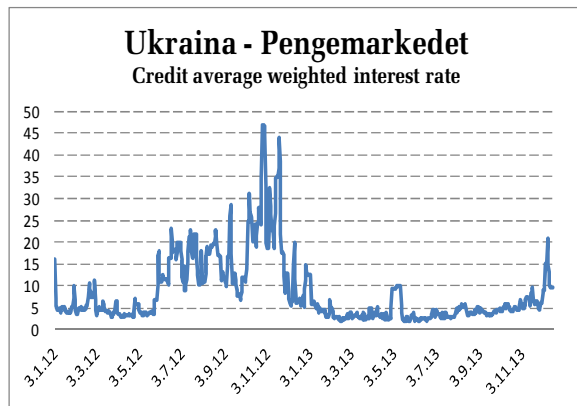


Spesialrapport om Ukraina

Hovedpunkter

- Ukrainas realøkonomi ble sendt i resesjon da en kraftig kredittboble sprakk i etterkant av finanskrisen i 2007, og landet har siden strevd med et deflatorisk penge- og kredittbilde og svak produksjons- og etterspørselsside
- Nå er industriproduksjonen, ordreboken og privat etterspørsel grunnleggende svak og valutakursen trolig overvurdert
- For å motvirke den siste nedturen tillot myndighetene en kraftig, *pengefinansiert* økning i budsjettunderskuddet i fjor, og underskuddsbudsjetteringen har fortsatt hittil i år
- Mye tyder på at det sittende regimet lever på lånt tid, men presidentfamilien og dens støttespillere (som stadig blir færre, et sikkert tegn på at slutten er nær) vil temmelig sikkert gjøre hva de kan for å klamre seg til makten
- Vår investeringsanbefaling er å ligge short ukrainske Hryvnia (UAH) mot USD, eller å unngå dette krysset til den politiske uroen har lagt seg, noe vi tror krever et regimeskifte

Månedens hovedgraf

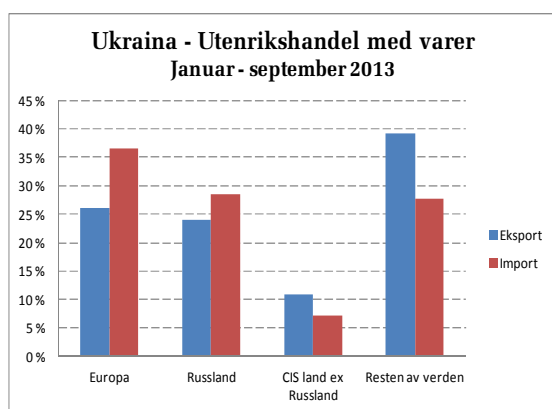


- Ukrainske myndigheter finansierer et økende budsjettunderskudd via seddelpressen, noe som i prinsippet ikke skal være mulig under et fastkursregime
- Økt pengemengde som følge av sentralbankens kjøp av statsobligasjoner vil redusere rentenivået under *potensiell* kapitalflukt
- Mot slutten av 2012 kom også rentene i pengemarkedet kraftig ned, noe som kan ha sammenheng med det ekspanderende, *pengefinansierte* budsjettunderskuddet

Ukraina

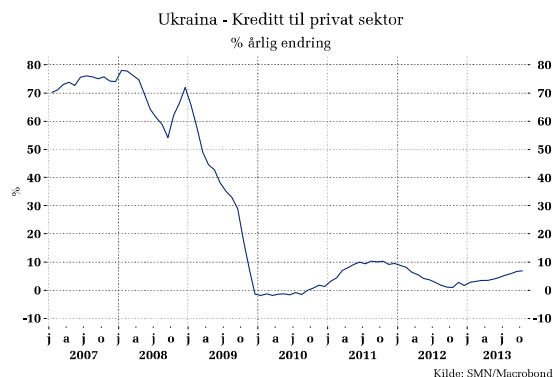
Innledning

De kraftige politiske demonstrasjonene i Ukraina i høst har preget overskriftene i verdenspressen de siste månedene, og både demonstrantene og vestlige kommentatorer håper tydeligvis på at landet skal knytte seg nærmere EU for å sikre sin selvstendighet overfor Russland. Med tanke på landets politiske historie forstår vi demonstrantenes bekymring for å bli for avhengig av Russland. Og det økonomiske rasjonale for å knytte seg nærmere Europa er åpenbart, EU er landets viktigste handelspartner.

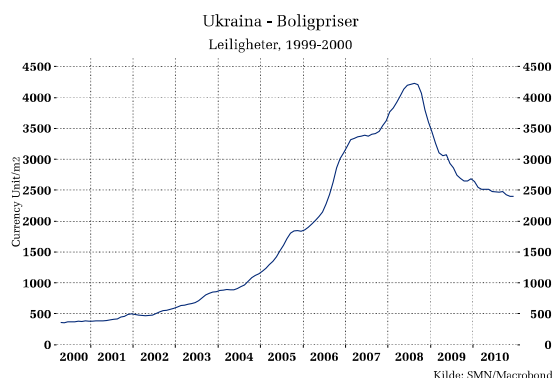


Landets økonomiske vandel gjør imidlertid ikke Ukraina til en åpenbar kandidat for EU medlemskap og langt mindre EMU medlemskap. Lederskapet under Viktor Janukovitsj (president fra 2004 til dags dato) påstår kun å være opptatt av å beskytte egne økonomiske interesser. Presidenten og hans familie beskyldes for å ha ranet statskassen *årlig* for et beløp i størrelsesorden \$10 milliarder siden han kom til makten. Det sier seg selv at et slikt system er gjennom korrupt og at en forutsetning for å gjøre forretninger er å ha gode forbindelser til landets politiske ledelse, det vil si presidentfamilien.

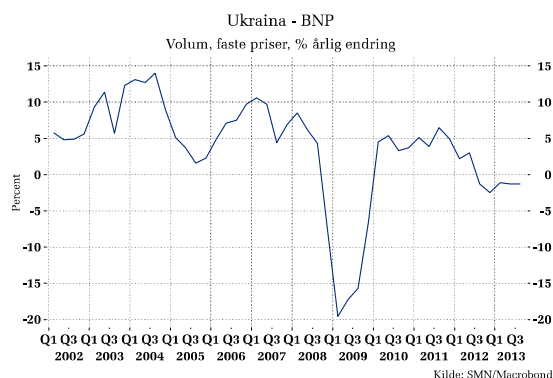
Ukraina fikk sin "selvstendighet" da Sovjetunionen brøt sammen i 1991 og inngikk deretter i Samveldet av uavhengige tidligere sovjetiske stater, men de 10 første årene av den nyvunne friheten falt landets verdiskapning. I tiden før den globale finanskrisen i 2007-2008 utviklet Ukraina i likhet med mange andre land en brutal kredittboble, som akselererte de nominelle vekstratene og tiltrakk seg store mengder internasjonal finanskapital som ble plassert i landets finansmarkeder, inklusive boligmarkedet.



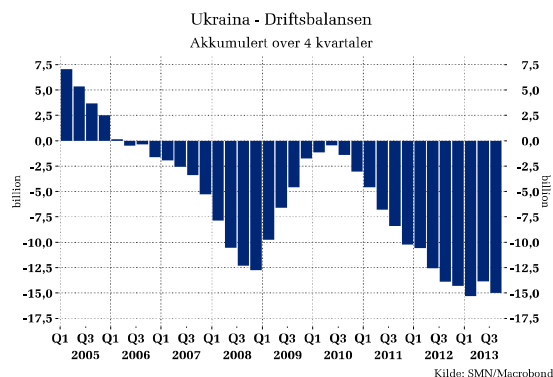
Prisstigningen i boligmarkedet i disse årene var ekstrem, og krakket som kom i 2008 var meget ubehagelig.



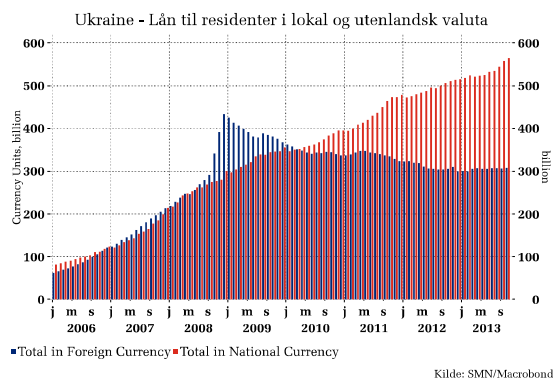
I 2007 økte verdiskapningen i Ukraina i størrelsesorden 10 prosent, og fallet i BNP veksten i 2008 var desto mer spektakulært; i 1. kvartal 2009 var *fallet* i årlig verdiskapning 20 prosent.



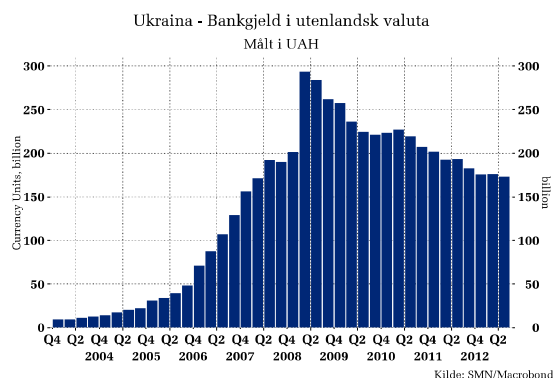
Et sikkert tegn på at økonomien var overopphøyet i 2007 er det betydelige underskuddet på driftsbalansen landet måtte tåle i 2008.



Resesjonen som fulgte i etterkant av finanskrisen gjorde slutt på importtetterspørselen og i 2010 var driftsregnskapet i balanse (en stakket stund, se nedenfor).



Et strukturelt trekk ved det ukrainske kredittbildet som forsterket nedturen var at en stor andel av lånene som ble opptatt under kredittboomen var denominert i utenlandsk valuta.

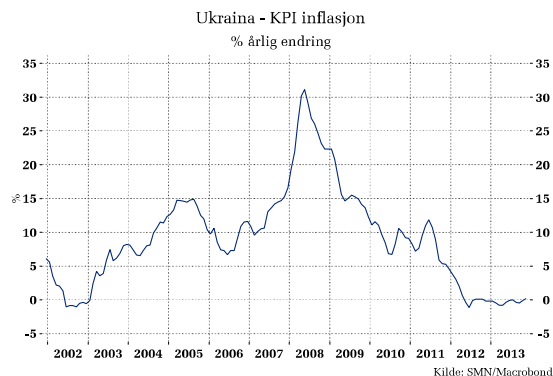


Og mange av lånene ukrainske banker hadde ytt i lokal valuta var også finansiert i internasjonal valuta. Og det var selvsagt heller ikke spesielt vanskelig å få tak i utenlandsk kapital for en økonomi som tilbød høye renter og dessuten hadde bundet nominell valutakurs mot USD, i den grad man hadde tiltro til sentralbanken. Men

historien viser at blind tiltro til Ukrainas sentralbank ikke nødvendigvis er så smart.

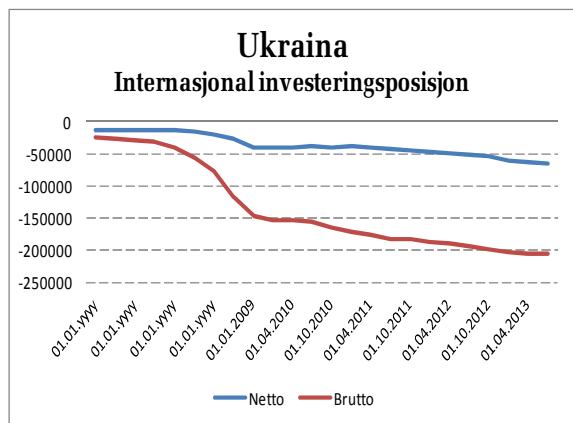


Valutakursen har gjort mistenkelige hopp på 90-tallet, og i 2008 da netto eksporten kollapset og finanskapitalen forlot landets verdipapirmarkeder, bukket sentralbanken under for presset og devaluerte UAH mot USD. Kostnaden ved å betjene utenlandsgjelden skjøt umiddelbart i været og bidro til nedturen i realøkonomien i 2009.



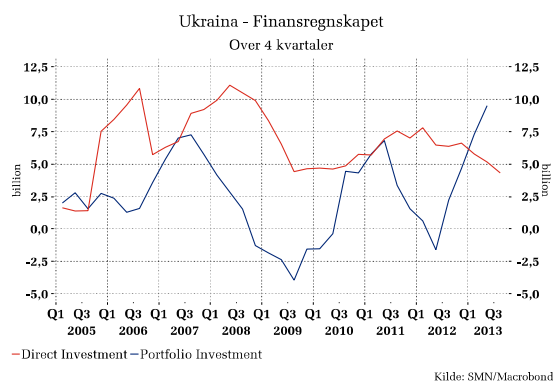
Og inflasjonen røk oppskriftsmessig til himmels, først og fremst drevet av kraftig prisstigning på importvarene, og passerte 30 prosent p.a. i mai 2008. Men den globale finanskrisen svarte med en like kraftig deflatorisk impuls til økonomien, et sjokk landet ennå ikke har kommet seg fra. For alle praktiske formål er det nå deflasjon i KPI indeksen.

Fortsatt er landets innbyggere skyldig utlendingene store beløp. Utlendingenes brutto investeringer i Ukraina utgjør om lag 120 prosent av BNP mens nettoposisjonen utgjør ca 20 prosent av BNP i utlandets favør.



Gjeldsbyrden virker utvilsomt hemmende på privat sektors konsumevne og vilje, og har begrenset forbruket siden 2009. Kredittveksten i privat sektor har vært anemisk de siste 5 årene, med årlige vekstrater rundt null, men trekker nå litt opp.

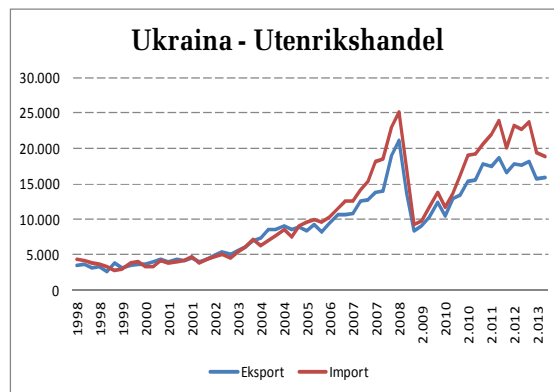
Merkelig nok er porteføljeinvestorene nå tilbake i landet og finansierer underskuddet på driftsbalansen, tilsynelatende uten betenkeligheter.



Dette er nok grunnen til at kredittveksten har tatt seg litt opp igjen i 2013. Kredittveksten i privat sektor er nå i underkant av 10 prosent årlig.

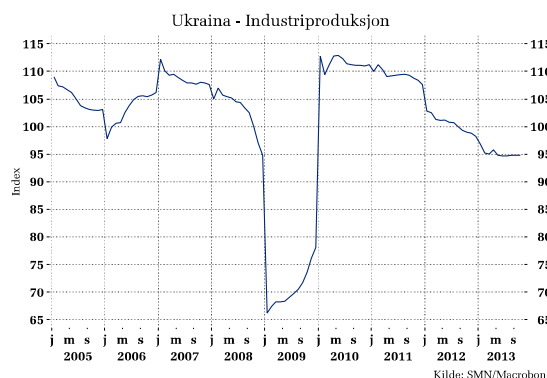


Pengemengden øker nå også relativt kraftig, men dette skyldes også andre forhold enn kredittveksten i privat sektor (se nedenfor).

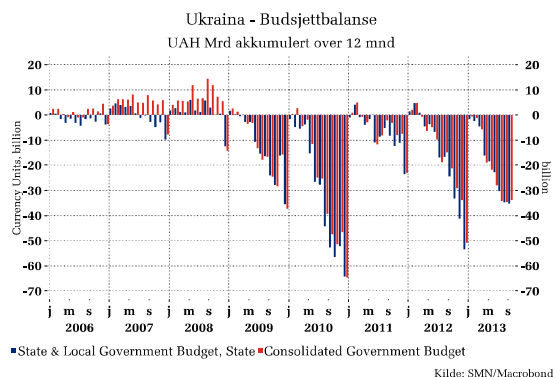


Det siste året har handelsbalansen skuffet, og eksportveksten har vært særlig svak. Ukraina er selvsagt svært avhengig av aktivitetsnivået i nabolandene. Landets viktigste handelspartnere er EU (27 prosent av eksportproduksjonen) og Russland (21 prosent av eksportproduksjonen). Og eksportinntektene er særlig avhengig av prisen og etterspørselen etter stålprodukter; ståleksporten utgjør over 46 prosent av total eksport.

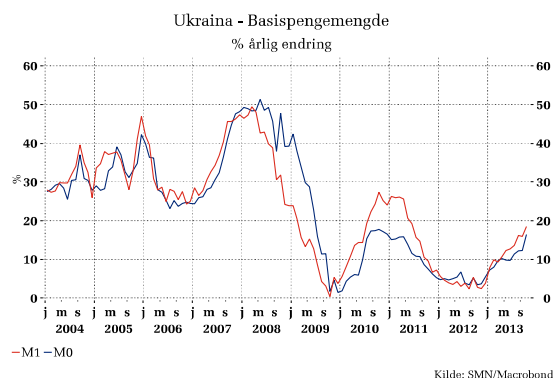
Det er liten tvil om at industriproduksjonen, og ordresituasjonen, er grunnleggende svak. Kombinasjonen av svak eksport og minst like svak industriproduksjon får oss til å lure på om valutakursen nå er for sterk, på tross av den kraftige devalueringen i 2008.



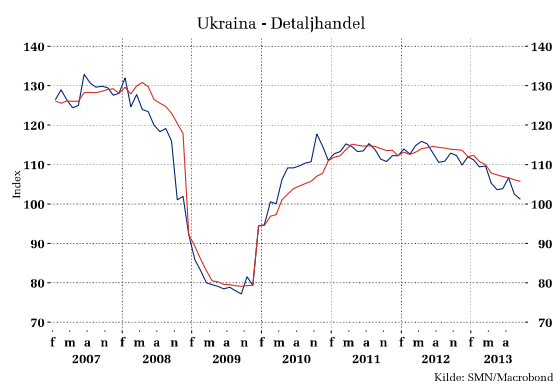
I denne situasjonen er det ikke overraskende at myndighetene igjen har sett seg nødt til å øke budsjettunderskuddet. I 2010 utgjorde underskuddet på statsbudsjettet vel 8 milliarder US dollar tilsvarende 6 prosent av BNP (for øvrig omtrent det beløpet presidenten beskyldes for å tilrane seg årlig). I 2012 var det offisielle underskuddet oppgitt til 3,6 prosent av BNP, en kraftig økning fra 1,6 prosent i 2011. Per september i år utgjør det akkumulerte underskuddet allerede et sted mellom 2,5 og 3 prosent av landets verdiskapning.



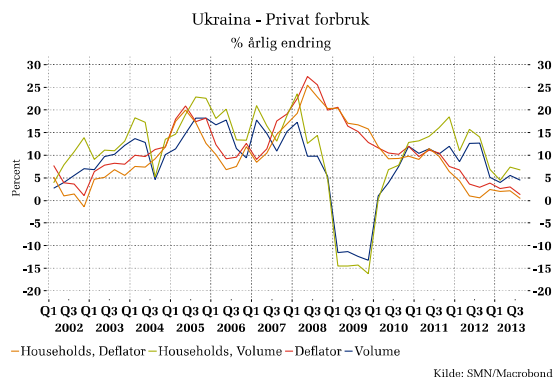
Vi er rimelig sikker på at myndighetene finansierer budsjettunderskuddet via seddelpressen, ettersom basispengemengdeveksten har økt kraftig i 2013, og sentralbankens verdipapirbeholdning også vokser.



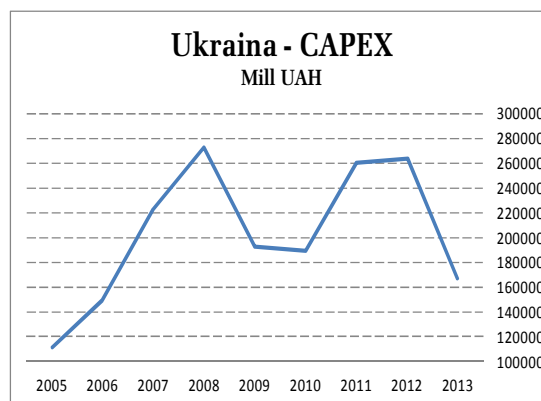
Det ser foreløpig ikke ut til at den ekspansive finanspolitikken har hatt vesentlig effekt på husholdningenes forbruk, selv om dette har trukket noe opp inn i 2013. Detaljhandelen faller imidlertid, og har tendert ned i snart to år.



Det private forbruket vokser fortsatt i følge landets nasjonalregnskapstall (som vi er ytterst skeptiske til), men vekstratene avtar på tross av det økende statlige budsjettunderskuddet.



Investeringsutviklingen er bekymringsfullt svak. Privat investering har falt 37 prosent i år sammenliknet med i fjor. Dette er et større tilbakeslag for investeringene enn det vi så i kriseåret 2009.



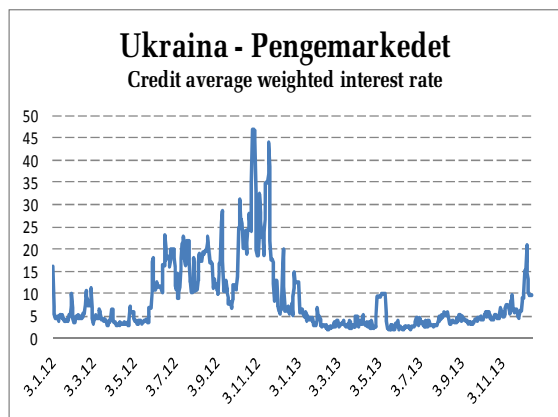
Den svake investeringsaktiviteten og produksjonsresponsen på den ekspansive finanspolitikken kan også være en indikasjon på at valutakursen er krevende for eksportbedriftene.

Den offisielle arbeidsledigheten har nå passert 8 prosent, landet er i resesjon, industriproduksjonen har sluttet å vokse og privat forbruk er også trolig på randen til resesjon. I denne situasjonen er det vanskelig for myndighetene å stramme til i finanspolitikken, ikke minst i lys av den økende politiske oppstanden i befolkningen.

Men myndighetene kan ikke få både i pose og sekk; enten må de stramme til i finanspolitikken, og øke misnøyen i befolkningen ytterligere, eller så må de oppgi sitt "kvasi" fastkursregime og la valutakursen svekke seg betydelig mot US dollar, noe som heller ikke kommer til å oppleves som behagelig for befolkningen, men er det miste av to onder.

Mye tyder på at det sittende regimet lever på lånt tid, men presidentfamilien og dens støttespillere (som stadig blir færre, et sikkert

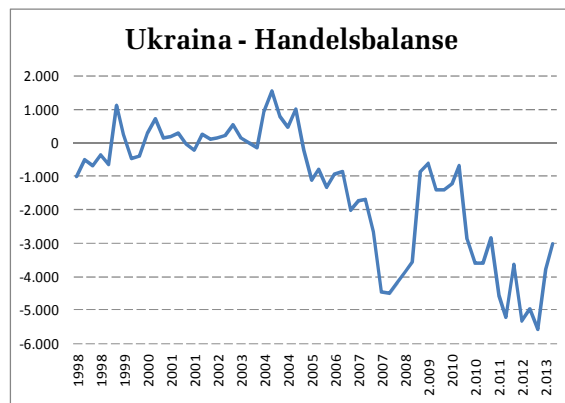
tegn på at slutten er nær) vil sin natur tro gjøre hva de kan for å klamre seg til makten. Derfor tror vi valutakursen ryker snarere enn at finanspolitikken blir strammet inn. Pengemarkedet fikk panikk i begynnelsen av desember; interbankrenten steg til over 20 prosent p.a., men har siden kommet ned til 10 prosent p.a.



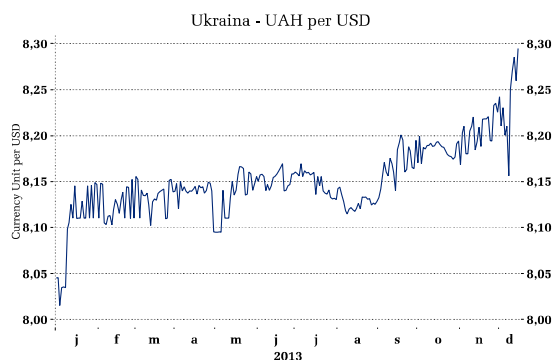
Vi tror ikke faren er over for UAH, og ville være short ukrainske Hryvnia (UAH) mot USD.

Oppsummering:

- Som mange andre land benyttet Ukraina den rike tilgang på internasjonal kreditt i årene før finanskrisen til å bygge opp en kraftig kredittboble på midten av 2000-tallet
- Men da kredittboblen sprakk i etterkant av finanskrisen i 2007 ble realøkonomien sendt i resesjon, og landet har siden strevd med et deflatorisk penge- og kredittbilde og svak produksjons- og etterspørselsside
- Nå er industriproduksjonen, ordreboken og privat etterspørsel grunnleggende svak og valutakursen trolig overvurdert
- For å motvirke den siste nedturen tillot myndighetene en kraftig, *pengefinansiert* økning i budsjettunderskuddet i fjor, og underskuddsforbruket har fortsatt hittil i år
- Den mest åpenbare effekten av den finanspolitiske stimulansen er at handelsbalansen har svekket seg



- Det private forbruket har trukket marginalt opp, men nå avtar vekstratene
- Eksporten er også svak, nok et tegn på at valutakursen kan være overvurdert
- Imidlertid skal det ikke være mulig å finansiere et stort statlig budsjettunderskudd ved hjelp av *seddelpressen*, under et fastkurs regime (Ukrainas nominelle valutakurs er bundet mot US dollar)
- Økt pengemengde som følge av sentralbankens kjøp av statsobligasjoner vil redusere rentenivået og *potensielt* føre til kapitalflukt (noe som igjen vil redusere pengemengden og øke rentene frem mot den nye likevekten)
- Mot slutten av 2012 kom også rentene i pengemarkedet kraftig ned, noe som kan ha sammenheng med det ekspanderende, *pengefinansierte* budsjettunderskuddet
- Hvis myndighetene velger å opprettholde stimulansen, tror vi valutakursen snart må gi etter
- Denne har også nylig kommet under press



- Og det rådende politiske bakteppet gir neppe et egnet klima for å påføre

befolkningen ytterligere smerte gjennom strammere finanspolitikk

- En naturlig investeringsanbefaling er derfor å ligge short ukrainske Hryvnia (UAH) mot USD, eller å unngå dette krysset til den politiske uroen har lagt seg, noe vi tror krever et regimeskifte

DISCLAIMER

Dette dokument er kun ment for bruk av personer og/eller selskaper som har fått tilgang til dokumentet fra SpareBank 1 SMN Markets. Enhver form for reproduksjon/gjenbruk av hele eller deler av dokumentet kan ikke finne sted uten forutgående samtykke fra SpareBank 1 SMN Markets.

Informasjonen i dokumentet baserer seg på kilder som vurderes som pålitelige, men SpareBank 1 SMN Markets kan ikke innestå for at informasjonen er presis eller fullstendig, og informasjonen må følgelig sees i lys av dette. Uttalelsene i dokumentet gir uttrykk for SpareBank 1 SMN Markets' oppfatning på det tidspunkt dokumentet ble utarbeidet, og oppfatningen er gjenstand for endringer uten særskilt varsel. SpareBank 1 SMN Markets påtar seg intet ansvar for verken direkte eller indirekte tap eller kostnader som skyldes bruk av og/eller forståelsen av dette dokumentet eller dets innhold. SpareBank 1 SMN Markets og/eller datterselskaper av SpareBank 1 SMN og/eller ansatte i konsernet kan være markedspleier (market maker) i, handle med eller ha posisjoner i omtalte markeder og/eller instrumenter, eller ha sikkerheter i omtalte eller beslektede instrumenter, eller yte finansielle råd og banktjenester til og innenfor de samme områder/markeder.

Dette dokument skal ikke forstås som et tilbud eller anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter [eller valuta] eller posisjonstaking i omtalte markeder, og verken hele eller deler av dokumentet kan brukes som grunnlag for inngåelse av noen form for kontrakt eller forpliktelse. SpareBank 1 SMN Markets er en divisjon i SpareBank 1 SMN, org.nr. 937 901 003.