



№1/2005 (Червень)

## Економіка України: Місячний Огляд

### Головне

- Продовження уповільнення темпів зростання промислового виробництва та будівництва
- Падіння обсягів виробництва металургії на 0.2% за січень-травень
- Вище за середнє зростання доданої вартості у сільському господарстві (+6%)
- За станом на 1 червня 2005 р. профіцит державного бюджету сягнув 2,82 млрд. грн.
- Збереження негативного сальдо торгівлі товарами у квітні другий місяць поспіль
- Збереження високої інфляції на рівні 14.6%
- Стабільність обмінного курсу UAH/USD
- Поступове відновлення кредитування економіки (+4.4% у травні)
- Відновлення тенденції падіння фондового ринку

Проект здійснено за фінансової підтримки UNDP Україна.



### Центр Соціально-Економічних Досліджень CASE Україна

Вул. Старокиївська 10, офіс 15  
04116, Україна, Київ  
Тел./Факс: (+38 044) 483 26 14,  
(+38 044) 483 24 68  
E-mail: info@case-ukraine.kiev.ua  
Web-site: www.case-ukraine.kiev.ua

### Керівник проекту:

Микита Михайличенко

### Автори:

Віталій Вавришук, Володимир Гринів,  
Микита Михайличенко

*Погляди, викладені у цьому виданні, є думками авторів і не обов'язково співпадають з позиціями наших спонсорів*

### Основні ризики

У травні 2005 року темпи зростання економіки України продовжили стрімко уповільнюватися. Суттєве занепокоєння викликає **сповільнення промислового виробництва** із 12.5% р/р у 2004 році до 6.2% р/р за підсумками перших п'яти місяців року. Особливу небезпеку для майбутнього розвитку економіки становить **скорочення доданої вартості в металургії**. За нашими оцінками, за таких умов темпи реального зростання ВВП у 2005 році можуть скласти менше 5%.

Таке уповільнення зростання економіки становить ризик для бюджету. У державному бюджеті на 2005 рік закладено зростання у 8.2%, тобто існує **загроза невиконання доходної частини бюджету** за підсумками року.

Очевидно, що невизначеність щодо питань прав власності є одною з головних причин **охолодження інвестиційного попиту** на початку 2005 року як зі сторони внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів.

Іншим ризиком для економіки України може стати погіршення зовнішньої торгівлі. У квітні вже другий місяць поспіль спостерігається **негативне сальдо зовнішньої торгівлі товарами** (вперше за останні півтора роки).

**Збереження високої інфляції** (14.6% у травні у річному вимірі) залишається іншою загрозою для макроекономічної стабільності країни.

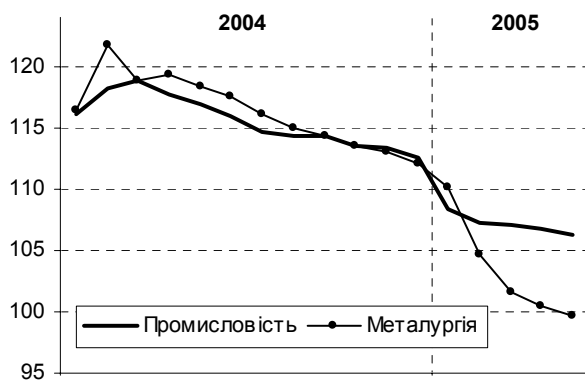
У фінансовому секторі одним із ризиків є **швидше нарощення пасивів банків порівняно з активами**, що призводить до накопичення в системі надлишкової ліквідності. Іншою проблемою є **збільшення невідповідності у валютній структурі активів та пасивів** (збільшення долі валютних активів та гривневих зобов'язань).

## Реальний сектор

Індекс росту реального ВВП уповільнився із 5.0% за січень-квітень до 4.7% за січень-травень 2005 року. Уповільнення спостерігається майже по всіх секторах економіки за виключенням сільського господарства, енергетики та освіти.

Найбільшого падіння зазнали темпи росту в обробній промисловості (із 7.1% до 6.6%). Головним чином, це обумовлюється продовженням стагнації в металургійній галузі. Уповільнення темпів росту, яке спостерігається в цьому секторі із другого кварталу 2004 року, переросло у скорочення доданої вартості (-0.3%) за підсумками п'яти місяців (вперше за декілька останніх років). Продовжує демонструвати від'ємні темпи росту і коксохімічна галузь (-4.5% за січень-травень).

**Графік 1. Реальні темпи росту промислового виробництва та металургії до відповідного періоду попереднього року (помісячно, наростаючим підсумком)**



Джерело: Держкомстат

З іншої сторони, підтримання позитивних темпів росту промислового виробництва загалом (+6.7% за перші чотири місяці та +6.2% за перші п'ять місяців) відбувається за рахунок харчової промисловості (+14.8%), нафтохімічної (+13.8%) та машинобудівної (+11.2%) галузей.

В цілому, можна виділити декілька факторів уповільнення промислового виробництва в Україні. По-перше, на нашу думку, це збереження невизначеності щодо питань прав власності в Україні. Це є перешкодою

для власників підприємств щодо вкладання грошей та подальшого розвитку свого бізнесу. По-друге, в цьому році має місце несприятлива зовнішня кон'юнктура. Деяке скорочення світових цін на метали та уповільнення росту основних торгових партнерів України (Росії та Євро-зони) може уповільнити розширення вітчизняного експорту. До того ж, високі світові ціни на нафту також можуть негативно вплинути на Українську економіку. По-третє, об'єктивним фактором уповільнення темпів росту є загальне реформування економіки новою владою (в тому числі, зміна податкового законодавства, збільшення контролю за виконанням законів на митниці та в економіці в цілому, підвищення транспортних тарифів та ін.).

Єдиним сектором економіки, який демонструє стабільні темпи зростання є сільське господарство. Індекс валової доданої вартості тут склав у порівняних цінах 106% протягом січня-травня на відміну від попереднього року, коли його значення складало 96.8% (за цей же період).

## Бюджет

За 5 місяців 2005 р. дохідна частина державного бюджету була виконана на 35,9% (зведеного бюджету – на 35,8%), в той час як рівень видатків з державного бюджету становив 30% від запланованого річного рівня (31,9% - для зведеного бюджету). За станом на 1 червня 2005 р. профіцит державного бюджету сягнув 2,82 млрд. грн. (4,15 млрд. грн. – для зведеного бюджету). Однак, якби витрати бюджету фінансувалися повною мірою в рамках запланованих обсягів, дефіцит бюджету сягнув би кількох мільярдів гривень.

В цілому зростання податкових та неподаткових надходжень до бюджету протягом січня-травня 2005 р. є достатньо вагомим у порівнянні з показниками попереднього року. Наприклад, надходження від податку на прибуток підприємств зросли на 3,32 млрд. гривень (66,7%) у порівнянні з відповідним періодом минулого року, від податку на додану

вартість – на 6,46 млрд. грн. (110%), ввізного мита - на 0,96 млрд. грн. (76,1%). Така динаміка була зумовлена, перш за все, скасуванням ряду податкових пільг для виробників. Реалізація програми “Контрабанда-стоп!” сприяла зростанню доходів від податків на міжнародну торгівлю, не зважаючи на скорочення обсягів митних платежів на товари, що імпортувалися легально. Однак навіть стрімке зростання доходів бюджету все ж не дозволило забезпечити наповнення бюджету на запланованому рівні. Достатньо проблемною є динаміка надходжень від податку на доходи фізичних осіб. На фоні більш як 40% номінального зростання доходів населення, бюджет отримав лише на 26,4% коштів більше. Це свідчить, по-перше, про складності із детінізацією доходів населення, не зважаючи на досить низьку ставку податку на доходи фізичних осіб. По-друге, це свідчить про те, що, в основному, зросли доходи малозабезпечених прошарків населення, які мають зменшені податкові зобов'язання щодо податку на доходи.

Протягом 5 місяців 2005 р. лише видатки на соціальний захист населення були здійснені в повному обсязі (43% від річного плану). Водночас найменшою мірою були профінансовані програми щодо охорони навколишнього природного середовища (на 20,9%), охорони здоров'я (23,5%). Витрати на економічну діяльність становили 22,4% від запланованого рівня.

Протягом січня-травня Міністерство фінансів активно та успішно проводило політику щодо зменшення вартості обслуговування державного боргу та скорочення частки зовнішнього боргу. Протягом 5 місяців було проведено 11 розміщень облігацій внутрішньої державної позики на суму 5,9 млрд. грн. (всього на 2005 р. заплановано 9,17 млрд. грн. запозичень). Такі обсяги запозичень видаються виправданими, зважаючи на доволі низькі ставки доходності 5-7%. Здійснювати зовнішні запозичення в цій ситуації для Міністерства є недоцільним.

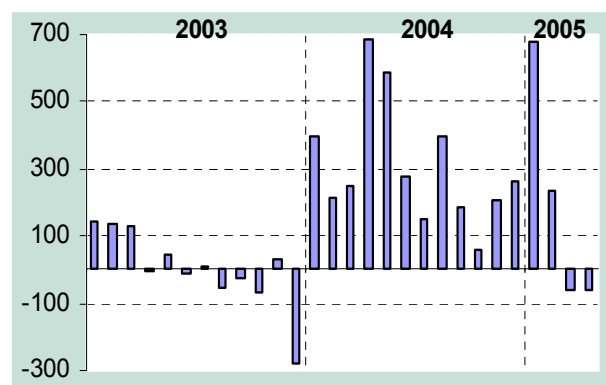
Надходження від приватизації становили лише 9,2% річного плану. Очевидно, що Уряд не розраховує на значні обсяги надходжень за цією статтею і розглядає продаж державних підприємств як резерв для наповнення бюджету на наступні періоди.

### Зовнішній сектор

У квітні 2005 року сальдо торгівлі товарами другий місяць поспіль було негативним і склало -60.9 млн. дол. (+688 млн. дол. в у квітні 2004 року). Таке погіршення відбулося, в основному, за рахунок прискореного росту імпорту в 2005 році на 34.6%, тоді як експорт залишився, практично, на рівні попереднього року (+1.6%).

Розглядаючи товарну структуру імпорту у квітні 2004 року, варто відмітити певні зміни в частці внесків ряду компонентів в його ріст, порівняно з відповідним періодом минулого року. Зокрема, зміни до Митного тарифу України у березні 2004 року (в т.ч. зменшення імпортних мит на продукцію машинобудування) поки не призвели до зростання відповідного імпорту. Проте, у квітні 2005 року по відношенню до квітня 2004 року значний вклад у зростання імпорту спостерігалась лише по компоненту електричні машини і устаткування (ймовірно, за рахунок побутових приладів), тоді як збільшення імпортних надходжень по інших групах товарів не відбулося.

**Графік 2. Сальдо зовнішньої торгівлі товарами у 2003-2005 (тис. дол. США)**



Джерело: Держкомстат

Внесок імпорту сирової нафти у загальний імпорт у січні-квітні 2005 року р/р (0.8 в.п.) зменшився у порівнянні із відповідним періодом минулого року (1.2 в.п.). Дані зміни спричинені збільшенням загального обсягу імпорту при зменшенні споживання енергетичних матеріалів, переважно сирової нафти у 2005 році. Очевидно, це є наслідком скорочення внутрішнього промислового виробництва протягом початку 2005 року.

Основний негативний вклад у темпи зростання експорту за січень-квітень 2005 року мали такі групи як механічне обладнання та машини і механізми (внесок у 2005 році склав -18.2% порівняно з +22% у 2004 році), транспортні засоби та шляхове обладнання (-17.1% до 16.2 у 2004 році). У той же час, в секторах хімічної промисловості, та недорогоцінних металів внесок був позитивним.

Починаючи з квітня 2005 року, обсяги експорту металургійної продукції – основного експортоорієнтованого сектору почали знижуватись. Очевидно, це пов'язано із значним уповільненням темпів росту доданої вартості у цьому секторі в Україні. Іншим фактором є зниження світових цін на метали у зв'язку із активізацією на зовнішніх ринках Китаю та Індії.

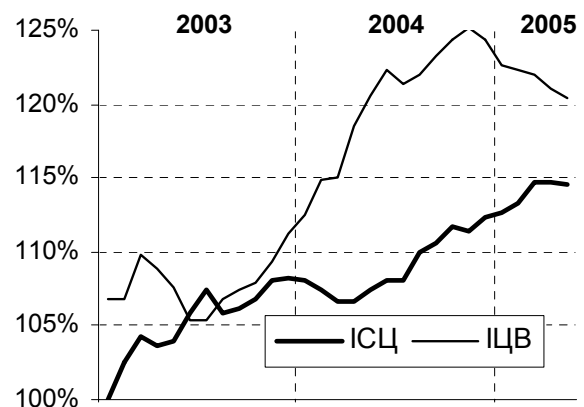
## Ціни

Інфляція в Україні продовжує залишатися високою. У травні споживчі ціни виросли на 0.6% порівняно із попереднім місяцем (+0.7% за аналогічний період 2004 року), а річні темпи росту ІСЦ склали 14.6% (14.7% у березні та квітні).

Певна стабілізація темпів росту цін у другій половині весни пов'язана, перш за все, із нормалізацією ситуації на ринку м'яса. Зокрема, у травні, вперше за останні півтора роки, спостерігалось нарощення виробництва м'яса порівняно з аналогічним періодом попереднього року (+3.2%, після -14% у 2004 році). Відповідно, у травні цього року м'ясо подорожчало всього на 0.8% порівняно із +5.5% у травні 2004 року. Поряд із цим, високими залишаються темпи

росту на яйця, фрукти та ін.. В результаті, ціни на продовольчі товари у травні 2005 року виросли на 0.7% після +0.6% у травні 2004.

**Графік 3. ІСЦ та ІЦВ (помісячно, до відповідного періоду попереднього року)**



*Джерело: Держкомстат, розрахунки CASE Україна*

Також важливо відмітити, що у травневій інфляції ще не враховано подорожчання пального, яке відбулося в кінці місяця (через припинення урядом адміністративного регулювання ринку)<sup>1</sup>. В результаті, ціни на непродовольчі товари у травні залишилися фактично стабільними (0.2%).

З іншої сторони, спостерігається певний тиск на споживчі ціни зі сторони попиту. Так, збільшення номінальних доходів населення на початку цього року більш ніж на 40%, очевидно, є одним із факторів стрімкого зростання цін на послуги: +0.8% у травні 2005 порівняно із +0.2% за травень 2004. Подорожчання послуг відбувається за рахунок високих цін на оренду нерухомості (+4.8% у травні) та „індивідуальні послуги” (+1.2%). Також продовжують зростати ціни на транспорт (+1.0%). При цьому ціни на комунальні послуги є стабільними (-0.1%). З початком цього року, імовірно, відбулося і посилення тиску на ціни зі сторони

<sup>1</sup> Це пов'язано із специфікою методики розрахунку ІСЦ, яка передбачає розрахунок інфляції на основі даних до 20-25 числа підзвітного місяця

монетарного сектору. Так, на фоні майже трикратного спаду темпів реального росту економіки (із 12.1% у 2004 до 4.7% за перші п'ять місяців цього року), темпи нарощення пропозиції грошей залишаються високими (грошовий агрегат М3 зростає на 36-37% в середньому).

Одночасно із цим, суттєва ревальвація гривні може мати дещо обмежений вплив на ціни. По-перше, продовжує дорожчати нафта на світових ринках, що не дозволить зменшитися цінам на імпортовані енергоносії. По-друге, не пройшов друге читання в Парламенті закон щодо зниження імпорتنних тарифів на продовольчі продукти через суттєву протидію аграрного лобі.

### Обмінний курс та монетарна політика

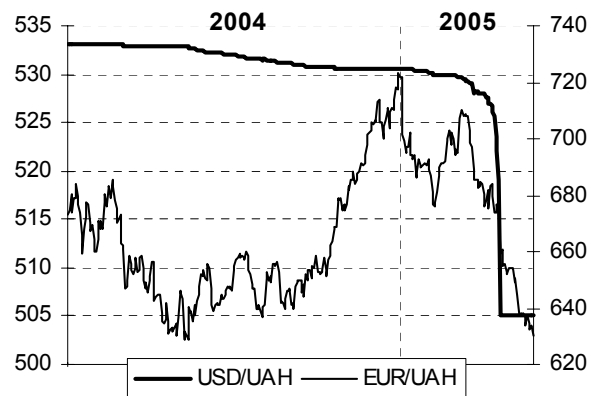
Після квітневого укріплення номінального курсу гривні до долара США у травні курс залишався стабільним на рівні 5.05 грн. за 1 дол. США (укріплення на 4.8% з початку року). При цьому спостерігалось суттєве скорочення обсягів надлишкової валютної пропозиції на ринку. В результаті, інтервенції Нацбанку скоротилися із 1.1 млрд. дол. США у квітні до 0.4 млрд. у травні (0.6 млрд. у травні 2004).

Одною із причин скорочення пропозиції валюти стало значне погіршення торгового сальдо України. Так, протягом березня та квітня вперше за останні півтора роки імпорту товарів перевищував експорт на 58 млн. дол. та 60 млн. дол. відповідно. Така ж тенденція, очевидно, збереглася і у травні. Іншою причиною є зменшення притоку валюти за рахунок портфельних інвестицій. Зокрема, після різкого укріплення гривні значно зменшився попит нерезидентів на українські ОВДП – одне з головних джерел притоку портфельних інвестицій у першому кварталі.

У травні продовжилось укріплення номінального курсу гривні проти євро та російського рубля, що пов'язано із посиленням позицій долара на світових валютних ринках. Таким чином, з початку

року гривня ревальвувала на 10.2% та 6.0% до євро та рубля відповідно.

**Графік 4. Номінальні обмінні курси гривні до американського долара і євро у 2004-2005 (щоденні дані, зменшення означає укріплення курсу гривні)**



Джерело: НБУ

У травні темпи розширення широкої пропозиції грошей скорочувалися, а грошова база зменшилася на 1.6%. В результаті, річні темпи розширення резервних грошей зменшилися з 41% у квітні до 32% у травні. Це сталося не дивлячись на позитивний баланс інтервенцій НБУ на валютному ринку. Це пов'язано із накопиченням урядом додаткових 2.4 млрд. грн. на своїх рахунках в НУБ. Натомість, пасивні операції Нацбанку із стерилізації надлишкової ліквідності банків (2.2 млрд. грн. у травні) поки не мають суттєвого впливу на динаміку грошових агрегатів.

Одночасно із цим грошовий агрегат М3 збільшився у травні 2005 на 0.9% (+4.1% за аналогічний період минулого року). Розширення М3 на фоні скорочення грошової бази пояснюється поступовим (хоча і дуже повільним) відновленням темпів кредитування реальної економіки банками та відповідним збільшенням грошового мультиплікатору.

Після скорочення кредитування в кінці минулого – на початку цього років, протягом березня-травня спостерігається помірне відновлення кредитування економіки банківським сектором. Так, у

травні загальний обсяг наданих кредитів збільшився на 4.4% (+2.7% у травні 2004).

Це пов'язано із поступовою нормалізацією політичної ситуації та пристосуванням економічних суб'єктів до нових „правил гри”. Також спостерігається поступове зниження відсоткових ставок.

Варто відзначити, що попит на валютні кредити залишається більшим, ніж на гривневі. Це пов'язано із нижчими відсотковими ставками саме на доларові запозичення. Натомість, розширення пасивів банків відбувається, в основному, за рахунок гривневих депозитів. В результаті, збільшується невідповідність у валютній структурі пасивів та активів банків, що створює додаткові ризики для фінансових посередників, особливо на фоні невизначеності майбутньої динаміки курсу гривні до долара.

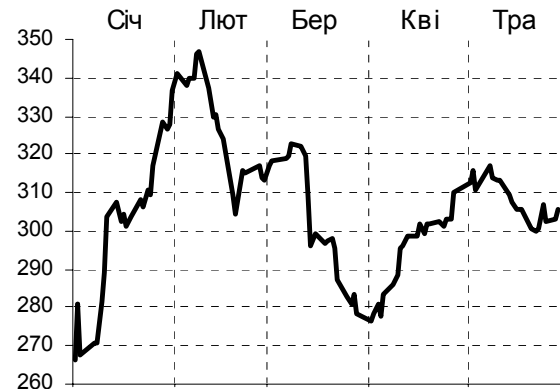
### Фінансові ринки

Як ми і передбачали, зростання фондового ринку в квітні виявилось тимчасовим. У травні фондовий індекс ПФТС зменшився на 1.4% (+11.3% у квітні). Основним фактором падіння ринку є продовження погіршення макроекономічної ситуації в Україні (особливо погіршення ситуації в металургійному секторі, де вже спостерігається скорочення обсягів виробництва). Так, у травні суттєвого падіння зазнали акції Азовсталі (-18%), Запоріжсталі (-17%), ММК імені Ілліча (-12%), Нікопольського заводу феросплавів (-7%). З іншої сторони, акції Укрнафти (емітент, акції якого мають найбільшу вагу при розрахунку індексу ПФТС – 30%) подорожчали на 3%. Це пов'язано із позитивним сприйняттям ринку активізації дій уряду щодо створення вертикально-інтегрованої нафтової кампанії (ВІНК) на базі Укрнафти.

В подальшому, в умовах збереження невизначеності в питаннях прав власності, можна очікувати продовження поступового падіння фондового ринку. Темпи такого скорочення можуть бути дещо стриманими

через сезонне зменшення активності ринку у літні місяці.

Графік 5. Фондовий індекс ПФТС



Джерело: ПФТС

У травні уряд продовжив проводити аукціони із первинного розміщення ОВДП. Проте, на фоні зменшення попиту на ці цінні папери, до бюджету було залучено лише 260 млн. грн. (3.7 млрд. у квітні). Варто відмітити, що поки що вдається зберігати досить низьку доходність ОВДП на рівні 5.6%, хоча і за рахунок скорочення терміну їх обігу. Так, у травні вдавалося розміщувати переважно річні облігації за відсутності попиту на облігації із більш тривалим терміном погашення. Зменшення попиту на облігації внутрішньої позики є результатом переважно меншої зацікавленості іноземних інвесторів у активах в гривні після її різкого укріплення до долара у квітні.

Ситуація для перехідних економік на ринку євробондів у травні залишалася стабільною. Досить неочікувано після квітневого погіршення (+2.8%) протягом травня індекс JP Morgan EMBI+ зменшився на 5.8%. Цей індикатор відображує різницю між доходністю облігацій країн із перехідною економікою та безризикових облігацій казначейства США. Така ситуація пов'язана із деяким поживленням інтересу до цього ринку зі сторони міжнародних інвесторів на фоні стабілізації доходності облігацій американського уряду. Котування облігацій



українських емітентів протягом місяця було стабільним і суттєво не відхилялося від загального тренду бондів інших перехідних економік.

Після підняття у січні рейтингу України агентством Fitch, у травні аналогічний крок зробила агенція Standard & Poor's. Довгостроковий кредитний рейтинг українських зобов'язань в іноземній валюті було підвищено з „В+” до „ВВ-”, а у національній валюті – із „В+” до „ВВ”. Таким чином, із трьох найбільших міжнародних рейтингових агентств лише Moody's поки зберігає мовчання відносно суверенного рейтингу України.