



## Erste Bank Analysten: Ukraine verzeichnet ein hohes Wachstum, muss aber noch ein Rezept gegen die Inflation finden

03.04.2008

Das hohe Wirtschaftswachstum wird auch weiterhin von der Inlandsnachfrage getrieben  
 Das Außenhandelsdefizit könnte sich ausweiten, sollte aber durch Investitionszuflüsse abgedeckt sein  
 Die hohe Inflation zwingt die Regierung zu Gegenmaßnahmen  
 Maßnahmen zur Inflationssteuerung stehen noch nicht auf der Tagesordnung, aber eine Ausweitung des Wechselkursbandes ist dieses Jahr wahrscheinlich  
 Die Regierung plant für 2008 umfangreiche Privatisierungen

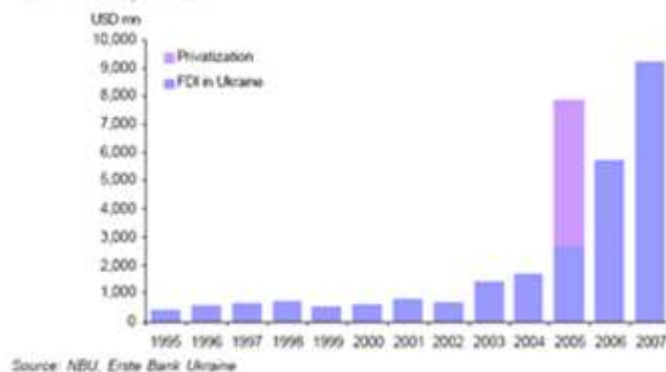
### Das hohe Wirtschaftswachstum wird auch weiterhin von der Inlandsnachfrage getrieben

Die Realwirtschaft setzte im zweiten Halbjahr 2007 ihr kräftiges Wachstum fort und konnte von der anhaltend starken Inlandsnachfrage und der günstigen Wachstumsdynamik der GUS-Länder (d.h. der Haupthandelspartner der Ukraine) profitieren. „Wir erwarten für 2008 ein Wirtschaftswachstum von 6.6 %. Eine Hauptstütze der Konjunktur wird der durch steigende Realeinkommen und zunehmende Kreditausweitung angekurbelte Privatkonsum sein. Auch die von der neuen Regierung seit Jänner angehobenen Sozialleistungen sollten die Verbraucherausgaben positiv beeinflussen. Die rasante Zunahme der Investitionstätigkeit (2007: +20 % gegenüber dem VJ) schafft eine solide Grundlage für anhaltendes Wirtschaftswachstum in den kommenden Perioden. Die Geschäftstätigkeit sollte insbesondere von den Reformen im Unternehmensbereich (wie dem Lohnsteuergesetz) profitieren“, meint Juraj Kotian, Co-Chef CEE Macro and Fixed Income Research der Erste Bank.

### Aufgrund von Fusionen und Übernahmen sowie umfangreichen Privatisierungen wird der starke Zufluss ausländischer Direktinvestitionen (FDI) anhalten

Im vergangenen Jahr entfiel mit 37,9 % der weitaus größte Anteil der FDI (USD 3,5 Mrd.) auf den Bankensektor. 47 von 173 registrierten Banken wiesen ausländische Beteiligungen auf. Das in den Bankensektor fließende Auslandskapital trug wesentlich zur Beschleunigung der wirtschaftlichen Konvergenz bei. Der Bankensektor erreichte eindrucksvolle Wachstumszahlen: Kredite wuchsen um 84,5 % und Einlagen um 55,5 %. Auch der Bau- und Immobiliensektor expandierte 2007 sehr kräftig: auf ihn entfielen 21 % aller FDIs. „Wir erwarten, dass die hohe Dynamik des FDI-Wachstums auch 2008 anhalten wird. Im Bankenbereich werden Fusionen und Übernahmen auch weiterhin eine wesentliche Triebkraft darstellen. Von Jänner bis März 2008 wurden bereits große Transaktionen bekannt gegeben. Zudem werden durch die Abwertung des USD-Veranlagungen in der Ukraine für europäische Investoren billiger und dadurch attraktiver. Die umfangreichen Privatisierungsvorhaben sollten 2008 einen hohen Beitrag zu FDI-Zuflüssen leisten“, erklärt Kotian.

FDI in Ukraine, 1995-2007



### 2008 Nettoprivatisierungserlöse von USD 4-5 Mrd. möglich

Die Regierung plant für 2008 die Privatisierung von etwa 318 Unternehmen. Darunter befinden sich 13 große Unternehmen von strategischer Bedeutung, die dem Staat die höchsten Erlöse einbringen sollten. Die Regierung rechnet 2008 mit Privatisierungserlösen von etwa USD 1,7 Mrd. Angesichts der

Anzahl der zu privatisierenden Firmen stellt dies nach Meinung der Erste Bank Analysten eine vorsichtige Schätzung dar, denn allein der Verkauf von Ukrtelecom (67,8 %) könnte die Regierungsschätzungen übersteigen. „Wir glauben, dass die Regierung mit ihren

Privatisierungsplänen Erfolg haben und 2008 aus Privatisierungen Einnahmen von USD 4–5 Mrd. erzielen wird“, so Kotian in Hinblick auf die bevorstehenden Privatisierungsverfahren.

| Companies               | Industry                 | Stake for Sale |
|-------------------------|--------------------------|----------------|
| Ukrtelecom              | Telecommunications       | 68%            |
| Odesa Portside Plant    | Chemicals/Fertilizers    | 100%           |
| Turboatom               | Engineering /Turbines    | 75%            |
| Poltva-oblenenergo      | Electricity Distributors | 25%            |
| Lviv-oblenenergo        | Electricity Distributors | 27%            |
| Odesa-oblenenergo       | Electricity Distributors | 25%            |
| Chemihv-oblenenergo     | Electricity Distributors | 25%            |
| Pykarpattya-oblenenergo | Electricity Distributors | 25%            |
| Sumy-oblenenergo        | Electricity Distributors | 25%            |
| Centr-energo            | Electricity Generators   | 60%            |
| Donbas-energo           | Electricity Generators   | 60%            |
| Zakhd-energo            | Electricity Generators   | 60%            |
| Dnipro-energo           | Electricity Generators   | 60%*           |

Notes: \*The stake has not been finalized yet, the case is in court  
Source: SPF, Erste Bank Ukraine

### Die Inflation wird bis Mitte des Jahres um die 20% bleiben

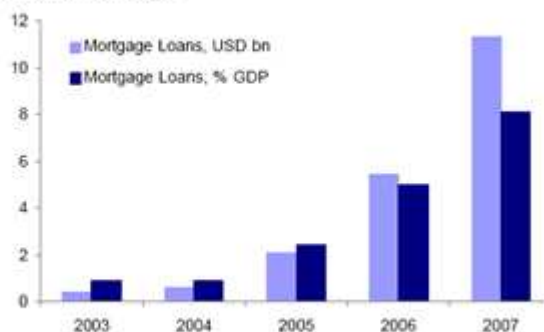
Die Inflation bleibt für die ukrainische Volkswirtschaft eines der Hauptprobleme. Die Inflation der Verbraucherpreise erhöhte sich Anfang des Jahres schrittweise auf über 20% und wird wohl bis zur Jahresmitte auf etwa diesem Niveau verharren. Im Lauf des Jahres sollte eine gute Ernte den Desinflationsprozess fördern, dennoch wird die Inflation zum Jahresende vermutlich immer noch bei etwa 15 % liegen. Die Regierung hat Maßnahmen zur Bekämpfung der Inflation angekündigt um die Teuerungsrate unter die jüngst erreichten Höchstniveaus zu drücken. „Wir erwarten, dass das Antiinflationpaket gemeinsame

Aufgaben für die Regierung und die Notenbank vorsehen wird. Sein Schwerpunkt sollte auf der Eindämmung der negativen Effekte liegen, die die expansive Finanzpolitik auf die Inflation hat. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass die Regierung ausdrücklich eine Senkung des geplanten Haushaltsdefizits vorschlagen wird“, meint Kotian.

### Im Immobilienbereich wird das Wachstum nach Segmenten unterschiedlich verlaufen

Die Immobilienwirtschaft hat sich in der Ukraine mit erstaunlichem Tempo entwickelt. Laut dem Ukrainischen Verband der Immobilienmakler stiegen die Durchschnittspreise im Wohnbau in den vergangenen drei Jahren um 40% p.a. Die Investitionen in Immobilien sind in der Ukraine in den vergangenen Jahren stark gestiegen, von USD 24 Mio. im Jahr 2005 auf USD 1,1 Mrd. im Jahr 2007. Die Hauptstadt Kiew mit 2,74 Mio. Einwohnern (6 % der Gesamtbevölkerung der Ukraine) lag bezüglich des Volumens der Immobilientransaktionen weit an der Spitze (in den vergangenen drei Jahren haben die Preise von Wohnimmobilien in Kiew um jährlich 49 % zugelegt).

Mortgage Loans in Ukraine, 2003-07



Source: NBU, Erste Bank Ukraine, UNIA

### Hypothekarkredite haben sich 2007 verdoppelt

Die Leistbarkeit von Hypothekarkrediten, der Anstieg der verfügbaren Einkommen und eine Änderung in der Einstellung zur Kreditaufnahme (mehr Vertrauen in langfristige Kredite) haben in der Ukraine zum Immobilienboom beigetragen. Die Zinssätze für Hypothekarkredite (gegenwärtig etwa 11-14 %) sind verglichen mit dem europäischen Niveau (5-6 %) zwar hoch, in den letzten Jahren aber deutlich gesunken. 2007 verdoppelte sich der Bestand an aushaftenden Hypothekarkrediten auf USD 11,3 Mrd. (8,1 % des BIP). Privatkunden bevorzugten

Hypothekarkredite in Fremdwährung (2007 89 %). 27 % der 2007 gewährten Hypothekardarlehen entfielen auf die Stadt Kiew und die Region Kiew. „Unserer Meinung nach wird der ukrainische Immobilienmarkt auch 2008 sein hohes Wachstum fortsetzen. Der Preisanstieg hat sich bei Wohnimmobilien 2007 zwar verlangsamt, doch sind wir optimistisch, dass eine Marktsättigung noch nicht erreicht wurde. Die Wachstumsdynamik ist nach Regionen unterschiedlich, abhängig von deren wirtschaftlicher Entwicklung und den verschiedenen Segmenten des Wohnungsmarkts“, erklären die Analysten der Erste Bank.

### Nach der starken Rallye von 2007 korrigierte die ukrainische Börse PFTS Anfang 2008 im Gleichklang mit den globalen Märkten

Die ukrainische Börse entwickelte sich 2007 unglaublich positiv. Der PFTS-Index lag 135,4 % im Plus, die Marktkapitalisierung erhöhte sich um 142,5 % auf USD 111,8 Mrd. und wurde (wegen der geringen Liquidität) von den Schwankungen der internationalen Märkte nur wenig berührt. Die ukrainischen Unternehmen erhöhten 2007 die Transparenz, was zu größerem Interesse seitens ausländischer Investoren führte. Die beste Performance wiesen metallurgische Unternehmen, Maschinenbauer und –erzeuger auf. Kyivenergo (KIEN UZ) zählte zu den Top-Aktien mit der besten Kursentwicklung und lag über das Gesamtjahr mit 429 % im Plus. Der Markt wird hauptsächlich durch ausländische institutionelle Investoren mit einem Veranlagungshorizont von mehr als einem Jahr getragen. Diese erwarten eine Wertsteigerung ihrer Investments von mindestens 20 – 30 % pro Jahr.

### Das vergangene Jahr glänzte mit erfolgreichen Börsengängen, während dieses Jahr bescheidener ausfallen dürfte

Das Jahr 2007 brachte für die Ukraine einen Rekord an Börsengängen. Das Gesamtvolumen der Börsengänge mit zusätzlichen Aktienemissionen betrug USD 1,89 Mrd. Die ukrainischen Unternehmen wickelten ihre Börsengänge bevorzugt über ausländische Börsen – London, Frankfurt und Warschau – ab. Der führende

ukrainische Eisenerzeuger Ferrexpo konnte an der Londoner Börse mit seinem Börsengang (der Erstnotierung des ukrainischen Unternehmens an dieser Börse) USD 420 Mio. Erlösen. Auch Immobilienfirmen und Unternehmen der Nahrungsmittelindustrie waren an den internationalen Börsen aktiv. Die Turbulenzen um die Subprime-Hypotheken hatten allerdings negative Auswirkungen auf die Börsengänge der ukrainischen Firmen. Viele Unternehmen, die für 2008 einen Börsengang geplant hatten, verschoben diesen auf einen späteren Termin im laufenden Jahr oder auf das nächste Jahr. „Unserer Meinung nach wird die globale Stimmung einen großen Einfluss auf die Entwicklung der PFTS im 2008 haben. Zu den positiven Faktoren, die zu einer Markterholung beitragen könnten, zählen die bevorstehende Privatisierung und die Versteigerung von in Staatseigentum befindlichen

Unternehmensbeteiligungen (von denen einige direkt an der PFTS zur Auktion kommen sollten), die verbesserte Transparenz der Unternehmen und bessere Ergebnisse. Dass die Inlandsnachfrage steigt, ist positiv, da Asset Manager den Anteil des Inlandskapitals in ihren Portfolios erhöht haben. Außerdem haben große staatliche Pensionskassen wie jene der staatlichen Post und der staatlichen Eisenbahngesellschaft Asset-Management-Unternehmen mit der Verwaltung ihrer Gelder beauftragt. Wenn sich die globalen Märkte im 1H08 beruhigen, besteht eine gute Chance, dass der PFTS-Index verlorenes Terrain wieder gutmachen und 2008 moderate zweistellige Wachstumsraten erzielen kann“, so die Erste Group Analysten.

#### **In der Politik sollte der Status quo bis zu den nächsten Präsidentschaftswahlen im Jahr 2010 bestehen bleiben**

Nach den vorgezogenen Parlamentswahlen des Jahres 2007 hat sich die politische Situation in der Ukraine stabilisiert. „Wir glauben, dass die Wirtschaft trotz des Risikos einer höheren innenpolitischen Instabilität auf Wachstumskurs bleiben wird. Es ist mit hoher Wahrscheinlichkeit anzunehmen, dass der gegenwärtige Status quo in den politischen Rahmenbedingungen der Ukraine bis zu den nächsten Präsidentschaftswahlen anhalten wird“, meint Kotian. Die regierende Koalition genießt zunehmende Popularität, obwohl Dissonanzen zwischen der Koalition und der Opposition die parlamentarische Arbeit mitunter blockierten. Über eines der Streitthemen, der NATO-Mitgliedschaft, wurde vereinbart, dass dies Gegenstand eines Referendums werden wird. Am 13. März wurde ein weiterer kritischer Punkt beigelegt - Naftogaz of Ukraine und Gazprom vereinbarten die Höhe des Gaspreises von 179.5 tcm für 2008. Dazu kommt ein weiteres potentiell Risiko: Länder Zentralasiens kündigten an, dass sie ab 2009 Gas zu europäischen Preisen in der Ukraine verkaufen wollen.

Nach 14 jährigen Verhandlungen über den Beitritt zur Welthandelsorganisation WTO wartet man nun in der Ukraine auf die Ratifizierung des Vertrags seitens des Parlaments. Langfristig sollte die WTO-Mitgliedschaft die Konkurrenzfähigkeit der ukrainischen Wirtschaft stärken. Exportorientierte Industrien wie die metallurgische oder chemische Industrie sollten am meisten vom WTO-Beitritt profitieren. Industrien wie Landwirtschaft, Nahrungsmittel- oder die Automobilindustrie sollten eine 5-jährige Übergangsfrist gewährt bekommen, um sich auf die WTO-Standards umstellen zu können.

[Country Report Ukraine \[pdf; 1,5 MB\]](#)

[Country Report Ukraine - Presentation \[pdf; 267,8 KB\]](#)

#### **Equity market performance**

