



Special Report Φ 16/07

Обзор Беларуси, Казахстана и Украины

Данные по экономическому росту указывают на то, что экономики Беларуси, Казахстана и Украины стали медленно и очень вяло восстанавливаться. Однако банковская система всех трех стран продолжает накапливать риски.

Так, в Беларуси просроченная задолженность продолжает расти. В основном это связано с госпредприятиями или, по сути, с текущей экономической моделью страны.

В Казахстане пятый по размеру банк, ЦентрКредит, переживает не лучшие времена, и перспективы его оздоровления неясны.

В Украине продолжают ходить слухи о банкротстве крупнейшего банка страны – Приватбанка. Кроме того, по новой модели Нацбанк оценивает долю проблемных, или рискованных, кредитов на уровне 53%.

Беларусь

Краткий обзор макроэкономических данных

В июле 2016 года власти провели деноминацию рубля на 10 000, которая стала третьей в истории Беларуси. Экономические исследования подтверждают, что номинально меньшие цены (например, 2 рубля вместо 20 000 рублей) в определенной степени помогают бороться с инфляцией на психологическом уровне. Но, безусловно, самым значимым фактором является политика монетарных властей, а не деноминация.

В первом полугодии падение ВВП замедлилось до 2,5% год к году. Из отраслей наибольшее падение пережило строительство: на 17,4%. Объем жилищного строительства снизился на треть. При этом господдержка снижается: вместо 4,7 млн кв. м жилья, как в 2015-м, будет введено 4 млн кв. м. По всем категориям сооружений, с господдержкой, было построено на 44,1% меньше, чем годом ранее.

Оборот торговли был ниже на 4,2%, что в большей степени объясняется оптовой торговлей, скорее всего, в сырьевом секторе. Стремительно снижаются реальные располагаемые денежные доходы населения: -7% год к году в январе-мае. При этом розничная торговля снизилась лишь на 1,6% в первом полугодии, что объясняется «проеданием» сбережений. Так, в первом полугодии чистая продажа валюты населением составила 635 млн долл., а снижение рублевых депозитов с февраля достигло примерно 10%. Впервые с начала года была проиндексирована минимальная заработная плата: на 5,4%, при инфляции в 7,4% с начала года.

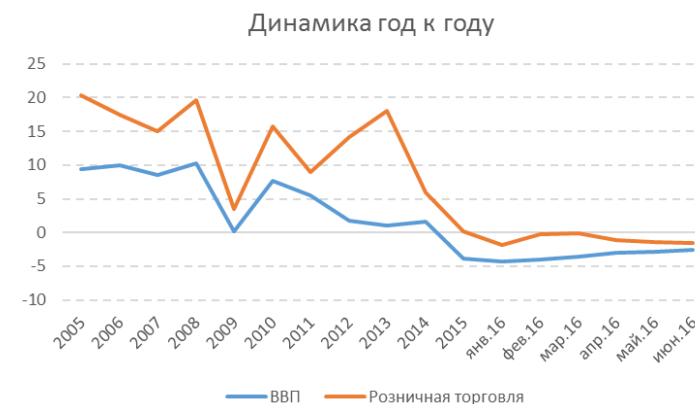
Статистика за июнь продолжает указывать на ухудшение состояния банковской сферы и госпредприятий. С начала года просроченная задолженность предприятий выросла на 40%. Кроме того, с начала года задолженность за электроэнергию увеличилась на 63%, или на 150 млн долл. Чтобы смягчить долговое давление на предприятия, Лукашенко внес поправки к закону от 2010 года и отвязал задолженность газо- и энергоснабжающих предприятий от долларовой цены на ресурсы. То есть задолженность будет зафиксирована в белорусских рублях. Решение скорее всего вызвано ожиданиями (властей) очередной девальвации и присутствием явного тренда по увеличению цены на нефть.

Газовый (и нефтяной) вопрос

В июне вышла новость о том, что Беларусь задолжала России за поставки газа в первом полугодии 2016 года более 250 млн долл. Кроме того, оказалось, что Беларусь сократила практически вдвое поставки нефтепродуктов в Россию.

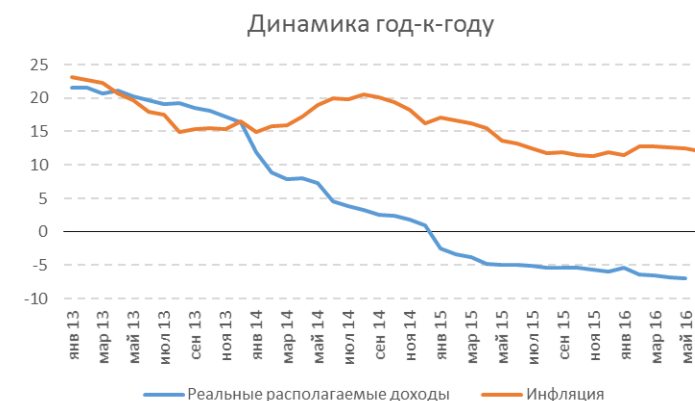
Традиционно, белорусская экономика достигала внешней сбалансированности путем увеличения скидок на топливо, поступающее из России. Это касалось как более

Рис. Б1. ВВП сокращает спад



Источник: Белстат.

Рис. Б2. Население переживает одно из сильнейших снижений доходов



Источник: Нацбанк, Белстат.

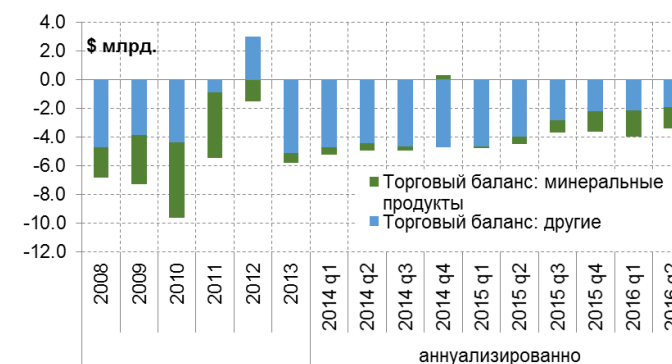
низких цен на газ, так и возможности оставлять пошлины на экспорт нефтепродуктов, переработанных из российской нефти, в белорусском бюджете.

В этой модели поддержания макроэкономической стабильности важно слово «скидка». Сейчас цена на нефть – на рекордно низком уровне, но также и экономическая активность в России, а следовательно, и Беларуси. То есть раньше Беларусь доходила до состояния внешней несбалансированности и при высоких ценах на нефть, которые для экономики Беларуси означали большие объемы роста за счет экспорта товаров в Россию и нефтепродуктов в Европу (ведь маржа на нефтепродукты пропорциональна цене на нефть). И когда – несмотря на благоприятную среду – платежный баланс начинал испытывать давление, в основном от монетарного стимулирования экономики, Беларусь получала новые скидки, или новые кредиты, или новые инвестиции.

В этом году все изменилось. Цена на нефть снизилась, в России спад, Украина в глубоком кризисе, спрос на товары белорусских предприятий низок. Кредиты в прежних объемах никто не стремится выдавать (об этом далее). В итоге правительство пытается договориться с кем угодно о финансировании, но также пытается что-то изменить в топливном балансе.

- *Откуда появилась идея о снижении цен на газ?* Сегодня Беларусь платит за газ 132 долл./куб. м: 90 за транспортировку + 36 за газ + 6 за хранение. При этом в Смоленске цена существенно ниже, около 75 долл./куб. м, так как на территории Евразийского союза нет единого рынка энергии, а соответственно, нет и равнодоходных цен на газ. Белорусская сторона настаивает на унификации тарифов, предлагая варианты от 73 до 100 долл./куб. м. Переговоры продолжаются.
- *Откуда появилась идея о снижении поставок нефти на российский рынок?* За январь-май Беларусь поставила на российский рынок 160 килотонн бензина, из них всего лишь 5 килотонн в мае. За январь-апрель снижение физических объемов составило 38%. Белорусская сторона объясняет это

Рис. Б3. Снижение экспорта калийных удобрений и низкая цена на нефть сказываются на торговом балансе



Источник: Нацбанк, Белстат.

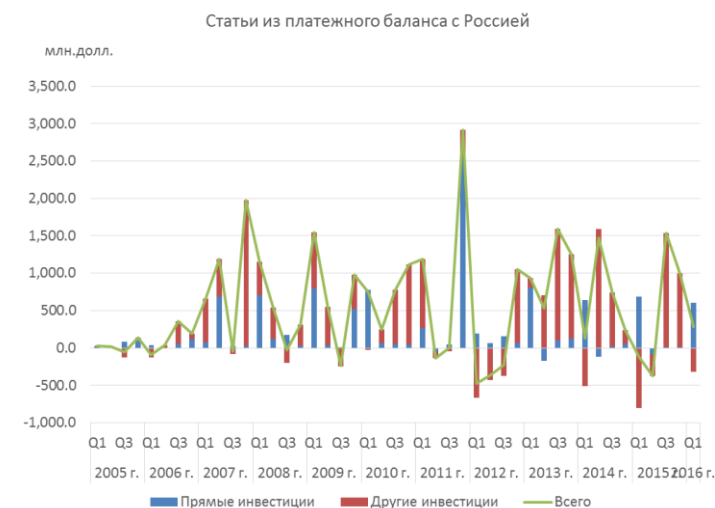
возможностью, предусмотренной в контракте с Россией, поставлять больше продуктов в Европу, если это выгоднее. В целом белорусские поставки обеспечивают российский рынок нефтепродуктов на 2%, и, с учетом снижения потребления в России, действия Беларуси вряд ли вызвали дефицит нефтепродуктов.

Тем не менее реакция российской стороны была быстрой и жесткой: Транснефть снизила поставки нефти в Беларусь на треть. Можно спорить, что причины этого решения могут быть как экономическими, так и политическими. С экономической точки зрения, Россия недополучила 270 млн долл. за газ и 30 млн долл. в нефтепродуктах. При этом последнее – спорное утверждение, так как потребление бензина в России снизилось, и Беларусь выполняла роль маржинального поставщика, на случай если российские нефтеперерабатывающие заводы не покрывали внутренних потребностей. Из политических причин можно отметить постепенное сближение с Западом, как, например, в виде переговоров с МВФ, снятия санкций с Беларуси, некоторых видов сотрудничества с США, а также Россия замечает увеличивающуюся поддержку со стороны Китая. Россия, таким образом, стремится остаться основным экономическим партнером Беларуси и надеется на совместные проекты или приватизацию.

Какими бы ни были причины, выход из этого положения будет дорогим. Придется либо погасить задолженность перед Газпромом, либо погашать часть задолженности и идти на другие уступки. Снижение поставок нефти – это действительно сильный удар по Беларуси, речь идет о возможном недополучении 1,5 млрд долл. экспорта. Эти затраты ударят по экономике, а президенту Лукашенко важно сохранить социальную стабильность.

Ожидая ухудшения платежного баланса и наблюдая за тем, как население проедает сбережения, президент решил дать населению заработать пока не поздно: теперь разрешаются частые поездки в Европу. Ранее за выезд в Польшу снимался топливный сбор, или компенсация за возможную перепродажу в Европе 50–100 литров бензина из топливного бака, ведь разница в цене существенная. Таким образом, даже если

Рис. Б4. Россия продолжает инвестировать в Беларусь, но, видимо, необходима поддержка на уровне 2011 года



Источник: НБРБ.

Беларусь окажется в затруднительном положении после оплаты задолженности в 270 млн долл. (5% ЗВР), некоторые семьи смогут накопить "заначку".

Политическое давление со стороны России также прослеживается и в других отраслях. Так, Роспотребнадзор предъявляет претензии к качеству сухого молока из Беларуси. Однако в целом сценарий этой ситуации не уникальный. Беларусь проходит через стадии кризисов, заигрывания с Западом и Китаем, скидок и кредитов со стороны России, приватизаций циклами. На этот раз вопрос лишь в том, хочет ли российская сторона выделять несколько миллиардов дешевых денег или нет.

Внешнее финансирование

Традиционно Беларусь распоряжалась тремя источниками внешнего финансирования: скидки на энергоносители, кредиты Евразийского союза, кредиты со стороны Китая. Иногда к игре подключают и МВФ, но Фонд редко становился источником долгосрочных денег на условии реформ.

2016-й – непростой год для внешнего баланса Беларуси. За год погашение госдолга в иностранной валюте – 3.3 млрд долл., а краткосрочный валютный долг госбанков составляет 1.5 млрд долл.

- *МВФ.* Не получив значительной поддержки от России, Беларусь продолжает переговоры с МВФ о кредите в 3 млрд долл. Председатель Нацбанка Каллаур заявил, что требования МВФ совпадают с позицией Нацбанка в вопросах повышения эффективности экономики.
- *Китай.*
 - Мы ранее писали о предоставлении Китаем кредитной линии в размере 7–8 млрд долл., и Беларусь все еще продолжает отбирать возможные совместные проекты. С одной стороны, это может говорить о том, что в экономике, ориентированной на негибкий госсектор, отсутствуют перспективные инновационные проекты; с другой – о политической осторожности и нежелании передавать Китаю слишком

Рис. Б5. Резервы стабилизировались, но не на высоком уровне



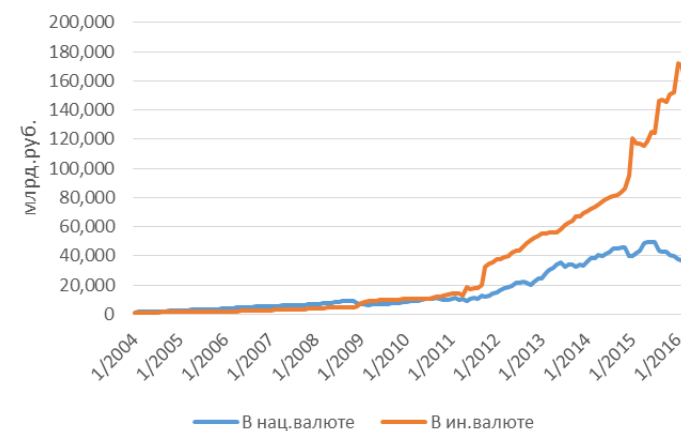
Источник: Нацбанк.

много контроля. Тем временем обсуждаются проекты с китайской CITIC Group, а также создание белорусско-китайского инкубатора.

- Помимо газово-нефтяного вопроса, Беларусь оказалась под ударом со стороны калийных удобрений. Прошлогодний контракт на поставку удобрений в Китай, выигранный у Уралкалия, предусматривал экспорт удобрений на сумму 850 млн долл. по цене 315 долл./т. Контракт истек в марте, но новый удалось заключить лишь в середине июля. Новая цена – 219 долл./т. То есть Беларусь теряет около 250 млн долл. по сравнению с предыдущим годом (что, видимо, и объясняет неоплату газа).
- *Евразийский банк* заключил соглашение с Беларусью о предоставлении траншей на сумму в 2 млрд.долл.. Кредит предоставлен на условии проведения реформ, в особенности в госсекторе. В новостях, действительно, сообщается о работе Евразийского банка по улучшению бизнес-климата, и это представляет большой контраст по сравнению с выдаваемыми ранее деньгами.

На данный момент в Беларуси не сходятся минус с плюсом по платежному балансу. Выплаты по валютному долгу (3,3 млрд долл.), сокращение экспорта калийных удобрений и нефтепродуктов в долларовом выражении, а также нефтяных пошлин (около 1 млрд долл. всего) – с одной стороны, и кредит ЕврАзЭС (2 млрд долл.), неоплата газа (250 млн долл.) – с другой. Даже если Беларусь рефинансирует 1 млрд долл. валютного долга путем размещения валютных облигаций населению в 2016 году (за январь-май удалось привлечь 356 млн долл.), 1 млрд долл. оттока остается непокрытым. Также велики риски по возможной докапитализации банковской системы и бюджетного стимулирования роста. Таким образом, в правительстве Беларуси, скорее всего, думают о привлечении дополнительных не 1 млрд долл., а скорее 1,5–2 млрд. Россия продолжает оставаться главной надеждой, но на какие уступки властям придется пойти на этот раз?

Рис. Б6. Кризис в особой степени затронул население, которое снижает свои сбережения в банках



Источник: НБРБ.

Казахстан

Краткий обзор макроэкономических данных

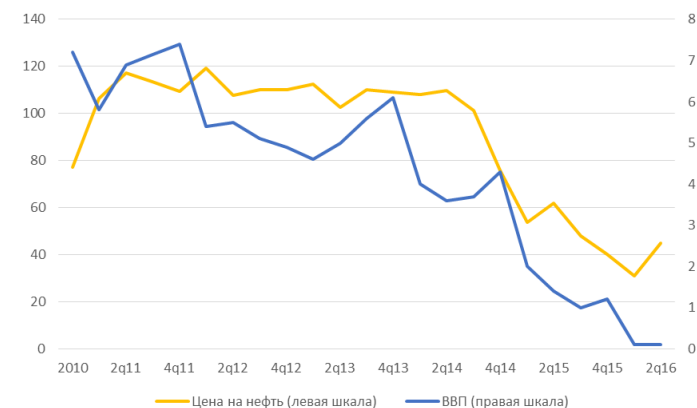
В июне и июле 2016 года динамика цены на нефть была сравнительно стабильной: наибольшее потрясение случилось в день выхода Великобритании из Евросоюза, но нефть восстановилась вскоре после этого. Американские производители чувствуют себя более уверенно при 45 долл./барр. и увеличивают бурение скважин. На основе этого можно ожидать, что цены на нефть могут еще долго держаться на текущей отметке.

Несмотря на то что цены на нефть значительно ниже, чем несколько лет назад, в Казахстане продолжается работа над месторождением Кашаган. Кроме того, если будет проводиться расширение Карачаганак и Тенгиз, в Казахстан могут поступить до 50 млрд долл. иностранных инвестиций. Решение по Тенгизу было принято в середине июля. Шеврон и ЭксонМобил отмечают, что при текущих ценах на нефть Тенгиз окупается. Цена проекта, однако, увеличилась с 23 до 37 млрд долл. Так как нефть с расширенного проекта планируется начать добывать лишь в 2022 году, эффект на ВВП будет лишь через инвестиционную деятельность: при 6 млрд долл. в год ВВП может получить дополнительно 0,5–1 п.п. (с учетом негативного эффекта импорта оборудования).

В первом полугодии рост ВВП составил 0,1%, согласно оценке Минэкона. Инвестиции в основной капитал увеличились на 8,5% благодаря инфраструктурной программе «Нурлы Жол». Строительство выросло на 6,6%, а также были завершены крупные железнодорожные и газопроводные проекты. Министерство экономики прогнозирует рост ближе к 1% по итогам года за счет ускорения освоения средств по программе «Нурлы Жол», а официальный прогноз составляет 0,5%.

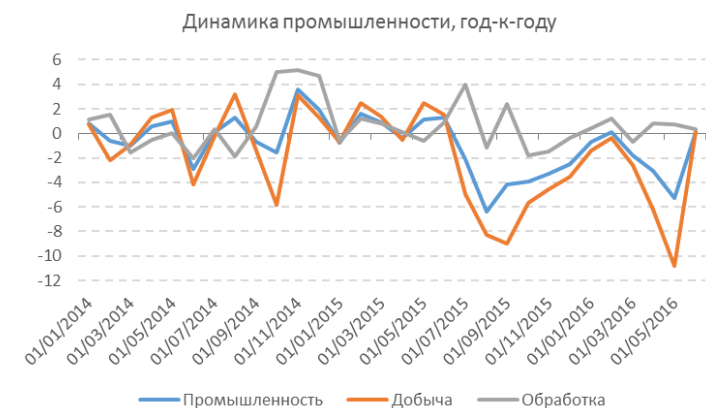
Всемирный Банк же оценивает динамику ВВП на уровне -0,2% год-к-году, что, ожидается, приведет к нулевому росту за весь 2016 год. В то же время, ВБ

Рис. 1К. Ожидания роста: 0%



Источник: Казстат, IEA.

Рис. К2. Динамика промышленности была волатильной, за счет нефти



Источник: Казстат.

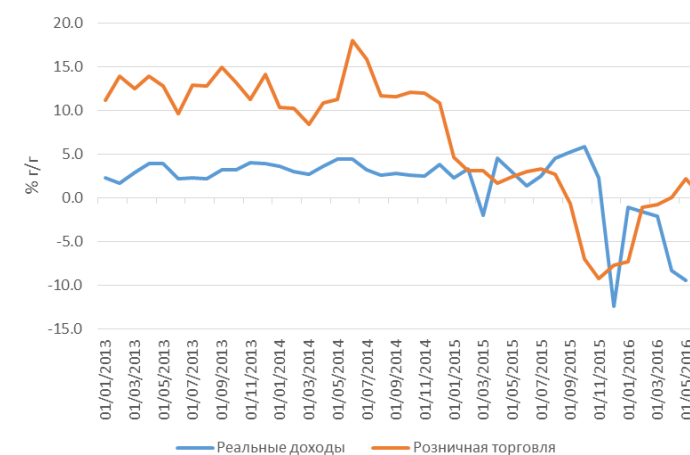
прогнозирует постепенное восстановление роста до примерно 3,5% в 2018 году за счет цен на нефть и нефтяных проектов.

Продажи автомобилей по итогам первого полугодия оказались на 60% ниже, чем годом ранее. В июне треть проданных автомобилей были произведены в Казахстане, против 14% в январе, что говорит о переориентации спроса на более дешевые марки. Половина автомобилей была продана в кредит по льготной программе. В то же время производство автомобилей также упало на 60% в первом полугодии.

Розничная торговля не спешит восстанавливаться, показав рост 0,3% год к году в июне. Ввод в эксплуатацию зданий повысился на 17% год к году в первом полугодии. Как мы отмечали ранее, вероятно, это было сделано с целью ослабить социальное недовольство от девальвации и дать населению возможность скорее заселиться в новые квартиры. Действительно, динамика по месяцам указывает на то, что в последнее время активность стала стремительно затухать, что отразилось на инвестициях в жилищное строительство. Инвестиции в основной капитал также не росли в мае и июне. Кроме того, в первом полугодии промышленное производство упало на 1,6% за счет спада в добывающей отрасли на 3,4% год к году. Без мегапроектов в нефтяной отрасли этот тренд может сохраниться.

Несмотря на отсутствие сильных экономических потрясений, социальная ситуация заслуживает большего внимания, чем раньше. Так, после майских протестов по поводу земельной реформы, в июле в Алматы произошла перестрелка, которую президент назвал террористическим актом. В отсутствие существенного покрытия новостей журналистами, а также опросов, оценить социальные настроения в обществе сложно. Президент Назарбаев в своих выступлениях упоминал экстремизм, как связанный с Сирией, так и домашний (например, во время протестов в Жанаозене в 2011 году). На общество также влияют отношения с соседями и временные закрытия границ то с Туркменистаном, то с Киргизией, а также сообщения о предотвращении «цветных» революций наподобие украинской. Пока оценить серьезность этих угроз сложно, но обеспокоенность властей прослеживается.

Рис. К3. Розничная торговля восстанавливается несмотря на сильное снижение реальных доходов



Источник: Казстат.

Финансовые рынки и банковская система

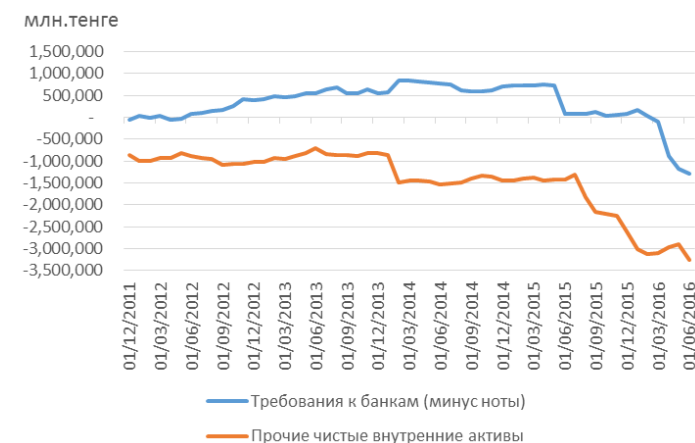
Интересной новостью июля стала публикация аудированной отчетности Нацбанка Казахстана. Аудитор KPMG выразил несогласие по поводу отражения сделки по покупке 10% акций Казмунайгаза у Нацфонда Самрук-Казына. Так, Национальный банк отразил покупку не по справедливой стоимости, а по тому, сколько он заплатил за долю. Совокупная оценка КМГ, по транзакции Нацбанка, составила около 25 млрд долл. Это в четыре раза ниже капитализации компании BP, при том, что добыча КМГ в 5–6 раз ниже.

Аудированная отчетность Нацбанка также предоставляет больше данных по операциям «валютный своп». С 2014 года Нацбанк разместил в некоторых банках валютных свопов на сумму около 10 млрд долл. с целью предоставления тенговой ликвидности. Размещение тенговых депозитов в банках было проведено по ставке в 3%, при этом за валютные депозиты Нацбанк не платил. Эта операция по сути явилась форвардной сделкой, которая дает право банкам покупать иностранную валюту за курс тенге +3% годовых. С тех пор курс увеличился в два раза, и банки показывают прибыль по этой сделке.

В то время как аудированная отчетность Нацбанка проливает свет на операции «валютный своп», из отчетности банков сложнее понять, на что были направлены эти свопы: на кредитование, покупку валюты, поддержание ликвидности межбанковского рынка (где ставки иногда увеличивались в десятки раз) или же они продолжали сидеть на балансе. Однако, на что бы эти деньги ни тратились, выгода банков очевидна.

Текущие события в экономике также разворачиваются в пользу крупных банков. Так, после майского снижения рейтинга Казахстана агентством Fitch, банкиры опасаются снижения собственных рейтингов. Из 19 банков, покрываемых S&P, у семи стоит негативный прогноз. В случае снижения рейтинга банка до определенного уровня, государственные структуры и фонды вправе отозвать депозиты. Деньги госсектора составляют 30% всех депозитов в банковской системе, по оценкам Fitch. Кроме того,

Рис. К4. НБК задолжал банкам, по валютным свопам



Источник: НБК.

предоставление ликвидности от Пенсионного фонда также может стать крайне неравномерным.

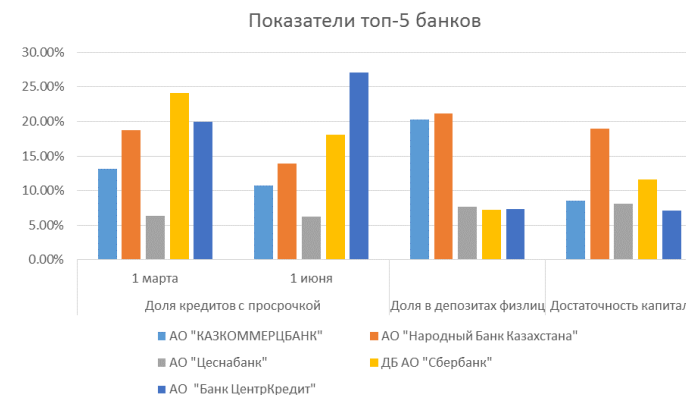
Среди банков с негативным прогнозом по рейтингу – Халык. При росте просроченной задолженности с 9,2 до 11,7% и падении обеспечения по проблемным кредитам со 119 до 99%, S&P поставил рейтинг на пересмотр. В целом качество активов в банках крайне неравномерное: по банкам доля плохих кредитов разнится от 0 до 37%, а провизии на возможные потери покрывают от 20 до 160% просроченных кредитов.

Резко ухудшается качество кредитного портфеля у пятого по величине банка – ЦентрКредита. С марта доля просроченной задолженности увеличилась с 20 до 27%. Провизии в ЦентрКредите составляют 41% от плохих долгов. При этом сообщений от Нацбанка не было. В ЦентрКредите находится 7% всех депозитов физических лиц.

В монетарной сфере: 11 июля Нацбанк в очередной раз понизил ставку рефинансирования. Инфляция двигалась в соответствии с прогнозом Нацбанка, что позволило ему изменить ставку с 15 до 13 ±1 п.п. Рост цен по итогам июня находился на уровне 17,3%, что выше таргета по инфляции в 6–8%. Очевидно, что большая часть (до 10 п.п.) инфляции вызвана девальвацией, и ее эффект должен завершиться к началу следующего года. Все же здесь заметна разница между ЦБ России и схожесть с ЦБ Беларуси: в Казахстане и Беларуси ставки режут при ожидании замедления инфляции, а в России – по факту.

Нацбанк оценивает лаг влияния ставки рефинансирования на инфляцию в 12 месяцев. Эта оценка является интересной и разнится с оценками по России, которые составили 2–3 месяца (в исследовании Сбербанка). Исследования во Вьетнаме, напротив, нашли лаг в 10 месяцев. Вероятно, в Казахстане влияние процентной ставки на инфляцию ниже ввиду меньшей активности в кредитовании, низкой ликвидности межбанковского рынка и низких объемов операций Нацбанка. То есть канал монетарной трансмиссии несильно развит. Следовательно, решение Нацбанка может не оказать сильного влияния на инфляцию, а, скорее, поможет некоторым банкам в их деятельности.

Рис. К5. Проблема с просроченной задолженностью не решена



Источник: НБК.

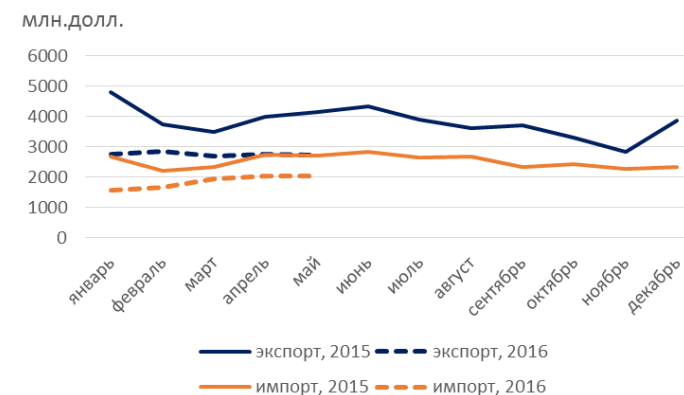
Курс тенге показывал неравномерную волатильность. В течение первой половины июля тенге торговался в диапазон 337–339 тенге за доллар. В 20-х числа же резко возросла волатильность: тенге подскочил до 343 и затем вернулся к 337, что не объясняется ценами на нефть. Вероятно, эти колебания отражают интервенции Нацбанка в июле, направленные на более существенное увеличение резервов после того, как в июне Нацбанк приобрел лишь 42 млн долл., что значительно ниже 728,2 млн долл. в мае и 830,9 млн долл. в апреле.

По внешней торговле: Казахстан недополучает 1 млрд долл. экспорта ежемесячно по сравнению с прошлогодними показателями из-за более низких цен на нефть. В то же время импорт скорректировался лишь на 0,5 млрд долл. Если цена на нефть останется на уровне 45 долл./барр., Казахстану сложно будет поддерживать текущую модель экономики. Так, импорт придется сокращать, а соответственно, и благосостояние населения. В то же время инвестиционный импорт, финансируемый за счет прямых инвестиций или долга, будет дольше окупаться. При этом придется продолжать выплаты процентов по внешнему долгу, что может дальше увести счет текущих операций в минус.

Интересными оказались данные исследовательской компании Global Financial Integrity, которые показали, что совокупный нелегальный отток средств из Казахстана за 2004–2013 годы составил 167 млрд долл. На душу населения этот показатель даже выше, чем в России: 985 долл. против 750 долл. в год.

Правительство Казахстана, в свою очередь, отмечает существенный прогресс с программой легализации имущества. Правительство сообщило об открытии 2 тысяч банковских счетов, через которые население провело легализацию средств на сумму 1,2 трлн тенге (около 3,5 млрд долл.). Почти все счета были открыты после ноября 2015 года, когда были внесены поправки в закон от сентября 2014 года.

Рис. К6. Торговый баланс сжался из-за неравномерной реакции экспорта и импорта



Источник: Казстат.

Рис. К7. Неравномерная волатильность тенге может указывать на дни интервенций



Источник: НБК.

Украина

Краткий обзор макроэкономических данных

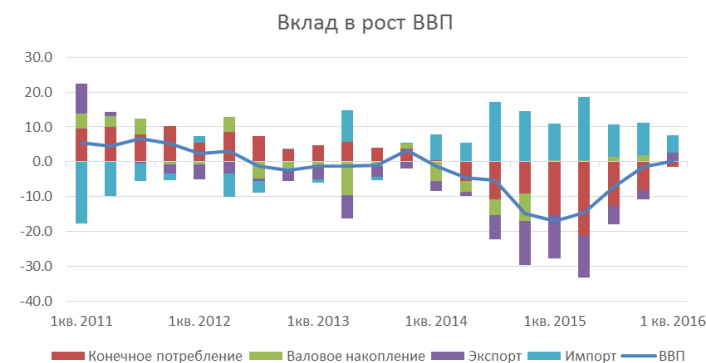
В середине июля 2016 года в Украине прошли довыборы в Раду в семи одномандатных округах, чтобы заполнить места бывших депутатов, которые перешли в правительство. Усталость населения от политических изменений привела к тому, что явка составила 33%. В Херсоне явка была 16% из-за сообщений о минировании участков. По итогам выборов, большинство голосов набрали самовыдвиженцы и члены партии «Батькивщина» Юлии Тимошенко. Однако голосование вряд ли изменит что-либо в парламенте, так как выборы были лишь в семи округах.

В экономической сфере деловые ожидания предприятий продолжают неуклонно улучшаться. Положительный тренд ожиданий производства начался уже в первом квартале 2015 года, но пока это не отразилось на стабильности роста. В мае промышленное производство увеличилось на 0,2%, против 3,5% в апреле. Однако основным негативным фактором для ведения бизнеса является нестабильная политическая ситуация, а не колебания курса валюты, как ранее.

Главным изменением второго квартала 2016 года стали ожидания уровня цен и обменного курса. Так, впервые большинство предприятий, участвовавших в опросе, ожидает роста цен в пределах 20%. Кроме того, обменный курс перестал быть основным фактором роста отпускных цен – на этот раз цены на энергоносители больше отвечают за инфляцию.

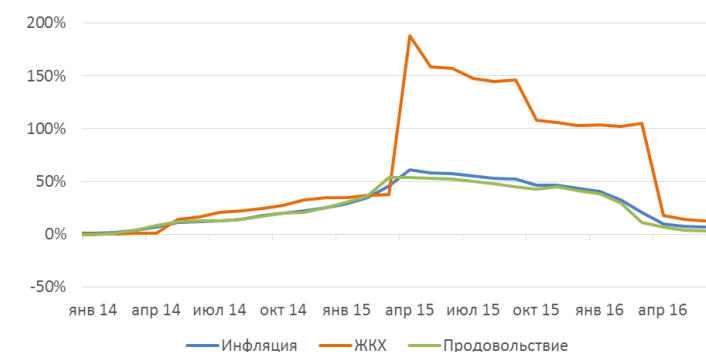
Снизилась до нуля ожидания увольнения работников, что соответствует запаздывающей динамике рынка труда. На основе этих показателей можно ожидать некоторого улучшения в социальной сфере. Ведь розничная торговля продолжает оставаться в глубоком минусе: -22% по итогам первого полугодия по сравнению с первым полугодием 2014 года (рост год к году составил всего лишь 2,3%). В сочетании с новыми мерами бюджетной поддержки населения по оплате энергии, потребление может завершить год на росте ближе к 4–5%.

Рис. У1. Экономика перешла к росту, но пока слабому



Источник: Укрстат.

Рис. У2. Без индексации тарифов, инфляция падает



Источник: Укрстат.

Что не меняется в ожиданиях предприятий – это готовность брать кредиты. Доля предприятий, готовых брать кредиты, держится стабильно на уровне около 33%. Причины – высокие ставки и требования обеспечения. Мы считаем, что состояние экономики и банковской системы еще далеко от способности обеспечивать стабильный рост за счет кредитования (о состоянии банковской системы ниже).

Министерство экономического развития опубликовало оценку теневого сектора в Украине в 2015 году: 40%. Это на 3 п.п. ниже, чем в 2014 году, но значительно выше 35% в 2011–2013 годы. Детенизация экономики требует более эффективного проведения реформ.

Другим индикатором стабилизации экономики стала инфляция, которая уже на протяжении трех месяцев держится на уровне ниже 10%. В июне рост цен составил 6,9% год к году. Замедление роста цен наблюдается во всех категориях, кроме алкогольных напитков. Кроме того, Национальный банк опубликовал оценки коэффициента pass-through, или эластичности инфляции к обменному курсу. Коэффициент оказался на уровне 0,22, при этом на импортируемые товары он около 0,3. То есть 10%-ная девальвация добавляет 2,2 п.п. к инфляции. Этот коэффициент на уровне российского или экономики с плавающим обменным курсом. Коэффициент pass-through является одним из важных индикаторов в проведении монетарной политики.

Программа МВФ и реформы

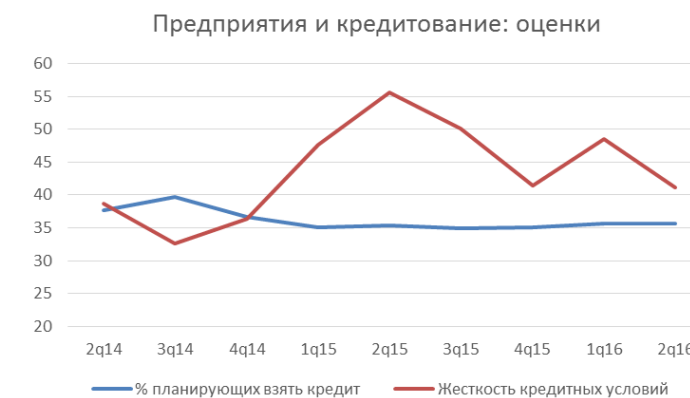
Представители МВФ заявили, что пересмотр программы на 17,5 млрд долл. завершится в июле, а решение об ожидаемом транше в 1,5 млрд долл. может произойти в сентябре. МВФ продолжает ожидать прогресса в налоговой реформе (по единому социальному налогу), приватизации, определенности с Приватбанком, пенсионной реформы, плана по сбалансированности бюджета. Также техническая миссия МВФ обнаружила большие пробелы в законодательстве о ценных бумагах, в особенности в части злоупотреблений. Из реформ сейчас наиболее активно

Рис. У3. Инфляционные ожидания предприятий опустились ниже 20%



Источник: НБУ.

Рис. У4. Предприятия не планируют расти за счет кредитов



Источник: НБУ.

обсуждается возможность ликвидации налоговой полиции с целью снизить давление на бизнес.

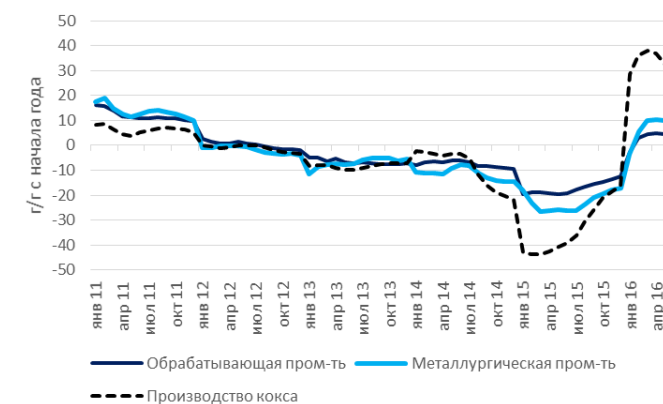
Нафтогаз, в свою очередь, продолжает оставаться большой неопределенностью для экономики. Так, после заявлений о том, что с первого июля начнется реформа Нафтогаза, новостей на эту тему не выходило. По последней информации, на основе Нафтогаза планируют создать несколько предприятий, которые занимаются транспортировкой, хранением и добычей газа.

Говорить об усилении порядка и соблюдения закона в Украине не приходится. Взрыв машины с журналистом Павлом Шереметом и нападение на главу Transparency International являются негативными индикаторами ведения бизнеса в стране. Другой новостью, которая вызвала критику Transparency International, стало назначение К. Кулика, обвиняемого в коррупции, на должности прокурора сил АТО (антитеррористической операции). В итоге, только 7% украинцев верят в снижение коррупции.

Кроме того, в июне появились сообщения о том, что в Украине возникли проблемы с возмещением НДС. Подобные случаи нередко происходили при старом режиме, когда валовые платежи по НДС использовались как источники ликвидности для бюджета. Так, фискальная служба передала документы по возмещению июньского НДС в казначейство лишь в начале июля, что привело к тому, что было возмещено лишь 97 млн грн. из 5,8 млрд. Было ли это временным техническим сбоем или индикатором того, что экономика возвращается к предыдущей модели, можно будет судить, если этот случай повторится.

Одним из главных требований МВФ было увеличение тарифов, и это требование стало единственным, которое было полностью выполнено. Однако, как и ожидалось, это привело к неплатежам. Последние оценки задолженности за электроэнергию составляют около 0,5 млрд долл. Чтобы увеличить собираемость платежей, МВФ настаивает на отмене моратория на взыскание имущества должников Нафтогаза, но это может затянуться, как и реформа Нафтогаза.

Рис. У5. Обрабатывающая промышленность замедляется



Источник: Укрстат.

Платежный баланс и валютный рынок

За январь-май сальдо счета текущих операций составило -424 млн долл., что соответствует -460 млн долл. годом ранее. Однако объемы экспорта снизились на 1,8 млрд долл. Таким образом, произошло сокращение импорта. За счет чего? Нафтогаз заявил, что во втором квартале компания не импортировала газ – то есть газ импортировался другими частными компаниями и в гораздо меньшем объеме, чем если бы это делал Нафтогаз. Таким образом, в ближайшие месяцы можно ожидать ухудшения СТО Украины.

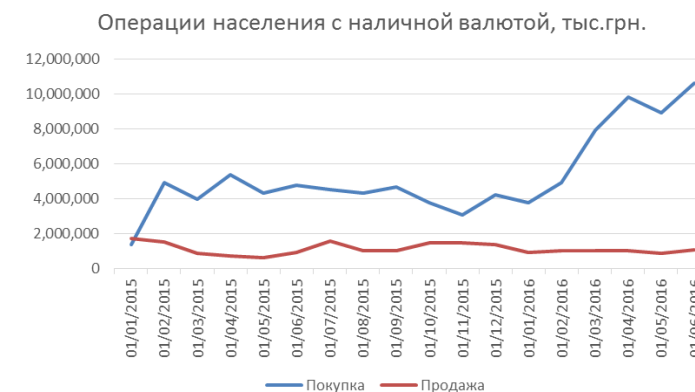
Наличная иностранная валюта остается важным видом сбережений, о чем свидетельствуют данные обменных пунктов. За год их количество увеличилось на 70%, до 3000. Все же черный рынок валюты остается активным, так как, в отличие от официальных обменников, не требует предъявления паспортов.

Национальный банк стал публиковать больше данных о валютном рынке. Так, в июне покупки для пополнения резервов составили 430 млн долл., а общий объем торгов сложился на уровне 6,8 млрд долл. Чистая покупка валюты НБУ идет в противофазе с чистой покупкой валюты частным сектором, но, по утверждению НБУ, активность частного сектора является определяющим фактором пополнения резервов, а не наоборот. Резервы на данный момент находятся на уровне 14 млрд долл., или 3,5 месяцев импорта.

Газовый вопрос остается в центре внимания. В прошлом году Украина в основном импортировала газ по реверсивным поставкам из Европы, но в этом году решено было возобновить переговоры с Газпромом. И хотя меры энергоэффективности позволили снизить потребление газа по областям вплоть до 30%, восстановление экономики означает, что увеличения доли прямых поставок из России с текущих 25% избежать будет сложно. Нафтогаз уже начал переговоры с ЕБРР о предоставлении кредитной линии на закупку российского газа.

Помимо обсуждаемой кредитной линии, международные кредиторы объявили о новых объемах финансирования: 90 млн евро от Евросоюза на реформу госслужбы,

Рис. У6 Предпочтение валюты



Источник: НБУ.

50 млн. евро на борьбу с коррупцией. Премьер-министр Гройсман рассчитывает на получение 12 млрд долл. международной помощи в этом году, из которых 4 млрд долл. – от МВФ.

Банковская система

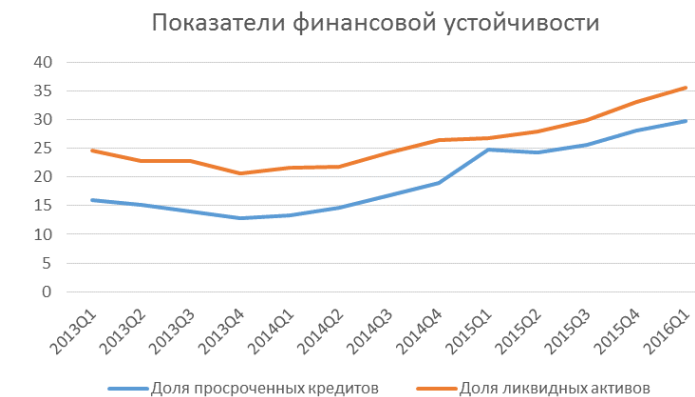
Банки в Украине не восстанавливают кредитование. Так, кредиты предприятиям ниже, чем в прошлом году, на 2%, а кредиты населению – на 17%. Доля корпоративных кредитов к ВВП составляет 35%, что нельзя назвать высокой закредитованностью. Несмотря на постепенное восстановление экономики, банки не спешат увеличивать кредитный портфель. Значит, рост кредитования сдерживают другие факторы.

Одним из важных законодательных достижений, которое может стимулировать кредитование, стало принятие закона о финансовой реструктуризации. Ранее для кредиторов было затруднительно получать возмещение по проблемным займам, так как закон им не обеспечивал надлежащей защиты. Например, структура требований была непрозрачной, и банки могли сталкиваться с ситуацией, когда во время банкротства залог переходил другим кредиторам, о которых у банков не было информации. Реструктуризация задолженности теперь возможна во внесудебном порядке, но с привлечением независимого эксперта. Иницируется процедура с согласия кредиторов, которым в сумме принадлежит не менее 50% общей задолженности.

Помимо неясных перспектив реструктуризации долга, плохое качество активов сдерживает активность банков. Официальные оценки просроченной задолженности находятся на уровне 22%, но экспертные оценки указывают на 40–50%. Плохие долги сосредоточены в обрабатывающей промышленности, которой принадлежит четверть всех выданных кредитов и половина всех просроченных. В секторе химической промышленности плохие долги достигают 80%.

Ужесточение требований НБУ по достаточности капитала на фоне увеличения убытков резко снизило желание банков принимать риски. С середины 2014 года

Рис. У7. Доля просроченных кредитов растет, и банки держат больше ликвидных средств на балансе



Источник: НБУ.

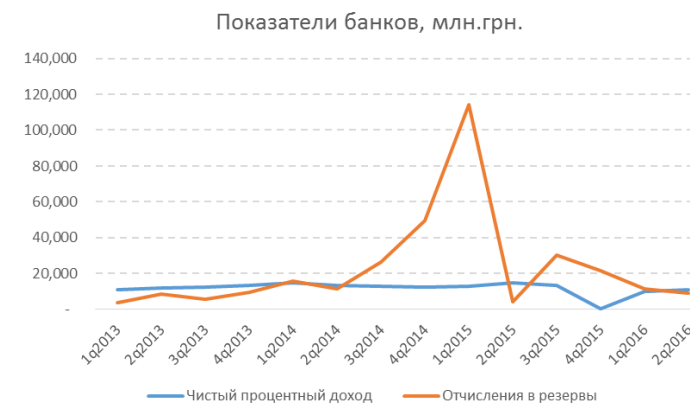
отчисления в резервы на возможные потери превышали чистый процентный доход банков. Исключениями лишь стали второй квартал 2015 года (когда много банков было выведено с рынка) и второй квартал 2016 года. Последнее может быть одним из первых признаков восстановления в системе.

Для улучшения мониторинга рисков Нацбанк ввел новую модель оценки рисков кредитования. Ранее рискованность клиента оценивалась лишь на основании прошлой платежной дисциплины. Теперь Нацбанк требует применять модификацию Z-модели, при которой финансовые показатели заемщика – как, например, отношение ликвидных средств к обязательствам, маржа – взвешиваются определенными коэффициентами, и в зависимости от значения итогового показателя заемщик относится к той или иной группе риска. По этому критерию, Нацбанк оценивает долю проблемных кредитов на уровне 53%. Следовательно, стоит ожидать возобновления активных отчислений в резервы и снижения прибыльности, так как официальная оценка рискованных кредитов на данный момент ниже.

Z-модель служит основанием для определения вероятности банкротства, но окончательное решение об этом показателе принимается НБУ. Это вызывает недовольство банков, которые видят здесь поле для коррупции. Но в то же время банки пытались бороться за применение собственных кредитных моделей, что, конечно, потребует аудита со стороны НБУ и, таким образом, также могло бы стать основой для коррумпированности. В целом подход НБУ понятен: модель разработана под руководством МВФ, не вызывает больших сложностей с интерпретацией и требует низких аудиторских затрат.

Текущий уровень достаточности капитала составил 13%. Это существенно выше требуемых регулятором 10%, но с учетом ожидаемых изменений в оценке рисков и экономической неопределенности, многим банкам может потребоваться докапитализация. В особенности проблемы с Приватбанком могут вылиться в системный кризис, так как банкротство такого крупного игрока по сути означает банкротство системообразующего банка. В целом же НБУ продолжает работу по консолидации и оздоровлению банковской системы: с начала 2014 года количество

Рис. У8. Пересмотр рисков кредитного портфеля может снова повысить отчисления в резервы и дальше снизить прибыль



Источник: НБУ.

банков снизилось со 180 до 106. Однако, действительно, остаются большие риски в виде очередной девальвации, замедления экономики или банкротства крупного игрока.

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Николай Кондрашов

Людмила Коновалова

Алексей Кузнецов

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Светлана Мисихина

Сергей Пухов

Сергей Смирнов

Владимир Суменков

Ксения Чекина

Алёна Чепель

Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел./факс +7 (495)625-94-74, e-mail: info@dcenter.ru, <http://www.dcenter.ru>.

НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: hse@hse.ru, <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики». При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Выпуске, необходимо указывать ссылку на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Исследование подготовлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2016 году