.07.2010, Кредит-Рейтинг

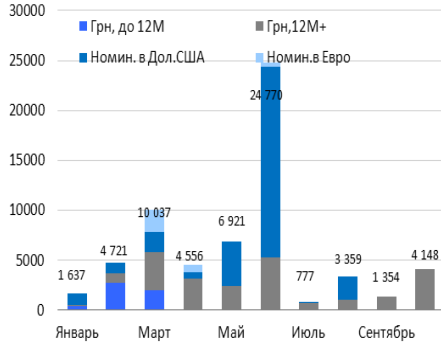
уровне гривневых депозитов физических лиц в банковской системе, отток которых в сентябре достиг отметки в минус 2.6 млрд. грн., после стабильного наращивания гривневой депозитной базы населения на протяжении последних девяти месяцев. Нетто покупка валюты населением в сентябре составила 1.8 млрд. дол. США, как минимум треть ее вернулась в банковскую систему в виде валютных депозитов, объем которых увеличивается четвертый месяц подряд, несмотря на крайне низкие ставки по долларовым вкладам и, наоборот, рост доходности по гривневым депозитам. По словам участников рынка, отток гривневых депозитов и их последующая конвертация в доллары продолжались и в октябре, что создает давление на золотовалютные резервы, которые в сентябре сократились на 743 млн. дол. США или 2.5% м/м и на 30 сентября составили 29.3 млрд. дол. США. В то же время, без учета 400 млн. дол. США от положительной переоценки евро и золота против доллара и 600 млн. дол. США, полученных от размещения еврооблигаций, чистые интервенции Национального банка в сентябре составили 1.5-1.6 млрд. дол. США – наибольший объем с осени прошлого года. В октябре давление на золотовалютные резервы, по нашему мнению, также сохранится как из-за повышенного спроса со стороны населения и бизнеса, так и в связи с погашением 0.4 млрд. дол. США кредита МВФ. В ноябре выплаты МВФ составляют 0.9 млрд. дол. США, которые, скорее всего, будут закрыты за счет резервов Национального банка. Мы ожидаем снижения уровня золотовалютных резервов до 24-25 млрд. дол. США к концу 2012 года и сохраняем наш прогноз умеренной девальвации гривны в пределах 5% (до 8.40 грн./дол.) к декабрю.

➤ **Украина начала переговоры с МВФ о продлении программы сотрудничества на 2013 год.** Текущая программа stand-by, запущенная в октябре 2010 года, предполагала выделение Украине заемных средств почти на 16 млрд. дол. США. Однако по причине невозможности удовлетворить требования МВФ (в частности, в части повышения тарифов на газ для населения), Украина получила всего 3.4 млрд. дол. США еще в 2010 году. С 2012 года Украина стала нетто плательщиком МВФ, так и не договорившись с фондом о выделении остальных средств. Хотя де-факто, программа stand-by на протяжении 2011-2012 гг. работала только формально, сам факт сотрудничества всегда имел важный имиджевый эффект и являлся неким гарантом платежеспособности для иностранных инвесторов, покупающих украинский долг. Это, очевидно, и в настоящий момент является основной причиной, почему правительство старается сохранить сотрудничество с фондом, хотя бы на формальном уровне.

В то же время требования фонда к Украине остались прежними: повышение тарифов на газ для населения, что должно позволить правительству уменьшить субсидирование Нефтегаза и не выйти за пределы дефицита консолидированного бюджета в размере 3.5% от ВВП. Ранее Фонд требовал от Украины повышения тарифов на 50-60% и введения механизма адресного субсидирования малообеспеченных слоев населения. Власть же категорически отказывалась от любого повышения тарифов, аргументируя это тем, что вначале нужно повысить уровень жизни населения. На самом же деле, на наш взгляд, основной причиной отказа было приближение парламентских выборов, хотя с точки зрения экономических показателей конец 2011 - начало 2012 года было идеальным периодом для этого шага: рекордно низкая инфляция и двузначный рост доходов населения.

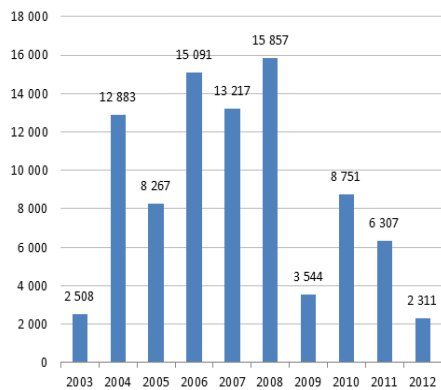
Повышение стоимости газа для населения, на наш взгляд, является неминуемым шагом, учитывая, что в настоящий момент тарифы примерно в 5-6 раз меньше их реальной стоимости (72,5-295,4 грн. за тыс. куб. м, см. таблицу слева) при среднегодовой стоимости российского газа в 2012 году на уровне 425 дол. США или примерно 3400 грн. за тыс. куб. м. Основным вопросом грядущего повышения остается: когда и на сколько? Определенный индикатив озвучил первый вице-премьер-министр Украины Валерий

Объем первичных аукционов 2012 г., млн. грн.



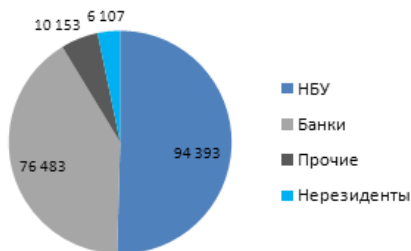
Источник: Минфин, Кредит-Рейтинг

Остаток единого казначейского счета на 1 октября 2003-2012



Источник: Гос. казначейство, Кредит-Рейтинг

Композиция собственников ОВГЗ на 25.10.2012



Источник: НБУ, Кредит-Рейтинг

Хорошковский в интервью информационному агентству Bloomberg, сказав, что в планах правительства повысить цены на бытовой газ и тепло весной 2013 года, однако точная амплитуда повышения озвучена не была. Несколькими днями ранее, МВФ опубликовал отчет «Газовая ценовая политика Украины: последствия повышения тарифов» (Ukraine Gas Pricing Policy: Distributional Consequences of Tariffs Increases), в котором аналитики Фонда просчитывают последствия 20%-го повышения. Очевидно, это можно расценивать как определенный индикатив для первого этапа повышения и, соответственно, возможного возобновления программы сотрудничества.

Тем временем, в 2013 году Украина должна выплатить МВФ 5.2 млрд. дол. США по телу кредита МВФ, предоставленного в 2008 году. Общие внешние погашения Украины с учетом прочих долгов в 2013 году составляют около 9.0 млрд. дол. США. Учитывая эти цифры, а также волатильность и нестабильность ситуации на внешних долговых рынках, возобновление программы сотрудничества, очевидно, будет одним из приоритетов в пост-выборный период.

➤ В октябре Министерство финансов провело три аукциона, вопреки ранее проаннотированным двум. Третий внеплановый аукцион был проведен в предпоследний день октября. Так, общий объем привлечений составил 4,1 млрд. грн. Доходность Минфин оставил на уровне прошлых месяцев - 14.3% (на 600-800 б.п. ниже вторичного рынка) по 5 и 7-ми летним, что говорит о нерыночной природе спроса и, скорее всего, частично являлось техническим рефинансированием облигаций к погашению в октябре (Минфин гасил облигации, выпущенные для рекапитализации банков, которые находились на балансе Нацбанка). В декабре Министерство финансов должно выплатить 1.4 млрд. грн., размещенных осенью 2009 года с доходностью 20% годовых, и 20 млн. дол. США валютных ОВГЗ проданных в конце прошлого года. На 1 октября 2012 года остаток единого казначейского счета (ЕКС) составил 2.3 млрд. грн. – самый низкий показатель на аналогичную дату, начиная с 2003 года (см. график слева). В то же время дефицит государственного бюджета за январь-сентябрь расширился до 24.1 млрд. грн. с 16.7 млрд. грн. в январе-августе т/г (+7.44 млрд. грн. за один месяц). Несмотря на заявления Министра финансов Ю. Колобова о том, что бюджетная роспись на этот год предполагает наибольший план поступлений в четвертом квартале этого года, замедление экономического роста и негативные настроения бизнеса будут, по нашему мнению, серьезным препятствием для Минфина на пути исправления ситуации с государственными финансами за счет доходной части бюджета. Таким образом, с большой долей вероятности можно ожидать активизации государственных заимствований в последующие два месяца года, хотя существенных изменений условий размещения ОВГЗ по нашему мнению не будет. Учитывая отсутствие крупных погашений до конца года, своевременное и полное обслуживание долга Минфином в этом году, по-прежнему, не вызывает сомнений.

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 рейтинговое агентство «Кредит-Рейтинг» присвоило 1152 кредитных рейтинга. В октябре текущего года агентством был присвоен 1 рейтинг, подтверждено 19 рейтингов, повышен 1 и понижен 1 рейтинг, приостановлен 1 и отозвано 6 рейтингов. По состоянию на 01.11.2012 г. рейтинг-лист агентства включает 350 кредитных рейтинга: 225 – в корпоративном, 93 – в финансовом и 32 – 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.