



Special Report $\oplus$ 17/01

Обзор Беларуси, Казахстана и Украины

2016 год был тяжелым для экономик России и ее соседей. И хотя Украина перешла к восстановительному росту, его темпы должны быть высокими, чтобы обеспечить безболезненный расчет по внешним обязательствам, начиная с 2018 года. Экономика Казахстана также росла в 2016 году – по разным оценкам, от 0,5 до 1%. Восстановление цен на нефть, Кашаган и госпрограммы поддержки предпринимательства и строительства должны поддержать рост и в 2017 году. Беларусь закончила год на отметке -2,5 – -3%, и продолжающийся нефтегазовый спор с Россией означает большие риски для платежного баланса. Значит ли это, что правительство будет вынуждено прибегнуть к помощи МВФ в обмен на реформы, которые власти упрямо избегали в последние годы (в области тарифов и госпредприятий)?

Банковские системы стран – их слабое звено. В Украине был национализирован крупнейший банк после двух лет опасений о его финансовой устойчивости в связи с кредитованием связанных сторон и залогов. В Казахстане качество активов банков остается низким. Вероятно, Нацбанк поощряет тренд консолидации и укрупнения банков, но временные отзывы лицензий не добавляют уверенности в системе в целом. В Беларуси же, несмотря на преференции госпредприятиям по ставкам и реструктурированию кредитов, растет доля просроченной задолженности. В случае экономического потрясения банкам потребуются вливания со стороны государства. Однако без субсидий России запас прочности бюджета невысок.

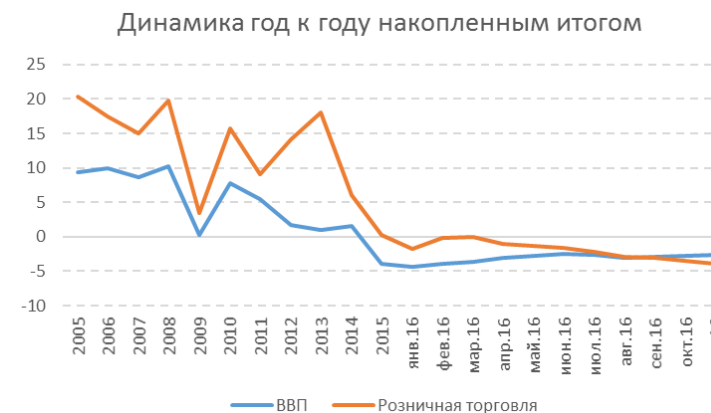
Содержание

Беларусь	2
Казахстан	8
Украина	15

Беларусь

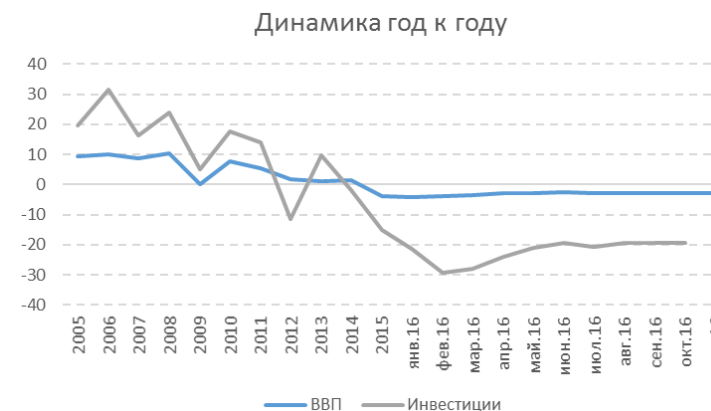
- Падение цен на нефть негативно сказалось на экономике Беларуси, которая зависит от экспорта нефтепродуктов, а также от пошлин на них, которые Россия позволяла зачислять в белорусский бюджет. Столкнувшись с низкими ценами на нефть, еще в 2015 году Беларусь запросила 3 млрд долл. финансовой помощи от России. Было получено согласие лишь на 2,1 млрд долл. от Евразийского банка, растянутые на 3 года в обмен на реформы.
- В ответ на неудовлетворительный объем помощи правительство угрожало повысить тарифы на транспортировку нефти, а также не платить за газ. Российская сторона ответила на угрозы снижением поставок нефти, еще больше усугубив ситуацию с поступлением валюты в страну. На данный момент власти рассчитывают разместить еврооблигации в 2017 году.
- Спад ВВП в 2016 году составил около 2,5–3%, а доходы населения испытали сильнейшее снижение. В 2017 году экономика вряд ли перейдет к значительному росту. Давление на платежный баланс может снова привести к девальвации, а вместе с ней к негативным последствиям для роста. Банки сталкиваются с просроченной задолженностью и дальнейшее ухудшение качества активов потребует интервенции властей. Без внешней помощи экономика Беларуси может оказаться в кризисе.
- В 2016 году внешний баланс Беларуси существенно поддерживался чистой продажей валюты населением, которая составила около 2–2,5 млрд долл. Ухудшающаяся экономическая ситуация вынуждала людей проедать запасы. В 2017 году этот источник иссякнет, а увеличение средней цены на нефть с 45 до, например, 60 долл./барр. принесет меньше долларов.

Рис. Б1 Спад по итогам 2016 года составит около 2,7%



Источник: Белстат.

Рис. Б2 Инвестиции тянут ВВП вниз



Источник: Белстат.

Краткий обзор экономических данных

За январь-ноябрь спад ВВП составил 2,7% г/г, а промышленность снизилась на 0,9%. При этом в ноябре рост промышленности год к году был внушительным (5,1%). Сильнее всего растут деревообработка, электроника и машиностроение – основные гострасли. Существует риск, что при низком спросе предприятия работают на склад. Производство нефтепродуктов в январе-ноябре упало на 14,1% ввиду снижения поставок нефти из России (вплоть до июля в отрасли не наблюдалось снижения). Инвестиции остаются слабыми – примерно на 20% ниже прошлого года.

Розничная торговля ухудшается: при спаде 3,9% за январь-ноябрь, падение в ноябре было еще сильнее – 7% к аналогичному периоду предыдущего года. Это обусловлено падением реальных зарплат на 4,3% и рекордным снижением реальных располагаемых денежных доходов на 7,3% в январе-ноябре.

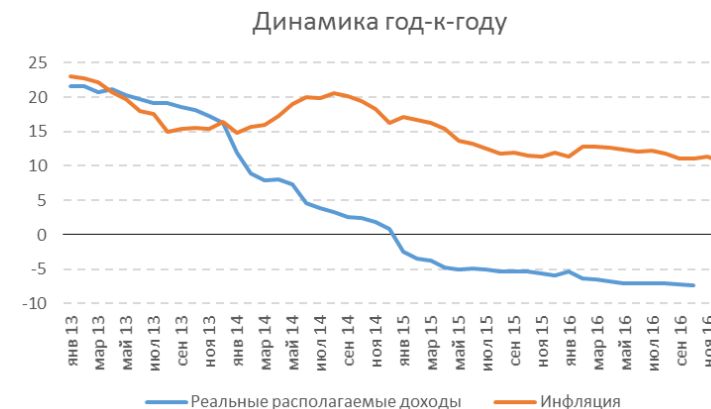
Инфляция остается высокой – на уровне 11,4% г/г. Основным риском для цен в этом году является возможное ослабление белорусского рубля, связанное со снижением поступления валюты. С другой стороны, снижение потребления способствует нормализации цен.

Газовый спор

Газово-нефтяной спор между Россией и Беларусью до сих пор не разрешен. Беларусь все еще не перечислила задолженность за газ, которая достигла 400 млн долл. В середине декабря появилось сообщение о том, что Беларусь внесла авансовый платеж за будущие поставки газа. Однако его величина не была обнародована, и Россия вернула аванс, заявив, что рассчитывает на полную оплату задолженности.

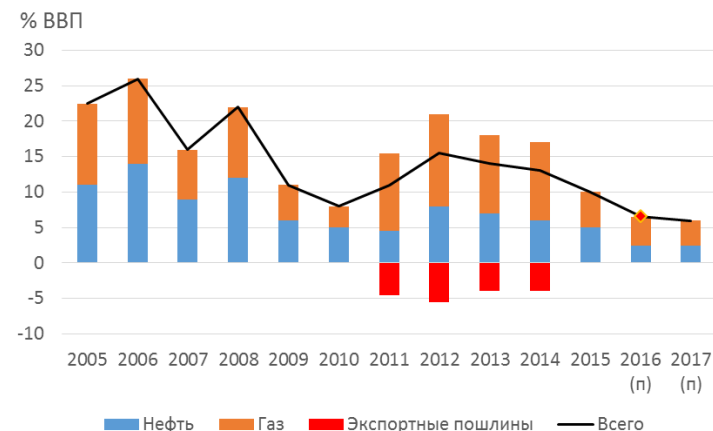
Тем временем стороны договорились о новых тарифах на транспортировку нефти по белорусским нефтепроводам: он будет увеличен на 7,7–11,8% для различных нефтепроводов вместо запрашиваемых белорусской стороной 20,5%. По

Рис. Б3 Реальные располагаемые доходы продолжают снижаться



Источник: Белстат.

Рис. Б4 Объемы скидок на энергоносители из России, в % ВВП, с учетом новой скидки на газ



Источник: МВФ, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

договоренности тариф привязан к инфляции, а не к ценам на нефть. Следовательно, повышения тарифа на 20–50%, как рассчитывала белорусская сторона, не произойдет.

Так как нефтяной спор по тарифам и поставкам, а также газовый спор – тесно связанные между собой явления, нет гарантии того, что данная договоренность по тарифам – окончательная. Действительно, механизмы давления Беларуси на Россию – это транзит нефти и выплаты по долгам. Механизмы давления России – это объемы поставок нефти, кредиты и поставки газа.

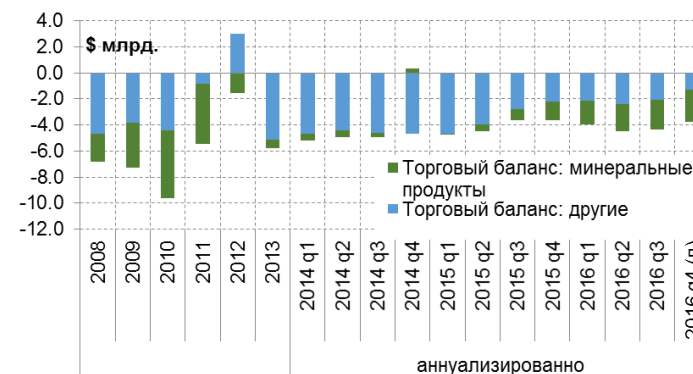
В газовом вопросе Беларусь хочет получать 300 млн долл. ежегодной компенсации по ценам на газ. Кроме того, условием погашения долга за газ было названо предоставление третьего и четвертого транша ЕФСР, размером примерно в 500 млн долл. каждый. Также Беларусь ожидает увеличения поставок нефти с контрактных 24 млн тонн до 26 млн тонн.

В 2016 году поставки нефти были ближе к 20 млн тонн из-за временного прекращения экспорта российской стороной, что было вызвано газовым спором. Это лишило Беларусь примерно 200–300 млн долл. нефтяных пошлин.

Причина запросов Беларуси кроется в том, что стране необходимо финансировать бюджетные расходы и выплаты по долгам. Первая попытка получить деньги от России заключалась в запросе кредита от Евразийского фонда. Однако вместо 3 млрд долл. было решено предоставить 2,1 млрд в нескольких траншах при условии выполнения целевых показателей. Тем временем правительству пришлось повысить социальные расходы на субсидии ЖКХ. При этом задолженность потребителей за поставленные электроэнергию и газ продолжает расти: сейчас она на 60% выше, чем в начале года, и составляет 700 млн долл.

Нефтегазовый спор уже перерос в дипломатический: Лукашенко не приехал на подписание таможенного кодекса ЕАЭС. В дальнейшем он также отменил свое участие в саммите ЕАЭС в целом. Он негативно отозвался о состоянии торговли внутри союза после его создания: спад торговли на "40% в <2015> году, в <2016>

Рис. Б5 Снижение доходов сокращает негативное сальдо торговли, в то время как нефтегазовый спор с Россией тянет его вниз



Источник: Нацбанк, Белстат.

году – 15%". Лукашенко также попросил уточнить, что получит Беларусь от новых ввозных пошлин в ЕАЭС. Намек, видимо, был просьбой оставлять импортные пошлины в первой стране ввоза, а не в конечном пункте. В этом случае Беларусь может выиграть от всего грузопотока из Европы в Россию.

Основные риски в 2017 году

Экономический рост

После спада ВВП примерно на 2,7% в 2016 году, текущий год вряд ли принесет с собой существенный рост. С одной стороны, Беларусь не сможет продолжить бюджетное и квазибюджетное финансирование. Профицит белорусского бюджета достигается такими операциями, как директивное кредитование через банки или бюджет, а также операции Нацбанка. Правда, над последними был установлен больший контроль ввиду предоставления кредита Евразийским фондом. В отсутствие значительного внешнего финансирования эти операции не смогут продолжаться из-за их конечного влияния на дефицит бюджета или дефицит платежного баланса. В то время как точный объем квазифискальных трат в Беларуси оценить сложно, эффект их снижения будет заметным.

С другой стороны, неразрешенность нефтегазового спора, безусловно может привести к более серьезным последствиям, чем временное перекрытие нефтепровода. В зоне риска – торговля, кредитование, транзит, а вместе с ними – социальная стабильность.

Положительные риски для Беларуси – в основном, в цене на нефть. При условии сохранения пошлин в белорусском бюджете, от увеличения цен на нефть Беларусь может дополнительно получить 300–400 млн долл. Дополнительные средства могут быть направлены на инфраструктурные проекты: Лукашенко вскользь упомянул ремонт дорог местного значения, сооружение второй взлетно-посадочной полосы в Минске.

Платежный баланс

В 2017 году Беларуси предстоит погасить 1,2 млрд долл. валютных облигаций, которые удалось заимствовать, в том числе, на внутреннем рынке в 2016 году, воспользовавшись возможностью абсорбировать продаваемую населением валюту. За весь 2016 год население продало на 2 млрд долл. больше, чем купило. Таким образом, у власти может не оказаться возможности рефинансировать займы: население проест сбережения и перестанет предоставлять валюту.

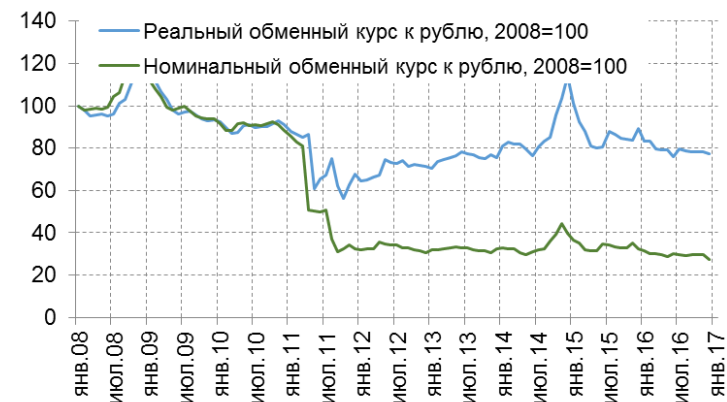
Именно поэтому снова оживились разговоры о евробондах как самой Беларуси, так и ее финансовых институтов. Например, Банк развития планирует направить на инвестиционные проекты 700 млн руб. (300 млн долл.), полностью профинансировав их внешними займами. Государство, в свою очередь, надеется рефинансировать 800 млн долл., выплаты по которым предстоят в январе 2018 года.

Если Беларусь и Россия договорятся о нефти и газе, это будет означать, что в бюджет Беларуси может поступить примерно на 700 млн долл. больше, чем в 2016 году (как за счет увеличения поставок с 20 до 26 млн тонн нефти, так и за счет более высоких цен на нефть). Кроме того, если Россия предоставит скидку на газ, это может дать Беларуси дополнительно 300 млн долл. Также может поступить около 1 млрд долл. по кредиту от Евразийского фонда. Итого: +2 млрд по финансовому счету.

Помимо 1,2 млрд долл. внутренних облигаций, деноминированных в валюте, Беларуси предстоит погасить 800 млн долл. по евробондам в январе 2018 года. Таким образом, правительству понадобится дополнительные 2 млрд долл. для выплат по долгу по сравнению с 2016 годом, и покрыть их дополнительными 2 млрд долл. поступлений удастся лишь в случае полной нормализации отношений с Россией.

Без нормализации отношений Беларуси придется тратить резервы, и затраты могут составить вплоть до половины и так невысоких резервов. Или же прибегнуть

Рис. Б6 На данный момент, давления на белорусский рубль нет...



Источник: НБРБ, ГКС, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. Б7 ...однако в 2017 году давление на платежный баланс Беларуси может составить 2 млрд долл., или около половины резервов



Источник: Нацбанк.

к помощи МВФ. Однако МВФ настаивает на реформе ЖКХ и госпредприятий, и требования фонда правительству кажутся пока слишком жесткими.

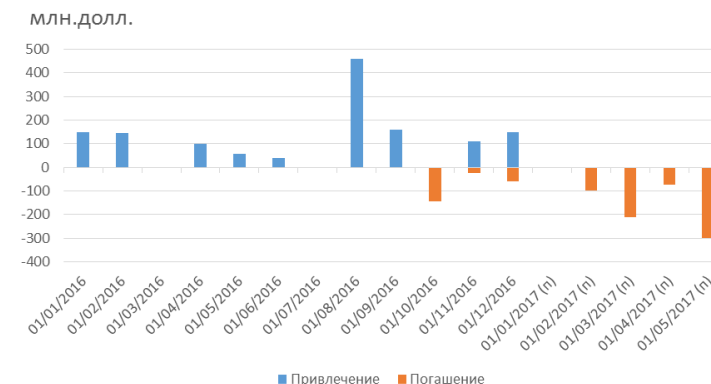
С другой стороны, Евразийский фонд также выставил свои критерии, которые расширяются – и не факт, что Беларусь получит транши. Так, к мерам добавлен показатель госдолга к ВВП, который не должен превышать 45%. Текущее значение – 45,5%, значит, к моменту предоставления нового транша долг не должен увеличиться, иначе решение о транше будет полностью за кредитором. Стоит ли говорить, что девальвация (а валютный госдолг составляет половину всего долга), спад или исполнение госгарантий могут привести к тому, что госдолг превысит отметку и в 60%. Кроме того, госгарантии выросли в полтора раза за прошлый год – до 11,7% ВВП.

Банки и госпредприятия

2016 год был годом ухудшения качества активов в банковской системе: доля просроченной задолженности выросла до 3,9% с 2,3% годом ранее, в основном за счет кредитов (в большей степени – кредитов госпредприятиям) в национальной валюте (с 1,7 до 4,1%).

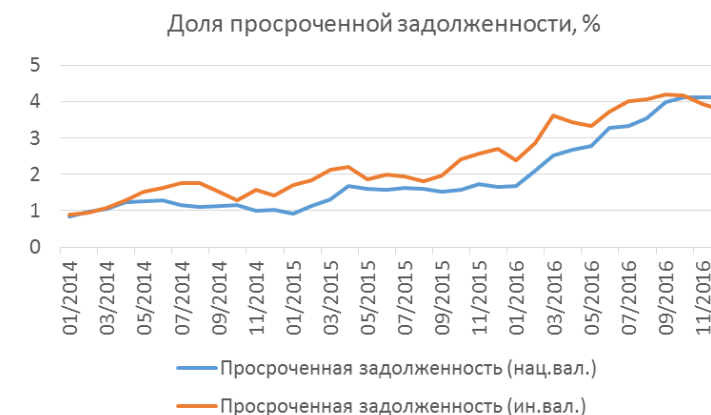
Кризис госпредприятий напрямую отражается на банковской системе. Если негативный тренд продолжится, властям придется докапитализировать госбанки. Видимо, у властей приходит осознание, что докапитализация должна сопровождаться мерами по снижению издержек и компенсации руководителей. Так, председатель правления Беларусбанка Писарик был вынужден освободить должность по соглашению сторон. Это произошло после того, как Лукашенко пообещал "навести порядок в банковской сфере" и наказать банкиров, которые "неплохо живут", несмотря на кризис.

Рис. Б8 На 2017 приходится выплаты по внутренним облигациям, деноминированным в долларах и евро



Источник: Минфин.

Рис. Б9 Проблемы с госпредприятиями ведут к росту просроченной задолженности



Источник: Нацбанк.

Казахстан

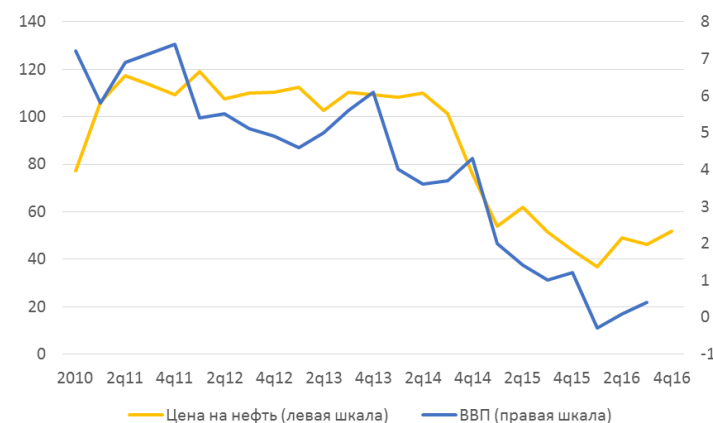
- В 2016 году экономика Казахстана росла наиболее низкими темпами за последние 18 лет: ожидаемые 0,5% ниже результата 2009 года в 1,2%. Причина – низкие цены на нефть и снижение ее добычи.
- В 2017 году экономика должна получить поддержку от восстановления цен на нефть и увеличения соцрасходов.
- Казахстан заявил о своем участии в снижении добычи нефти, согласованной со странами ОПЕК. Однако в отличие от других мировых производителей, в 2016 году Казахстан испытал снижение производства нефти примерно на 2,5%, и дальнейшее снижение добычи изменит прогноз роста в 2017 году. Пока нет ясности в том, по сравнению с каким периодом должно упасть производство: к концу года добыча нефти в Казахстане восстановилась.
- Банковская система представляет риск для роста экономики. В декабре-январе повторился кризис ликвидности, как и год назад. Теперь с рынка был выведен Казинвестбанк, занимавший примерно 20-е место по размерам. Кроме того, качество активов продолжает оставаться невысоким, ввиду большой доли рефинансированных кредитов.
- Однако важным положительным моментом в банковской сфере является кредитование малого бизнеса, которое увеличилось в 2016 году в полтора раза.

Краткий обзор экономических данных

По оценке Министерства экономики, рост ВВП в 2016 году составил 1%. Если данные подтвердятся, это будет означать, что в четвертом квартале рост был близок к 2%.

В ноябре резко подскочила инвестиционная активность, добавив 13,7% г/г после спада в 0,7% г/г в октябре. Увеличение инвестиций произошло несмотря на

Рис. К1 Восстановление цен на нефть поддерживает ВВП



Источник: Казстат, IEA.

равномерную базу прошлого года. Этот рост был обусловлен ускорением жилищного строительства до 18,2% г/г после спада в 3,4%. Однако строительный бум не отражается на производстве стройматериалов.

При этом розничная торговля продолжает показывать вялую динамику (0,5% г/г), так как реальные доходы населения упали на 4,6% г/г. Действительно, бум строительства обеспечен не спросом населения, а госпрограммами.

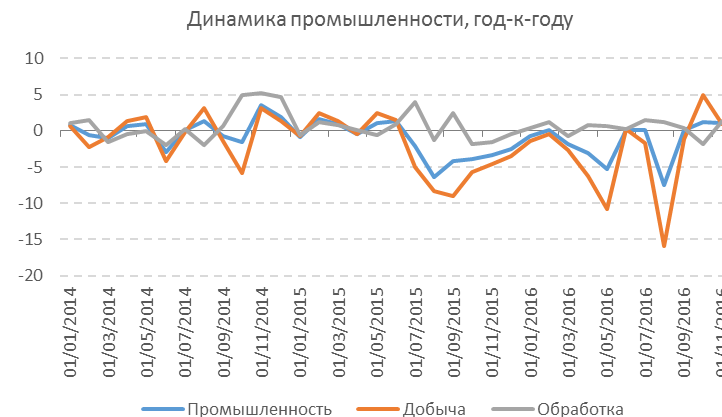
Таким образом, ускорение роста в четвертом квартале, помимо ввода Кашагана, могло произойти за счет строительства. Однако увеличение объемов строительства без соответствующего увеличения производства стройматериалов должно означать увеличение импорта.

Инфляция в декабре составила 8,5%, что ниже показателя января 2016 года 14,4% г/г. Ввиду ускорения роста ВВП, повышения нефтяных цен и инфляции выше таргета в 7–8%, Нацбанк, вероятно, продолжит держать ставку рефинансирования неизменной. С другой стороны, Нацбанк может принимать во внимание, что банки должны будут оживить ипотечное кредитование для того, чтобы квартиры в новых зданиях нашли покупателей.

Перестановки министров

В правительстве снова прошли перестановки. Кайрат Абдрахманов занял пост министра иностранных дел, а до этого он был постоянным представителем в ООН. Министр экономики Куандык Бишимбаев был снят с должности, и в отношении него началось расследование в связи с деятельностью в холдинге Байтерек, который он возглавлял в течение трех лет до перехода в министерство. Также ведется уголовное следствие в отношении распоряжения собственными средствами Пенсионного фонда. Выяснилось, что фонд вложил 5 млрд тенге (около 15 млн долл.) в облигации "Бузгул Аурум", выступив при этом единственным покупателем на бирже во время размещения.

Рис. К2 Промышленность показывает неустойчивые результаты



Источник: Казстат.

Министр иностранных дел Ерлан Идриссов был отправлен послом в Лондон. Идриссов занимал пост английского посла и в 2002–2007 годах, и в целом в государственной системе Казахстана он опытный дипломат. При этом новый министр иностранных дел Кайрат Абдрахманов больше взаимодействовал с международными организациями, в особенности когда был послом в Австрии.

В экономическом контексте эту перестановку можно трактовать как обозначение приоритетов. Так, испытав снижение нефтяных цен, правительство выбрало путь увеличения заимствований от международных организаций. Продолжая реформы и улучшая позиции в рейтинге Doing Business, Казахстан обеспечил себе привлечение миллионов от Всемирного банка, ЕБРР и других организаций. Действительно, внешний долг в последнее время рос за счет международных займов.

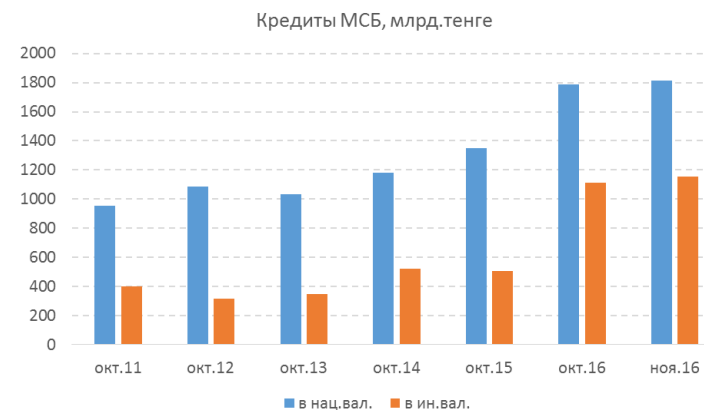
В то же время отправление топового дипломата в Лондон в 2017 году может быть связано с планами по приватизации. Годы, когда Идриссов был послом в Великобритании, были годами больших заимствований и размещений казахских компаний на лондонской бирже. Так, с 2005 по 2007 годы прошло 10 IPO казахских компаний в Лондоне. И хотя в Казахстане давно говорят об IPO (первичном размещении) госкомпаний, видимо, активная работа ожидается в ближайшем будущем.

Так, стало известно, что Гонконгская и Лондонская биржи соревнуются за право разместить крупные компании Казахстана. Объявленная цель правительства – снизить госучастие в экономике с 60 до 15%. Первая компания, которую планируется продать, – это 25% Эйр Астаны.

Соглашение ОПЕК

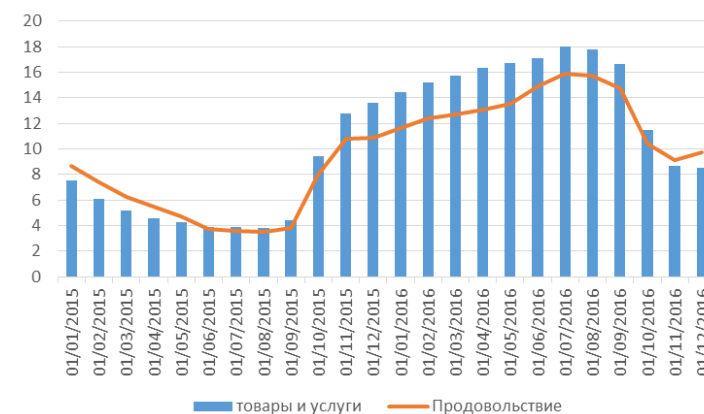
В конце ноября состоялась встреча министров энергетики стран ОПЕК, России и других производителей. Несмотря на сдержанные ожидания рынков, встреча закончилась договоренностью сократить добычу ОПЕК на 1,2 млн баррелей в сутки. Сокращение производства будет неравномерно распределено между

Рис. К3 Рост кредитов малому бизнесу может оказаться драйвером роста



Источник: НБК.

Рис. К4 Инфляция снижается вслед за стабилизацией тенге



Источник: Казстат.

странами, так как Иран, Нигерия, Ливия и Ирак в последние годы испытали резкое снижение добычи и экспорта ввиду внутренних конфликтов. Сайдовская Аравия понесет наибольшее бремя в снижении производства нефти.

На встрече также присутствовали представители из России и других стран вне ОПЕК. Между независимыми производителями было решено распределить снижение производства на 0,6 млн баррелей в сутки. Наибольшая часть сокращений придется на Россию. С первых же дней переговоров стали появляться новости о том, что Казахстан также будет участвовать в договоренности.

Министр энергетики Казахстана подтвердил намерение Казахстана снизить добычу, вплоть до 20 тыс. барр. в сутки. Однако непонятно, от каких уровней произойдет снижение: данные 2015 года сильно отличаются от результатов 2016 года, что, в свою очередь, отлично от планов на 2017 год. В 2017 существенный вклад ожидался от месторождения Кашаган, которое должно было производить 70–90 тыс. б/с. Если снижение добычи на старых месторождениях продолжится таким же темпом, как и в 2016 году, то Кашаган как раз покроет этот негативный тренд.

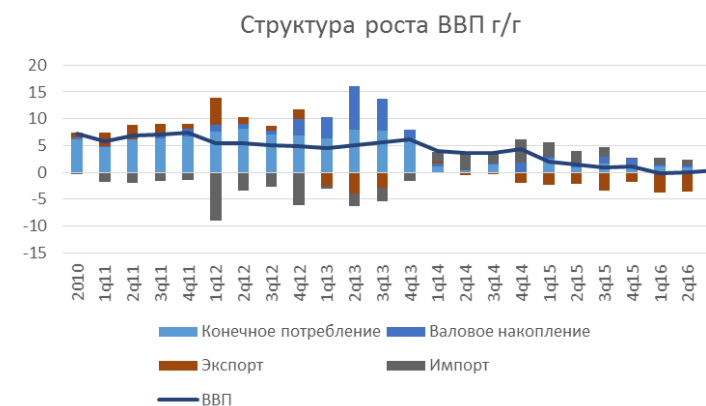
Таким образом, если снижение добычи нефти отсчитывается от декабря 2016 года (согласно планам правительства и прогнозам IEA, производство нефти вырастет на 90 тыс. б/с), то Казахстану, по сути, не придется снижать добычу ниже среднего уровня 2016 года. Снижение добычи на 20 тыс. б/с по сравнению с 2016 годом было бы равносильно дальнейшему снижению производства на 0,5%. С долей нефтяного сектора в ВВП около 15–20% прямой эффект на рост будет около -0,1 процентных пункта. Это лучше, чем -1 процентный пункт по итогам 2016 года. Однако с учетом все еще нестабильной ситуации в банковском секторе, любое негативное явление влияет на уязвимость экономики. Тем более будет сложно обеспечить снижение добычи по сравнению с 2016 годом после заявления правительства о том, что восстановление добычи нефти является первоочередной задачей.

Рис. К5 Производство нефти снижалось в последние годы, и соглашение ОПЕК – давление на рост



Источник: Казстат.

Рис. К6 Если Казахстан увеличит производство нефти г/г (или, если снижение добычи привязано к декабрьским данным, когда производство нефти восстановилось), экспорт станет драйвером роста



Источник: Казстат.

Все же положительной стороной снижения добычи нефти является увеличение нефтяных цен. После того, как средние цены на нефть составили 45 долл./барр. в 2016 году, уровень 55–60 долл. равносителен 30%-ному росту валютных поступлений.

Банковская система

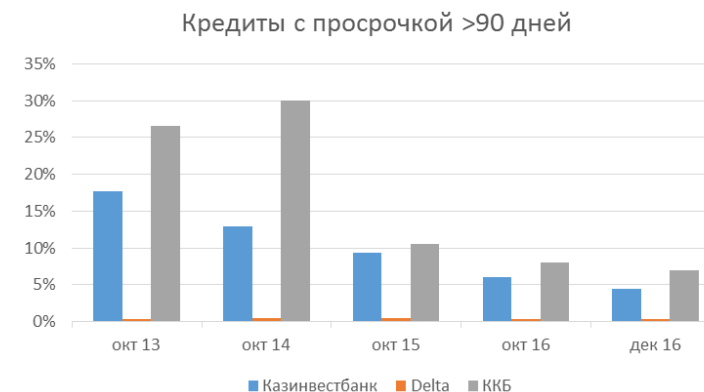
26 декабря Национальным банком было принято решение об отзыве банковской лицензии у Казинвестбанка (после отзыва лицензии на проведение депозитных операций). Причиной прекращения операций стали проблемы с ликвидностью: Казинвестбанк не выполнял обязательства по платежным и переводным операциям. Кроме того, Национальный банк установил, что политика кредитных рисков в КИБ была ненадлежащей: в качестве залога принималась прогнозируемая прибыль будущих периодов. Отзыв лицензии у Казинвестбанка, как обещает Нацбанк, не вызовет потрясений на рынке. Доля Казинвестбанка в банковской системе ниже 2%.

Декабрь – традиционно сложный период для казахских банков, поскольку население снимает деньги с депозитов в преддверии новогодних праздников. В отличие от России, казахский бюджет не испытывает глубокий сезонный дефицит в декабре, который бы компенсировал отток вкладов. Это явилось причиной дефицита ликвидности год назад. Ситуация в этом году также может повториться.

В свете этих событий неопределенно стала выглядеть судьба Дельта-банка, у которого Нацбанк также отозвал лицензию на депозитные операции в ноябре. Однако, три дня спустя (29 декабря) Нацбанк вернул Дельта-банку отозванную лицензию. В то же время Национальный банк оказал экстренную поддержку ликвидности Казкоммерцбанку в объеме 400 млрд тенге.

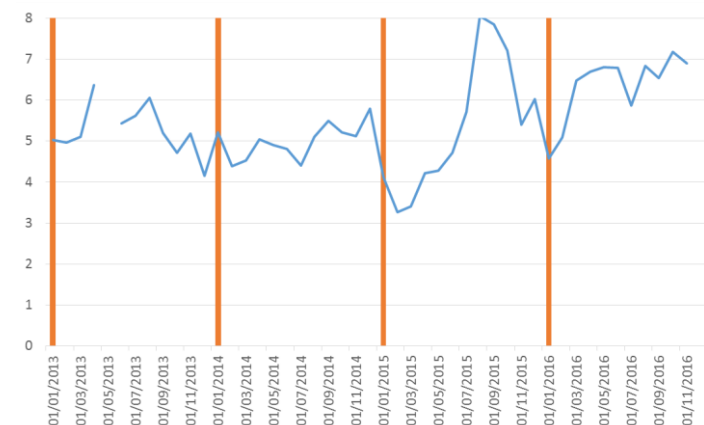
Проблемы Дельта-банка не решились восстановлением депозитной лицензии. 5 января рейтинговое агентство S&P понизило рейтинг банка на одну ступень до CCC+ ввиду снижения ликвидности. За месяц у Дельта-банка произошел существенный отток корпоративных депозитов, что могло быть вызвано как бегством

Рис. К7 Качество активов Казинвестбанка, у которого отозвали лицензию, не выглядит плохим



Источник: Нацбанк.

Рис. К8 Начало года – сезонное снижение ликвидности (график показывает норматив k4-1)



Источник: Нацбанк.

вкладчиков, так и невозможностью банка принимать новые средства на счета клиентов. Сообщается, что акционеры банка вместе с Нацбанком приняли решение о вливании 20 млрд тенге.

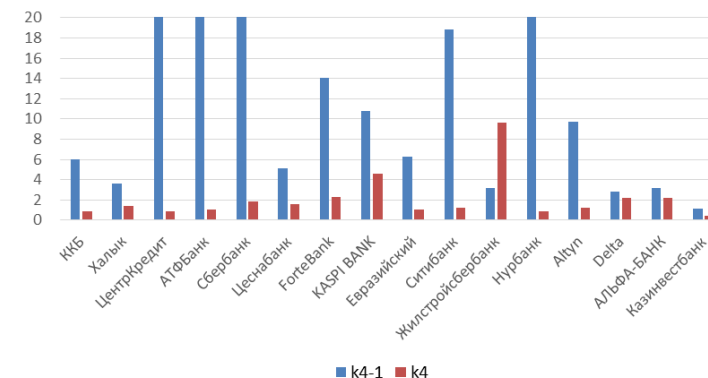
Как показал отток депозитов из Дельта-банка, практика отзыва лицензии на проведение депозитных операций является неэффективной для оздоровления банков. Отзыв лицензии, по крайней мере, как это сообщалось в новостях, был направлен на то, чтобы заставить банк улучшить пруденциальные показатели. Очевидно, что в ситуации недоверия вкладчиков и оттока депозитов финансовые показатели не только не улучшатся, но, скорее всего, могут упасть до такого уровня, что банк будет не в состоянии функционировать.

Более распространенной мировой практикой является составление плана по улучшению состояния банка и включение надзорных органов в правление банка до тех пор, пока банк не начнет отвечать всем требованиям регулятора. Кроме того, Нацбанк не обнародовал подробности того, какие именно операции эти банки нарушали. Еще более странным было заявление НБК, что отзыв лицензии Дельта-банк и КИБ из-за их небольших размеров не отразится негативно на финансовой системе. Означает ли это, что Нацбанк не будет специально стараться для мелких банков? Может быть, ведь ККБ экстренной поддержки ликвидности

Действительно, сравнение ККБ, Дельта-банка и КИБ по основным показателям говорит о том, что Казинвестбанк обладал качественным портфелем (Delta списывал все просроченные займы). Лишь по показателю ликвидности КИБ выглядел хуже других. В то же время понятно желание регулятора поддержать именно ККБ, так как ККБ – крупнейший банк. Более того, через его систему платежей осуществляется две трети всех денежных переводов в Казахстане. Стоит ли говорить, что такая сильная зависимость экономики от банка с неустойчивым финансовым состоянием является существенным риском.

Вероятно, Нацбанк действительно поддерживает консолидацию банковского сектора. Правда, выбранные методы не являются самыми эффективными. Также

Рис. К9 Ликвидность Казинвестбанка, действительно, была низкой



Источник: Нацбанк.

Рис. К10 Однако лишь ККБ получил экстренный кредит от Нацбанка в 400 млрдтенге (желтая линия), которые, вероятно, перешли на рынок краткосрочных нот (оранжевая линия)



Источник: Казстат.

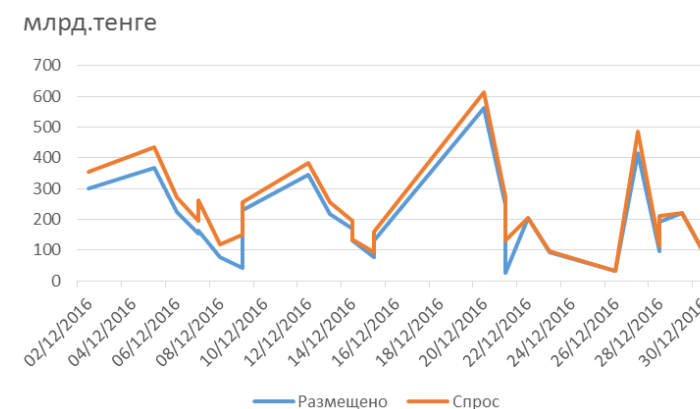
интересны слухи о слиянии Казкоммерца с Халык-банком. Эта сделка настолько крупная, что однозначной позиции по ней не может быть. С одной стороны, Халык – более успешный банк, что может повысить устойчивость той части экономики, которая зависит от ККБ. С другой стороны, качество активов в ККБ не самое высокое: хотя показатель просроченных кредитов находится на уровне 10–11%, собираемость начисленных процентов по ссудам, по отчетности, составляет 40%.

Более того, интересны заявления о том, что «Дельта-банк договорился о поддержке» или что ККБ согласовал многомиллиардную поддержку ликвидности от Нацбанка. Нацбанк же утверждает, что ККБ воспользовался операциями по поддержке ликвидности, которые доступны всем участникам рынка.

Данные по ликвидности банковского сектора говорят о том, что свободные средства распределены крайне неравномерно. В то время как Казинвестбанк испытывал трудности с платежами и ККБ получил 400 млрд тенге вливаний со стороны Нацбанка, банковская система в целом была чистым кредитором Нацбанка. То есть банки держали больше краткосрочных нот (операция по абсорбированию ликвидности), чем были должны Нацбанку по операциям предоставления ликвидности. Кроме того, на протяжении всего декабря, за исключением двух дней, банки показывали повышенный спрос на ноты НБК, в среднем на 20% превышающий предложение.

На ситуацию с ликвидностью, с другой стороны, положительно влияет отсутствие интервенций Нацбанка. Уже три месяца регулятор не продает валюту. В то же время отмечаются положительные тенденции с тенговыми депозитами. Таким образом, в целом состояние тенговой ликвидности улучшается. Однако операции НБК по предоставлению ликвидности, как показала история с КИБ и Дельта-банком, еще не налажены.

Рис. K11 В декабре наблюдался повышенный спрос на ноты Нацбанка: у некоторых банков была избыточная ликвидность

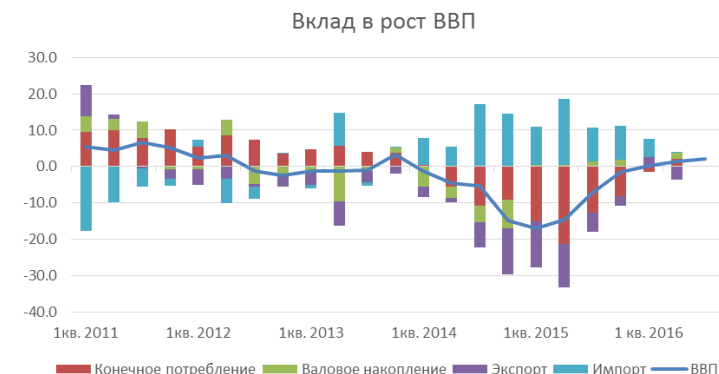


Источник: Нацбанк.

Украина

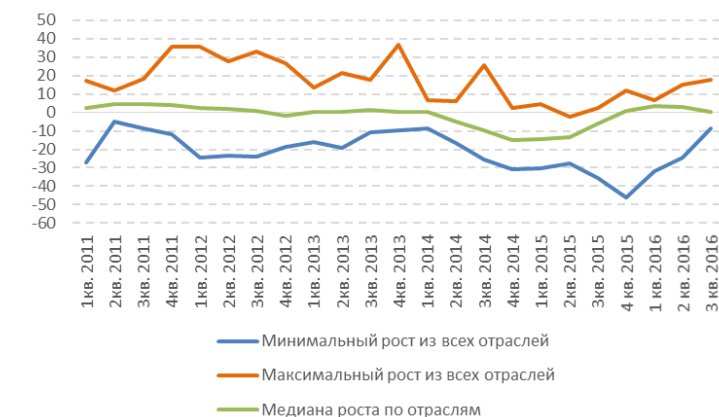
- Рост экономики в 2017 году, по прогнозам правительства, может составить 3%. Оценка Центра развития несколько ниже: 1,5–2%. Основным драйвером роста станет отложенный спрос населения после 8%-ного роста реальных заработных плат в 2016 году и увеличения минимальной заработной платы вдвое с 2017 года. Однако это также приведет к росту импорта, что послужит сдерживающим фактором.
- Украина продолжает процесс реформ при поддержке международных институтов. Следующий транш МВФ в размере около 1,3 млрд долл. правительство ожидает уже в конце января.
- В 2017 году экономика Украины должна окончательно встать на ноги, так как крупные выплаты по внешним заимствованиям начнутся в 2018 году.
- В газовой сфере процесс реформ неравномерный: с одной стороны, тарифы были увеличены, с другой, разделения функций Нафтогаза по транзиту, хранению, добыче и распределению газа не произошло. Этот процесс может затянуться еще дольше, так как финансовым показателям Нафтогаза еще предстоит стабилизироваться. 2016 год был первым прибыльным годом для компании, но при этом просроченная задолженность потребителей (на уровне 27 млрд грн.) является значительным риск-фактором. Между Нафтогазом и конечными потребителями находятся облигации, которые испытывают трудности с ликвидностью. Следовательно, когда (если) население начнет уменьшать задолженность в летние месяцы, облигации переведут деньги Нафтогазу только после выплаты зарплат своим сотрудникам. Поэтому неудивительна заявка Нафтогаза на участие в аукционах по аренде и управлению облигациями.
- Финансовая система пережила национализацию крупнейшего банка страны, Приватбанка, без потрясений – отчасти потому, что о его слабом состоянии было известно на рынке.

Рис. У1 Экономика Украины находится в начальной стадии роста



Источник: Укрстат.

Рис. У2 Состояние секторов стабилизируется



Источник: Укрстат.

Краткий обзор экономических данных

Индекс производства базовых отраслей, который представляет собой быструю оценку динамики ВВП, увеличился на 3,2% в ноябре. Это ниже показателя октября (6,2%) из-за замедления роста производства в сельском хозяйстве.

Розничная торговля показывает сильный рост выше 10% г/г в ноябре благодаря сильной динамике реальной заработной платы (8,2%). Строительство также растет двузначными темпами, поддерживаемое восстановлением инвестиционного спроса. Более того, опрос банков показал, что они ожидают ужесточения параметров ипотечного кредитования, что говорит о высоком спросе на кредиты.

Инфляция в декабре составила 12,4% г/г в соответствии с ориентирами НБУ. В следующем году Нацбанк ожидает инфляцию 8%, из которых 3,5 п.п. будет обеспечено регулируемыми ценами, рост которых НБУ прогнозирует на уровне 15,6%. Эта динамика намного отличается от 2016 года, когда вклад 33%-ного роста цен составил 2,8 п.п. ввиду изменения структуры потребительской корзины.

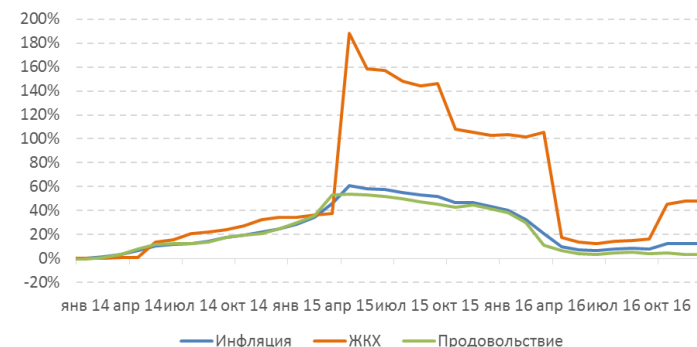
Основным фактором экономической стабильности остается МВФ. По словам чиновников, Украина выполнила все условия для получения транша в 1,3 млрд долл. Однако существуют опасения по поводу получения этого транша. Так, в меморандуме МВФ было соглашение ускорить приватизацию, в том числе обязательство приватизировать Одесский припортовый завод. Пока же только разобрались с его задолженностью за газ: 250 млн долл. долга будут выплачены в течение двух лет. Дефицит бюджета также не должен превысить 3,7% ВВП по итогам года. Кроме того, простаивает земельная реформа и пенсионная реформа. Не радужными для Украины выглядят новости из Европы: ЕС голосует за возможность приостанавливать безвизовый режим по решению парламента. Таким образом, Европа пока не рискует упразднить пограничный контроль с политически и экономически нестабильными соседями.

Рис. УЗ Реальная зарплата растет высокими темпами (но ее рост может быть в основном направлен на импорт)



Источник: Укрстат.

Рис. У4 Произошло очередное повышение тарифов



Источник: Укрстат.

ПриватБанк

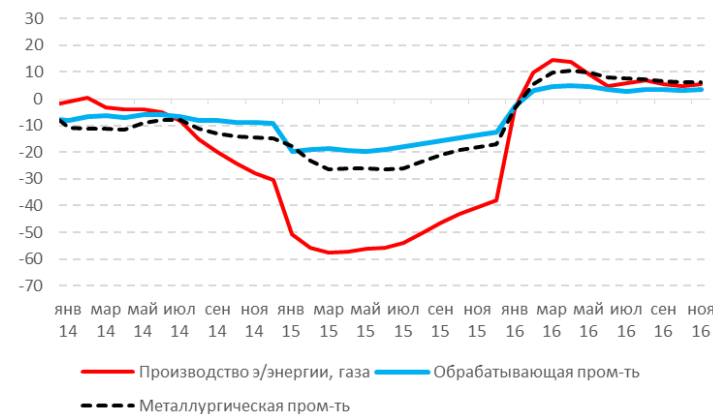
21 декабря 2016 года крупнейший банк Украины перешел государству. Совладелец ПриватБанка Игорь Коломойский обвинил НБУ в ужесточении нормативов капитала, что "искусственно" создало недостаток капитала в 150 млрд грн. Действительно, НБУ изменил законодательство в части учета залогового имущества, что, например, повлияло на оценку залога в виде объектов инфраструктуры. В особенности, на оценку достаточности капитала ПриватБанка могло повлиять исключение залога, обеспеченного доходами будущих периодов. По словам НБУ, ПриватБанк в течение года не выполнял требования по нормативам обязательного резервирования.

Финансовые показатели банка на протяжении многих месяцев вызывали опасения, но регуляторы не предпринимали решительных действий. Еще осенью в страновом обзоре МВФ выражал обеспокоенность по поводу ПриватБанка.

События развивались следующим образом:

- 15 декабря Нацбанк вводит новый инструмент экстренной поддержки ликвидности банков по ставке рефинансирования +2%. Эти средства могут быть направлены лишь на исполнение обязательств перед вкладчиками и другими кредиторами, за исключением связанных лиц.
- 15 декабря Нацбанк выдает Приватбанку кредит рефинансирования на 10 дней суммой в 15 млрд грн. для пополнения банкоматов.
- 20 декабря Приватбанк был национализирован. Минфин выкупил акции банка за 1 грн. и выпустил облигаций на 43 млрд грн. для ликвидации части дефицита капитала ПриватБанка, который НБУ оценивает в 148 млрд грн.
- 22 декабря было объявлено о том, что Министерство финансов осуществит выпуск облигаций на сумму в 116,8 млрд грн. для докапитализации Приватбанка. Эти облигации будут размещены на балансе банка и будут ему приносить 10% дохода в год. Нацбанк подчеркнул разницу между

Рис. У5 Промышленность растет на 2% после глубокого спада



Источник: Минфин.

Рис. У6 Национализация ПриватБанка: четверть всех кредитов и активов и 75% «других активов» банковской системы



Источник: НБУ.

капитализацией и монетизацией. Далее, по оценке регулятора, опираясь на предыдущую практику докапитализации банков, монетизировано (заложено в НБУ в обмен на ликвидность) будет до 6% общей суммы.

- 26 декабря было объявлено о bail-in кредиторов банка на сумму 395 млн долл. (около 10 млрд грн.).
- 29 декабря НБУ монетизировал 25,8 млрд грн. Эти средства в основном были направлены на выплату предыдущего кредита рефинансирования.
- 28 декабря был принят закон, позволяющий министерству финансов выпустить облигаций на сумму 64 млрд грн. для покрытия отрицательной валютной позиции ПриватБанка. Облигации будут привязаны к валюте.

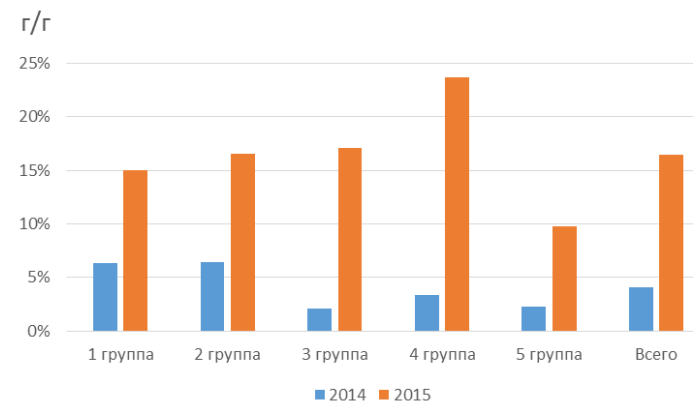
Далее был представлен новый наблюдательный совет банка, в состав которого вошли трое человек из МВФ и ЕБРР. Правление же в основном состоит из старого менеджмента. Хотя НБУ удалось избежать паники на рынке, властям придется спасти банк, принадлежавший олигарху, за счет бюджетных средств. Уже в 2017 году процентные платежи по гособлигациям, размещенным на балансе банка, составят сумму bail-in держателей евробондов.

Доходы населения

Динамика заработной платы в Украине означает, что потребление будет драйвером роста. Уже второй год номинальная зарплата растет темпами 20% г/г. Однако для экономического роста важно, чтобы распределение роста доходов было равномерным. Так, если топ-20% населения по доходам получают улучшение в благосостоянии, то большая часть этих средств будет направлена на сбережения. Напротив, менее богатые люди имеют большую склонность к потреблению.

В Украине наибольший рост зарплат, как за последние 3 года накопленным итогом, так и в 2016 году, произошел у программистов (видимо в связи с привязкой зарплаты к валюте), в сельском хозяйстве, торговле, строительстве и у чиновников: с начала 2014 года их зарплаты выросли на 78–108%. Учителям и

Рис. У7 Рост доходов по группам населения по доходам: самые богатые богатеют медленнее



Источник: Укрстат.

докторам увеличили зарплаты на 45% по сравнению с началом 2014 года. В среднем по экономике зарплаты выросли на 60%. Таким образом, увеличивается разрыв между традиционно сильными (в плане заработной платы) отраслями и бюджетниками.

Данные по распределению доходов в последний раз были обновлены за 2015 год. Однако они показали более равномерное распределение доходов. Так, при 15,5%-ном росте доходов основной рост был сосредоточен от второй до четвертой 20%-ной группы.

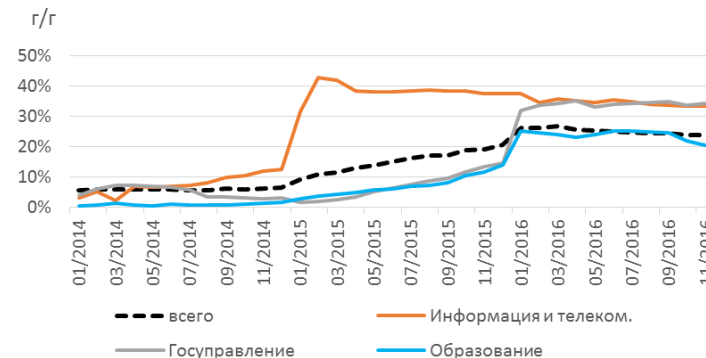
Увеличение минимальной заработной платы вдвое должно поддержать более равномерное распределение доходов по группам населения. Зарплаты учителей будут увеличены вплоть до 50% в 2017 году. Кроме того, если власти продолжат бороться с коррупцией, неравенство может снизиться. Все же, как мы не раз отмечали, борьба с коррупцией проходит с переменными успехами. Так, в декабре закон о спецконфискации не нашел поддержки среди депутатов, которые, вероятно, испугались за свои активы.

Газ

Впервые за последние 6 лет Нафтогаз не получал финансирования из бюджета. Чистая прибыль компании за первые 9 месяцев составила 25,5 млрд грн. (без учета 1,7 млрд грн. резервов на возможные потери от долгов). Половина прибыли пойдет на выплату дивидендов в госбюджет. В то же время задолженность отопительных предприятий продолжает расти и составила 26,9 млрд грн.

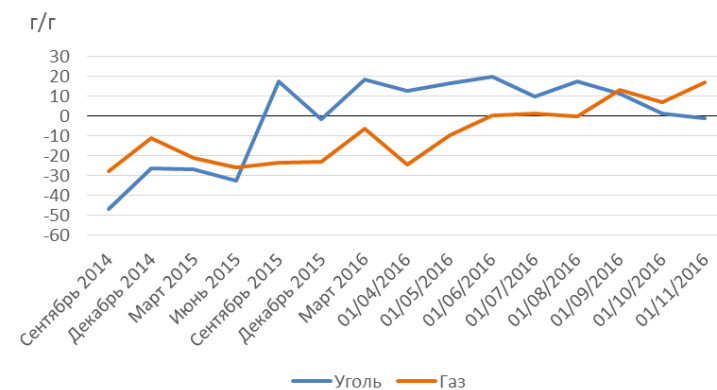
Транзит природного газа обеспечил больше прибыли, чем прогнозировалось, из-за измененных объемов российского экспорта. Транзит газа оказался на 10–12 млрд м³ выше, чем планировалось. Ранее Нафтогаз заявлял о том, что Россия варьирует объемы поставок, чтобы подорвать стабильность системы. Тем не менее транзит обеспечил 78% прибыли компании. Таким образом, в случае раздробления функций Нафтогаза это будет самым лакомым активом, однако отягощенным политическим грузом взаимоотношений с Россией. Неудивительно,

Рис. У9 Однако повышение зарплат учителям отстает от депутатов



Источник: Укрстат.

Рис. У10 Восстановление роста – это рост потребления газа (Россия) и угля (Восточные территории)



Источник: Укрстат.

что сам Нафтогаз ожидает пятикратное падение стоимости компании в случае строительства альтернативных газопроводов в Европу из России.

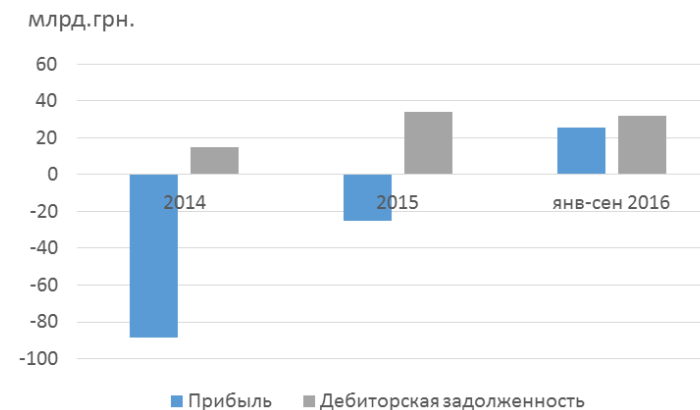
В целом прибыльность компании была во многом обеспечена повышенным транзитом и слабым ростом зарплат по сравнению с ростом тарифов. Таким образом, если себестоимость продукции увеличится на 15–20% и транзит газа снизится, при прочих равных прибыль будет ближе к нулю.

Нафтогаз планирует привлечь 150 млн долл. кредита от IFC (в дополнение к 478 млн евро от Всемирного банка под гарантии государства), и на этом прекратить заимствования. Кроме того, кабинет министров предоставил Нафтогазу возможность продлить до конца 2017 года погашение облигаций на сумму 4,8 млрд грн. Объясняется это решение тем, что гражданам предоставляется рассрочка по погашению платежей ЖКХ, и Нафтогаз может испытывать сложности с ликвидностью. Задолженность населения влияет на всю газовую систему: вначале облгазы не получают платежи и впоследствии задержки платежей затрагивают и Нафтогаз. В связи с этим неудивительно, что Нафтогаз хочет получить больше контроля над облгазами.

До 1 марта Кабмин должен внести предложения по сдаче газораспределительных предприятий в аренду. Нафтогаз обратился с заявкой на использование государственных газовых предприятий, предложив платить 15% остаточной стоимости в бюджет. Общая остаточная стоимость составляет 4,8 млрд грн., что означает потенциальные платежи в бюджет около 0,5 млрд грн.

Тем временем Россия планирует увеличить цену на газ для Украины ввиду роста цен на нефть. В итоге газовые переговоры с Россией провалились, несмотря на то, что Украина была готова закупить 1,5–4 млрд м³ газа зимой. На повестке дня правительства остается энергонезависимость Украины от российского газа, а также от угля с восточных территорий. По оценкам министра энергетики, независимость от угля может наступить через 3 года благодаря использованию атомной энергетики, газового угля и угля-антрацита. Это крайне амбициозная задача, особенно принимая во внимание тот факт, что Украина говорит о газовой независимости уже, по крайней мере, пять лет.

Рис. У11 Нафтогаз больше не использует средства из бюджета, но компании предстоит справиться с высокой дебиторской задолженностью потребителей



Источник: НБУ.

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева
Наталья Акиндинова
Елена Балашова
Николай Кондрашов
Людмила Коновалова
Алексей Кузнецов
Валерий Миронов
Дмитрий Мирошниченко
Светлана Мисихина
Сергей Пухов
Наталья Самсонова
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