



Special Report \oplus 10

Обзор экономики Украины

Самыми важными для Украины событиями марта 2015 года стали одобрение программы МВФ и начало переговоров по реструктуризации госдолга. Им предшествовала очередная волна девальвации, экстренное повышение ставки рефинансирования и трехкратное увеличение тарифов на газ для населения (с заявленной целью бюджетной консолидации). Валютный рынок остается в ручном управлении НБУ, а резервы снизились до 5,6 млрд. долл.

Условия программы МВФ во многом выглядят нереалистичными, в особенности по бюджету и политике валютного курса. Меры социальной поддержки не соответствуют увеличению тарифов, что опасно в условиях спада и высокой безработицы. В целом базовый сценарий предполагает, что конфликт на востоке не будет усиливаться, и это является логичным выбором базового сценария. С другой стороны, очень сложно оценить, какие потери уже понес регион, ввиду того, что и статистической службе, и журналистам туда сложно получить доступ.

Краткий обзор макроэкономической ситуации

Кабинет министров обнародовал макроэкономический прогноз на 2015 год, и в самом оптимистичном варианте предусмотрено падение ВВП на 5,5%. Пессимистичный сценарий предполагает сокращение выпуска на 12%. Данные на начало 2015 года отражают куда более глубокий спад. В январе промышленное

Рис. 1. Динамика основных показателей



Источник: Укрстат.

производство упало на 21,3%, а розничные продажи с реальными зарплатами на 22,6 и 17,3% соответственно. Происходит быстрое сокращение дефицита торгового баланса. Если предположить, что ВВП за первый квартал снизится примерно как показатели розничной торговли, инвестиций, строительства (-36,7%) и промышленного производства, то можно ожидать спада как минимум в 20%. Это значит, что для достижения оптимистичного сценария в 5,5% за весь год, падение должно замедлиться в среднем до 1% в оставшиеся кварталы, а для пессимистичного – до 9%, что лучше отражает реальность.

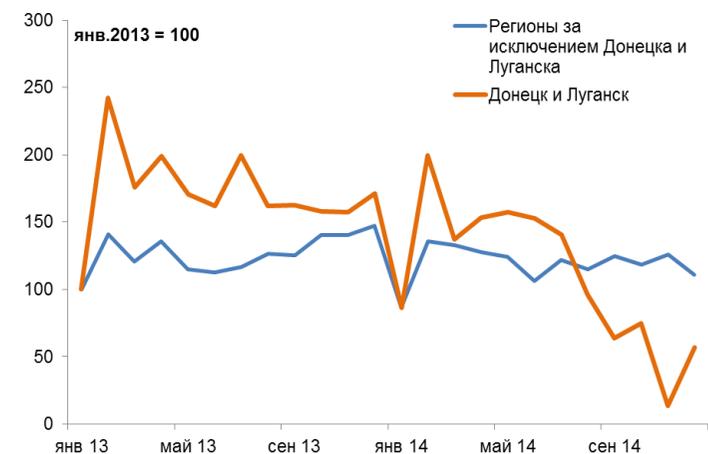
Данные Укрстата указывают на то, что экономическую активность восточных регионов страны можно практически приравнять к нулю. В некоторые месяцы 2014 года спад экспорта из Донецкой и Луганской областей достигал 90%. В январе 2015 года розничная торговля в Луганской области упала более чем на 90%, а в Донецкой – на 70%.

В конце февраля на рынке произошла очередная валютная паника. Курс гривны достигал 30 по отношению к доллару. Нацбанк быстро отреагировал, введя ограничения на покупку валюты компаниями на заемные средства и на предоплату по импортным контрактам. В дополнение к принятым мерам, 3 марта НБУ поднял ставку рефинансирования до рекордных 30%, что объяснил борьбой с инфляцией после повышения тарифов. Разрыв между курсом на черном рынке и официальным курсом НБУ остается и составляет примерно 20%.

МВФ

11 марта МВФ одобрил программу расширенного финансирования Украины размером в 17,5 млрд. долл. Из них 5 млрд. будут предоставлены в ближайшее время, половина из которых уйдет на финансирование дефицита бюджета. МВФ положительно отозвался о повышении тарифов для населения и ожидает от правительства мер по улучшению собираемости тарифов для того, чтобы устранить дефицит Нафтогаза к 2017 году.

Рис. 2. Экспорт является более надежным индикатором экономической активности, так как он должен фиксироваться двумя сторонами. Эти данные указывают на возможность крайне глубокого спада



Источник: Укрстат.

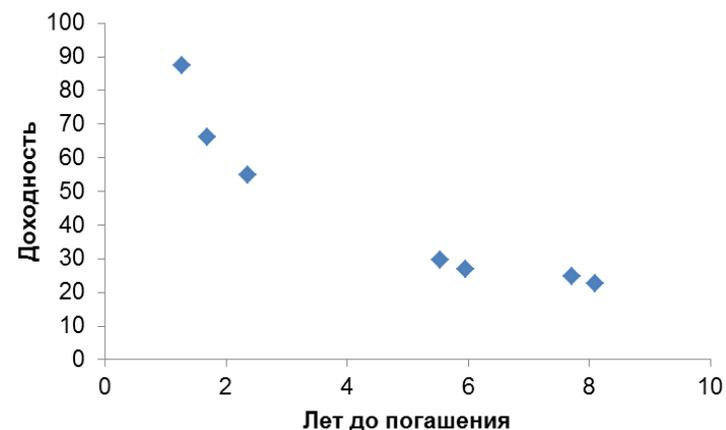
Одним из главных пунктов программы стала стабилизация гривны путем проведения структурных реформ, и в программу также включены цели по резервам. Другим существенным направлением программы стал банковский сектор, а в особенности предоставление кредитов связанным сторонам и увеличение капитала в банках.

Самой обширной стала программа по фискальной консолидации, в основном направленная на снижение издержек. Она включает в себя пенсионную реформу, устранение дефицита Нафтогаза и сокращение размера правительства (на 3% в 2015 году). В то же время будут повышены расходы на субсидии незащищенным слоям населения на оплату коммунальных услуг, инвестиционные расходы будут значительно увеличены в ближайшие три года, а также, с целью удержания экспертов, будет устранен потолок зарплат в Нацбанке, установленный ранее на уровне 7–10 минимальных зарплат.

Программа МВФ ставит цели по увеличению чистых иностранных резервов (резервы минус краткосрочные обязательства) примерно на 1 млрд. долл. в квартал в 2015 году. Потолок по дефициту установлен на уровне 78 млрд. гривен, а по дефициту Нафтогаза – на уровне 58 млрд. гривен, что выше 65 млрд. гривен, заявленных ранее правительством по планируемому дефициту. Чистые внутренние активы Нацбанка (то есть кредитование МинФина) должны начать снижаться в четвертом квартале 2015 года.

Как это часто бывает, договор выглядит особенно хорошо на бумаге. Что вызывает вопросы в первую очередь – это устранение дефицита Нафтогаза и «незащищенные слои населения». Дополнительно на их поддержку планируется направить 12,5 млрд. гривен. Ожидается, что годовой счет за коммунальные услуги возрастет на 55 млрд. гривен, что означает субсидии для четверти домохозяйств. При этом почти треть населения страны – это пенсионеры и инвалиды. Значит, адресная поддержка будет покрывать не всех нуждающихся: ведь есть еще безработные, многодетные семьи и матери-одиночки. На сегодняшний день неплатежи уже составляют 14 млрд. гривен, и стратегия правительства в случае их резкого увеличения неясна, а соответственно несет риски социальной стабильности. Фискальная часть договора тоже вызывает

Рис. 3. Четыре года как точка отсечения



Источник: Cbonds.

вопросы. Получается, МВФ согласен с планом бюджета, по которому доходы растут с 357 млрд. гривен в 2014-м до 476 млрд. в 2015 году (или на треть).

Второй большой вопрос – это какова позиция власти и МВФ по внешнему долгу. В меморандуме МВФ лишь отметил, что ведутся переговоры с кредиторами, чтобы улучшить устойчивость долга в среднесрочной перспективе. В широком смысле устойчивость долга – это его стабильность или снижение по отношению к ВВП или к доходам бюджета, что в случае Украины означает по крайней мере рефинансирование по ставкам размещения траншей. Если же принять во внимание ожидаемое падение ВВП, то рефинансирование должно происходить по более низким ставкам или же должно произойти списание части долга.

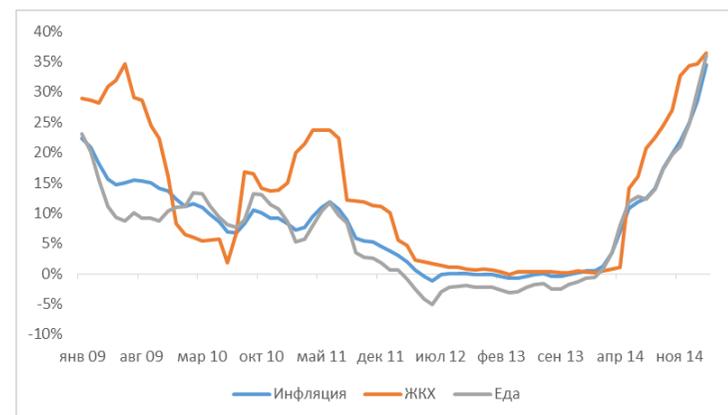
В целом меморандум МВФ указывает на то, что серьезные структурные реформы откладываются. Как мы уже не раз писали, выбранный курс правительства – это перенос бремени кризиса на население. Трехкратное увеличение тарифов и 15%-ное снижение пенсий работающих пенсионеров контрастирует с намеченным 3%-ным сокращением штата госслужащих и созданием нового антикоррупционного бюро. Кроме того, документ предполагает, что пенсионная реформа должна быть проработана в течение года, и это несет за собой риски того, что в текущих условиях выбор может быть сделан не в пользу долгосрочно устойчивой реформы.

Реструктуризация

В середине февраля министр финансов Украины Наталья Ярецько объявила о том, что Украина рассчитывает сократить выплаты по внешнему долгу на 15 млрд. долл. в ближайшие четыре года. По сути, она дала понять, что в лучшем для правительства сценарии планируется получить отсрочку по всем выплатам по внешнему долгу.

Инвесторы давно стали опасаться краткосрочных долговых обязательств Украины, потому что очевидно, что из рецессии страна не выберется в ближайшее время. Даже если предположить, что вооруженный конфликт прекратится, проблемы с бюджетными поступлениями и платежным балансом не разрешатся за несколько

Рис. 4. Инфляция следует за валютой и ЖКХ



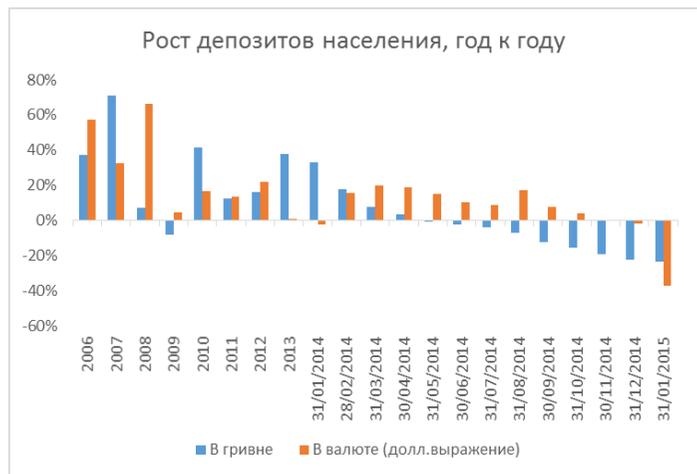
Источник: Укрстат.

месяцев. Прогнозировать на несколько лет вперед никогда не было простой задачей, и поэтому теперь инвесторы взяли четыре года, объявленные Яресью, в качестве отправной точки. Доходность еврооблигаций Украины с погашением в ближайшие четыре года превышает 50%. На бумаги 2020–2022 года она резко уходит ниже 30%. Таким образом, ценообразование долга, похоже, основывается на политических факторах и предположении, что экономика будет слабой на протяжении всего периода прогнозирования.

Помимо правительства в переговорах есть вторая сильная сторона. Крупнейшим держателем евробондов Украины является инвестиционный фонд Franklin Templeton. В 2013 году они приобрели 7 млрд. долл. украинского внешнего долга – или около четверти всех еврооблигаций – в надежде получить прибыль от восстановления экономики и вмешательства МВФ. На сегодняшний день фонд потерял от переоценки до 30%. Но это не значит, что он станет агрессивным переговорщиком. Во-первых, неизвестна его структура вложения в CDS, а также юридические тонкости этих контрактов. Например, в случае Аргентины в 2005 году кредиторы были заинтересованы в том, чтобы во время дефолта облигации торговались на минимальных уровнях. Это бы привело к более массивным выплатам по CDS, которые возвращают разницу между 100% от номинала и текущей ценой. В сочетании с выплатами по реструктуризации эта стратегия могла принести существенную прибыль. Во-вторых, реструктуризация может быть в интересах фонда. Согласованность позиций кредиторов и отсутствие нереалистичных требований к Минфину может привести к отскоку цены. Все же речь наверняка не идет о восстановлении 30%, потерянных ранее.

Немного света на позицию инвесторов по реструктуризации может пролить письмо Джорджа Сороса, опубликованное в феврале. В нем он призывает официальных кредиторов предоставить Украине дополнительные средства в размере около 20 млрд. долл., из которых 4 млрд. должно пойти на обеспечение выплат по долгу, 2 млрд. – на возобновление работы шахт и еще 2 млрд. – на закупки газа. Возможно, это является сигналом того, что иностранные инвесторы не полностью застрахованы

Рис. 5. Отток депозитов продолжается



Источник: НБУ.

от дефолта или реструктуризации. В то же время обращение к Западу о предоставлении финансовой поддержки указывает на то, что инвесторы тоже осознают неспособность украинских властей выплачивать долг. Текущие уровни доходности указывают на списание около половины внешнего долга, но это не значит, что ключевые кредиторы будут согласны на это.

Киев рассчитывает закончить переговоры к лету, но исследования МВФ показывают, что процесс занимает в среднем 28 месяцев. С другой стороны, процесс может быть более быстрым, так как всем важно будет понять позицию России по облигациям в 3 млрд. долл., которые должны быть погашены уже в декабре – а это самый крупный транш выплат по внешнему долгу в 2015 году. Неизвестен также и возможный ответ международных кредиторов в случае, если Россия безоговорочно потребует выплатить долг, не приведет ли это к усилению санкций. На данный момент заявления российских властей о том, что эти выплаты учтены в российском бюджете на 2015 год, не означают, что Россия закрыта к диалогу.

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Вадим Канофьев

Николай Кондрашов

Алексей Кузнецов

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Алексей Немчик

Сергей Пухов

Сергей Смирнов

Владимир Суменков

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 2015 году