ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ УКРАИНЫ

Сентябрь 2012: основные тренды месяца

- **ВВП во втором квартале вырос на 3% г/г благодаря высокому внутреннему потреблению и росту запасов. ВВП третьего квартала, скорее всего, покажет отрицательную динамику из-за дальнейшего сокращения внешнего спроса и худшего урожая.**
- **Промышленное производство в августе упало на рекордных в этом году 4.7% г/г из-за сокращения металлургии и машиностроения. Цены на сталь на внешних рынках снова снижаются (5% м/м в сентябре).**
- **В августе сохранялась дефляция (-0,3% м/м), розничный товарооборот растет, однако темпы роста замедляются третий месяц подряд.**
- **Валютный рынок в сентябре снова напряженный. Гривневая ликвидность и ставки по ресурсу волатильны. Тенденции платежного баланса вызывают тревогу.**
- **Украина разместила 600 млн. дол. США в виде еврооблигаций под 7.46% годовых, на 1.74 п.п. ниже июльского размещения.**
- **Внутренний рынок госдолга неактивный – дефицит гривны и нерыночные ставки «первички» основные причины отсутствия спроса.**

Рост ВВП во втором квартале составил 3% г/г. Мы ожидаем замедления экономического роста во втором полугодии из-за усугубления стагнации экспортно-ориентированных секторов и худшего урожая зерновых.

Во втором квартале 2012 г., согласно предварительным данным Госкомстата, ВВП Украины вырос на 3% г/г, на 1 п.п. больше по сравнению с первым кварталом. Основные источники роста – высокое внутреннее потребление и рост запасов. Если в первом квартале рост потребления домохозяйств составил 9.8% г/г, то во втором квартале - 14.3% г/г благодаря более «щедрым» социальным выплатам накануне выборов и проведению чемпионата Евро-2012 по футболу в июне. Увеличение запасов на складах предприятий (после падения остатков в первом квартале на 10.6 млрд. грн.) стало вторым драйвером роста ВВП во втором квартале. Росту запасов способствовала также более ранняя уборка урожая, в результате склады сельскохозяйственных предприятий были заполнены уже в июне.

Несмотря на достаточно позитивные результаты первого полугодия, замедление/падение экономики в третьем и четвертом кварталах практически не вызывает сомнений. Данные по промышленному производству за июль-август демонстрируют резкий спад экономики (в августе на 4.7% г/г, июле на 0.9% г/г, см. раздел ниже). Экспортоориентированные отрасли показывали наиболее стремительное снижение, что является свидетельством дальнейшего сокращения внешнего спроса. Также, худший урожай (примерно минус 20% по сравнению с прошлым годом) внесет свою негативную лепту в экономический рост. Внутренний спрос, по нашему мнению, хоть и продолжит расти, однако темпы роста будут намного более скромными, чему свидетельством является замедление роста розничного товарооборота уже в июле-августе. Учитывая, что основными источниками роста потребления в первом полугодии были высокие социальные выплаты и значительные девальвационные ожидания населения, окончание предвыборной кампании, по нашему мнению, охладит и то, и другое. Девальвационные ожидания в настоящий момент во многом имеют психологический характер и усиливаются по мере приближения выборов, которые являются определенным порогом «стабильной гривны». Что касается социальных выплат, то опыт предыдущих годов показывает переход к более жесткой социальной политике в пост-выборный период, что повлияет на потребительские настроения населения и снизит внутренний спрос.

О резком торможении роста украинской экономики в третьем квартале заговорило также и Правительство, несмотря на достаточно оптимистичные прогнозы еще несколькими неделями ранее. Так, Премьер-министр Украины Николай Азаров на недавнем заседании Кабинета министров Украины озвучил цифры роста экономики: за восемь месяцев года около 1.5% г/г, против 2.5% г/г за первые шесть месяцев года и 2% г/г за семь месяцев. Таким образом, за два месяца Украина потеряла 1 п.п., что является достаточно тревожным фактом, учитывая отсутствие видимых перспектив по улучшению внешних и внутренних факторов в настоящий момент. В случае, если внешний спрос будет оставаться на текущем уровне, Украина имеет все шансы до конца года «съесть» рост первого полугодия и по результатам года выйти на рост ВВП близкий к нулю.

Перспективы 2013 года пока выглядят более радужными. В настоящее время по-прежнему остается надежда на восстановление спроса на внешних рынках, тем более учитывая активные действия мировых регуляторов по стимулированию экономик. Также, в следующем году украинские власти не будут находиться под «предвыборным давлением», что позволит им более адекватно реагировать на экономические вызовы и прибегать к непопулярным, но необходимым мерам, в отличие от текущего года. Третьим фактором является более низкая база сравнения, что позволит экономическим показателям демонстрировать хоть незначительный, но рост. По нашим ожиданиям, в 2013 году украинская экономика вырастет на 2.5-3.0% г/г, ожидания Правительства, заложенные в проекте бюджета на 2013 год – рост 4.5%.

Основные сектора экономики демонстрируют спад в августе, промышленное производство упало на рекордные в этом году 4.7% г/г. Рост розничного товарооборота замедляется. Дефляционные процессы пока сохраняются.

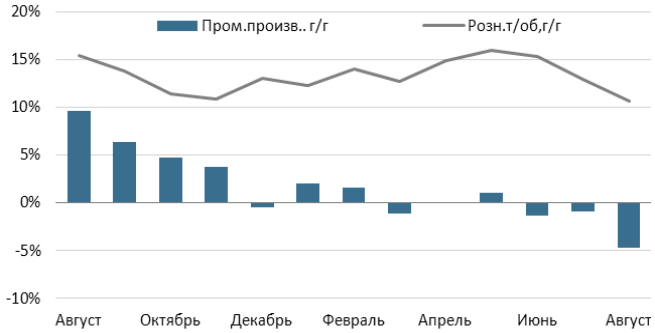
В августе ситуация практически во всех ключевых отраслях украинской экономики продолжала ухудшаться: промышленное производство упало на 4.7% г/г (против -0.9% г/г в июле); грузоперевозки сократились на 3.4% г/г за январь-август 2012 (против -3.3% г/г за 7М12); сельское хозяйство снизилось на 4.5% (-4.2% г/г за 7М12); объемы выполненных строительных работ упали на 8.0% г/г против -6.2% г/г за январь-июль. Слабый внешний спрос, худший урожай зерновых и фактическое отсутствие банковского кредитования – это комплекс тех факторов, которые практически полностью остановили украинскую экономику. Основным позитивом пока еще остается высокое внутреннее потребление (розничный товарооборот в августе вырос на 10.6% г/г), которое существенно стимулируется социальной политикой, проводимой в преддверии выборов, девальвационными ожиданиями и низкой инфляцией. Однако, учитывая общую экономическую слабость и завершение предвыборного цикла, внутреннее потребление ослабнет уже в третьем квартале.

Промышленность. Сокращение промышленности третий месяц подряд и усугубление амплитуды падения в августе полностью «съели» рост предыдущих месяцев, негативная динамика сектора за восемь месяцев года составила -0.4% г/г против +0.2% г/г в январе-июле. В августе, как и в предыдущие несколько месяцев, лидерами падения были экспортно-ориентированные отрасли, в то время как сектора, связанные с энергетикой и сырьем показывали хоть небольшой, но рост. Так, в прошлом месяце металлургический сектор упал на удручающие 12.5% г/г (-3.8% г/г за 8М12), машиностроение сократилось на 13.7% г/г (-2.5% за 8М12) в результате слабого внешнего спроса и высокой конкуренции на внешних рынках. Также, негативный эффект для металлургии имела высокая база сравнения, так как август 2011 года был последним месяцем, когда металлургия демонстрировала рост. Химическая отрасль хоть и продолжала замедляться в августе, однако, как мы и ожидали, оставалась в «растущей зоне» (+10.3% г/г в августе, +12.5% г/г в июле). Хотя сокращение внешнего спроса на продукцию химической отрасли (в частности, удобрения) не настолько существенно как в металлургии и машиностроении, украинские производители находятся под давлением высокой стоимости энергоресурсов в Украине что, в сочетании с «негибкостью» гривны, делает их менее конкурентными на внешних площадках (например, по сравнению с российскими производителями). Пищевая промышленность, сектор в основном ориентированный на внутренний рынок, также демонстрировал спад в августе (-0.9% г/г) из-за более слабого урожая зерновых и масличных.

В сентябре-октябре промышленное производство, скорее всего, также продемонстрирует спад в связи с сохранением неблагоприятной внешней конъюнктуры, хотя амплитуда падения, скорее всего, сузится в связи с более низкой базой сравнения. Если наши ожидания реализуются, и в сентябре-октябре украинская промышленность продолжит сокращаться, то шансы сектора продемонстрировать рост по результатам года будут минимальными. В настоящее время, мы пока сохраняем наш прогноз роста промышленного производства в 2012 году на уровне 1.0% г/г.

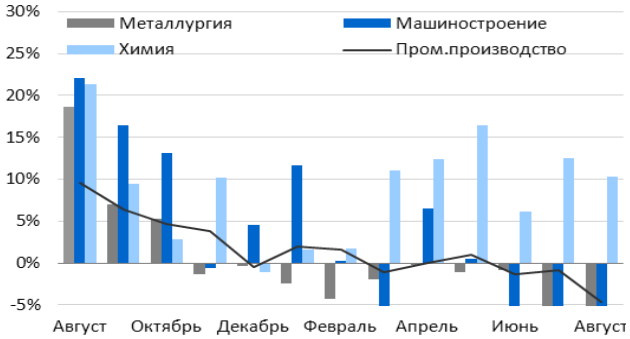
Потребительские цены и внутренний спрос. В августе третий месяц подряд сохранялась дефляция: -0.3% м/м и 0% г/г. Сокращение цен на продукты питания (-0.5% м/м), в частности падение стоимости овощей (-7.9% м/м) и фруктов (-6.7% м/м), было основной причиной снижения потребительских цен в августе. Рост остальных групп товаров и услуг был также минимальным: тарифы ЖКХ выросли на 0.1% м/м (+1.0% г/г), алкогольные и табачные изделия подорожали на 0.2% м/м (+6.8% г/г), цены на топливо и горюче-смазочные материалы выросли на 0.1% м/м (+5.0 г/г). Отсутствие инфляции и двузначный рост номинальных заработных плат (+14.1% г/г в августе) продолжал стимулировать рост внутреннего потребления, хотя темпы роста розничного товарооборота в августе замедлялись третий месяц подряд (+10.6% г/г в августе, +12.9% г/г в июле и +15.3% г/г в июне). Учитывая, что бурный рост розницы в настоящий момент обеспечен не системными факторами, а скорее ситуативными (увеличение социальных выплат в преддверии выборов и высокие девальвационными ожидания населения), в то время как основные сектора экономики Украины стагнируют, замедление темпов роста потребления, как мы и ожидали, является неминуемым и, по нашему мнению, продолжится до конца этого года.

Промышленное производство и розн. товарооборот, %



Источник: Госкомстат, Визуализация «Кредит-Рейтинг»

Промышленное производство по секторам, г/г



Источник: НБУ, Визуализация «Кредит-Рейтинг»

Валютный рынок в сентябре неспокойный. Тенденции платежного баланса вызывают тревогу. Правительство озвучило ожидания курса гривны на 2013 год на уровне 8.11-8.20 грн./дол. США

В сентябре котировки гривна/доллар били новые рекорды, подскочив в первую неделю месяца до 8.151-8.172, впервые с осени 2009 года. Увеличение остатков корсчетов в начале сентября (до 22.0-26.0 млрд. грн.) традиционно способствовало росту спроса на доллар на валютном межбанке, в результате спрос существенно превышал предложение. В то же время высокие девальвационные ожидания и спекулятивные аппетиты банков заставляли игроков рынка придерживать валюту, что еще больше усугубило ажиотаж и панику. Существенную негативную лепту в сложившуюся в первую неделю сентября ситуацию внес и сам Национальный банк, который 31 августа выдал длинное годовое рефинансирование в размере 3.8 млрд. грн., часть которого буквально на следующий день вылилась на межбанковский валютный рынок. Позже Национальный банк признал свою «виновность», однако согласно заявлениям представителей регулятора, практику выдачи длинного рефинансирования Национальный банк не планирует приостанавливать, но теперь подходить к выдаче ресурса будет более осторожно. Так, в последующие недели сентября остатки корсчетов снова опустились до минимальных уровней, соответственно снизились и котировки гривна/доллар до 8.12-8.14. В последнюю неделю сентября снова сложилась зеркальная ситуация: остатки корсчетов выросли до 20.0-22.0 млрд. грн. (в т.ч. и в результате погашения ОВГЗ Правительством), курс гривны опустился до отметки 8.15 грн./дол.

Спекулятивный и психологический характер девальвационных всплесков сентября подтверждает и статистика Национального банка о платежном балансе. В августе, платежный баланс был сведен с профицитом в 615.0 млн. дол. США (в июле +808.0 млн. дол. США) несмотря на выплату Национальным банком 902 млн. дол. США по кредиту МВФ. Негативное сальдо счета текущих операций расширилось до 1.5 млрд. дол. США (против -1.3 млрд. дол. США в июле) из-за роста оттока валюты по статье «доходы», связанного с выплатой по иностранным инвестициям. В то же время, негативное сальдо баланса товаров и услуг в августе несколько сократилось (с 1.3 млрд. дол. США до 1.1 млрд. дол. США) благодаря росту поступлений по статье «услуги».

Как и в июле, поступления по финансовому счету полностью перекрыли отток валюты по счету текущих операций и позволили сводному платежному балансу выйти в плюс. Так, приток валюты по финансовому счету составил 2.1 млрд. дол. США. Основными источниками поступлений были «прочий капитал» и ПИИ, а также привлечение заемного капитала в корпоративный сектор.

Несмотря на относительно сбалансированные внешние счета на протяжении последних нескольких месяцев, некоторые тенденции платежного баланса вызывают серьезную тревогу:

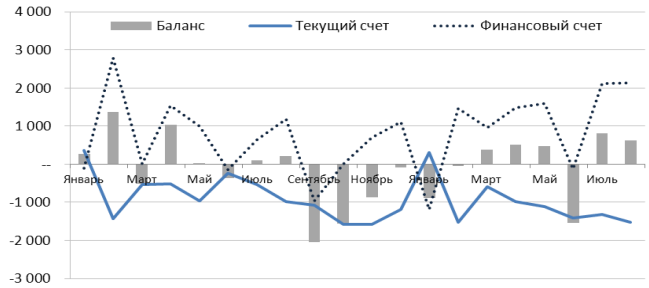
- *дефицит счета текущих операций расширяется*. За восемь месяцев 2012 года дефицит текущего счета расширился практически в два раза: до 8.2 млрд. дол. США с 4.8 млрд. дол. США за 8М11. Также, увеличивается негативное сальдо торгового баланса (+33.0% г/г) с 9.5 млрд. дол. США до 12.7 млрд. дол. США, что отражает падение спроса внешних рынков.

- *рост экспорта замедляется и по результатам 8М12 составил всего 2.9%* (+39.5% за 8М11). Более того, экспорт металлургии (более 30% украинского экспорта) упал на 11.5% г/г за 8М12 (аналогичный период прошлого года + 34.4%), в августе падение составило 15.9% г/г. Цены на сталь в сентябре снова снизились на 5% м/м (с начала года на 12%), что дает основание ожидать дальнейшего сокращения экспортной выручки металлургов.

- *темпы роста импорта практически в 3 раза превышают темпы роста экспорта* по результатам 8 месяцев этого года. Для сравнения, за аналогичный период прошлого года этот показатель был на уровне 1.2. Высокая стоимость энергоресурсов, даже несмотря на замедление роста импорта по прочим группам товаров, не позволит существенно сократить объемы импорта в будущем.

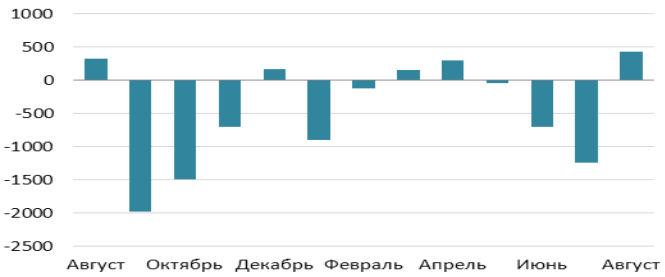
- *приток валюты по финансовому счету выглядит нестабильным*, т.к. по своей природе является более волатильным (см. график). Более того, профицит финансового счета в текущем году в основном сформирован притоком ПИИ (львиная доля из Кипра) и положительным сальдо кредитов корпоративного сектора, что на фоне слабости внешних рынков капитала и «сложного» инвестиционного климата в Украине, скорее всего, указывает на украинскую природу этого капитала. Мы не исключаем, что рост притока валюты может быть в том числе связан с необходимостью финансирования предвыборной кампании.

Динамика платежного баланса 2011-2012, млн. дол.



Источник: НБУ, Визуализация «Кредит-Рейтинг»

Чистые интервенции Национального банка, млн. дол.*



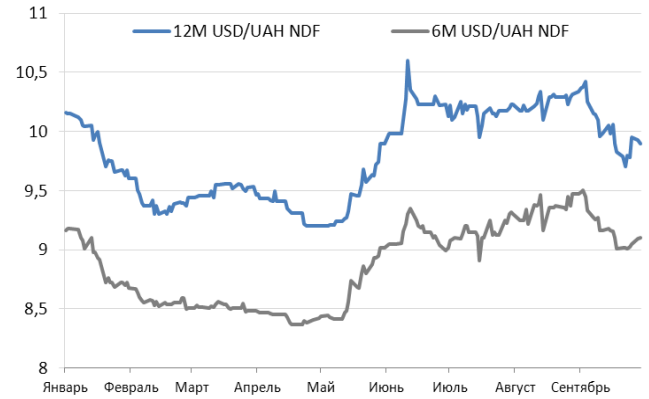
**негативное значение – продажа валюты Нацбанком*

Источник: НБУ, Визуализация «Кредит-Рейтинг»

Золотовалютные резервы Национального банка на конец августа составили 30.0 млрд. дол. США, что эквивалентно 3.4 месяцам будущего импорта. Этот сравнительно неплохой показатель дает уверенность в том, что Национальный банк имеет достаточно ресурсов для сглаживания колебаний рынка и предотвращения резкой девальвации в случае усиления давления на гривну. Тем не менее, график выплат по кредиту МВФ на IV кв. 2012 г. и 2013 г., а именно необходимость погасить 1.4 млрд. дол. США в четвертом квартале этого года и 5.7 млрд. дол. США в 2013 году, по нашему мнению, говорит о том, что к расходованию резервов Национальный банк, скорее всего, будет подходить все более и более осторожно.

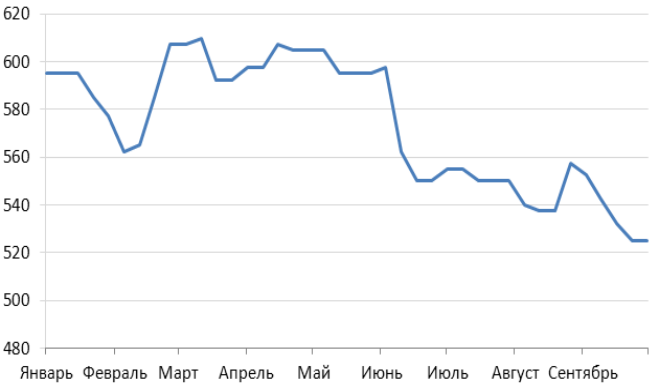
Мы по-прежнему придерживаемся мнения, что Национальный банк пойдет на определенную девальвацию гривны и считаем, что амплитуда снижения национальной валюты в этом году не превысит 5%. Ситуация в следующем году будет во многом зависеть от состояния внешних рынков и даже в большей степени - от реакции властей на изменения. На сегодняшний день Проект Бюджета на 2013 год, по словам Премьер-Министра Украины Николая Азарова, предусматривает курс гривна/доллар на следующий год на уровне 8.11-8.20 грн./дол. США. Прогноз Министерства финансов, обнародованный в проспекте эмиссии еврооблигаций, недавно опубликованный на Ирландской фондовой бирже, предусматривает, что до конца этого года средний курс доллара составит 8.1 грн./дол. США, а его средняя стоимость в 2013-2014 годах – 8.4 грн./дол. США. В то же время ожидания инвесторов относительно стоимости валюты много более пессимистичные. Так, 6-ти месячный NDF (беспоставочный форвард, используемый инвесторами для хеджирования валютных рисков) на первое октября котировался на уровне 9.1 грн./дол.,12-ти месячный NDF к концу сентября опустился до 9.90 с пиковых 10.38 в начале сентября (см. график).

Динамика стоимости USD/UAH NDF



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Министерство финансов доразместило 600 млн. дол. США в виде пятилетних еврооблигаций. Активность внутреннего рынка ОВГЗ слабая. Правительство планирует сокращать внутренние привлечения и в октябре.

В сентябре украинское правительство дополнительно разместило 600 млн. дол. США в виде еврооблигаций, воспользовавшись благоприятной конъюнктурой внешних рынков после оглашения очередной программы «монетарного смягчения» ФРС и ЕЦБ. Условия размещения соответствуют

параметрам 2.0 млрд. дол. США, проданных в июле: купон 9.25%, дюрация – 5 лет. Книга заявок была переподписана в 1.5 раза. Однако, учитывая что евробонды были проданы выше номинальной стоимости, реальная ставка размещения оказалась даже на 1.79 п.п. ниже июльской и составила 7.46% годовых. Дополнительное размещение валютного долга является исключительно позитивным, т.к. улучшит ситуацию с платежным балансом и золотовалютными резервами и позволит создать определенный валютный буфер для будущих выплат по внешним долгам и/или покрытия дефицита бюджета (см. ниже). Мы не исключаем, что в случае появления очередного «окна возможностей» Украина попробует выйти на внешние рынки капитала еще раз в этом году.

Тем временем, активность внутреннего первичного рынка ОВГЗ в сентябре была минимальной. Минфин разместил всего 3.4 млрд. грн. или 1.1 млрд. грн. за исключением валютных ОВГЗ, проданных в последние дни августа. Таким образом, на конец сентября Правительство практически выполнило годовой план внутренних заимствований и около 80% внешних, после дополнительного размещения 600 млн. дол. США.

График аукционов на октябрь, обнародованный несколько дней назад Минфином, предполагает проведение всего двух аукционов. Согласно объявления Минфина, будут предлагаться 5-ти и 7-ми летние бумаги и, очевидно, по ставкам прежних размещений (на уровне 14.3%), что, по нашему мнению, не вызовет особого интереса рынка, учитывая дефицит гривны и котировки «вторички» (в среднем на уровне 20%). Планы сокращать внутренние заимствования были озвучены Минфином еще летом (см. предыдущий обзор). Однако, по нашему мнению, они могут поменяться уже в ноябре, учитывая плотный график внутренних погашений в предстоящие три месяца (октябрь – 3.0 млрд. грн., декабрь - 4.0 млрд. грн.) и необходимость накапливать переходящую гривневую ликвидность в конце года на фоне невыполнения плана бюджета по доходам, которое имело место уже на конец августа (выполнено 99.2% плана). Учитывая явное замедление экономического роста во втором полугодии, на улучшение ситуации с выполнением бюджета в последующие три месяца рассчитывать не стоит. Мы ожидаем увеличения дефицита бюджета к концу года до 3-4% ВВП. Тем не менее, учитывая имеющиеся ресурсы Минфина (как реальные денежные остатки на казначейских счетах, так и доступную «помощь» государственных банков с покупкой бумаг), мы, как и ранее, не ставим под сомнение полное и своевременное выполнение своих обязательств Минфином по государственному долгу.

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 1151 кредитный рейтинг. В сентябре текущего года агентством был присвоен 1 рейтинг, подтверждено 59 рейтингов, повышено 5 и понижено 2 рейтинга, 1 рейтинг внесен в Контрольный список, приостановлен 1 и отозвано 3 рейтинга. По состоянию на 01.10.2012 г. рейтинг-лист агентства включает 355 кредитных рейтинга: 230 – 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.