



Special Report Φ 17/06

Обзор Беларуси, Казахстана и Украины

Итоги июня были сдержанно оптимистичными для Беларуси и Казахстана. В Украине же за хорошими цифрами скрывается неустойчивый рост.

Беларусь разместила 1,4 млрд долл. еврооблигаций: переподписка превысила целевой объем размещения более чем в два раза. Этих средств хватит на выплату 800 млн долл. по старому выпуску еврооблигаций. Несмотря на это, риски платежного баланса сохраняются, а сообщения о том, что Россия не сможет поставить все обговоренные 24 млн тонн нефти, не добавляют оптимизма.

Казахстан планирует наращивать нефтедобычу и выйти из соглашения с ОПЕК досрочно. Рост нефтяного производства поддержит ВВП, но в условиях низких мировых цен на энергоносители, добытые баррели не принесут большой выгоды. Заявленная расчистка банков займет много времени и, соответственно, возможное увеличение кредитования не отразится на ВВП 2017 года.

В Украине, как и ожидалось с 2014 года, разворачивается кризис неплатежей, вызванный как тарифами, так и неэффективностью управления бюджетом. Столица провела недели без горячей воды из-за проблем Киевэнерго с оплатой счетов. В свою очередь, Киевэнерго заявляет, что проблемы были у бюджета с возмещением субсидий. В целом переход Нафтогаза к прибыльности и отсутствию субсидирования не прошел гладко, и за блеском рекордной прибыли и дивидендов стоят другие компании, которые находятся на грани банкротства. Похожая ситуация неустойчивого роста наблюдается в бюджете: рекордный профицит в 50 млрд грн. в основном сформирован поступлениями от конфискации имущества, и вряд ли повторится в следующем году.

Содержание

Беларусь	1
Казахстан	8
Украина	15

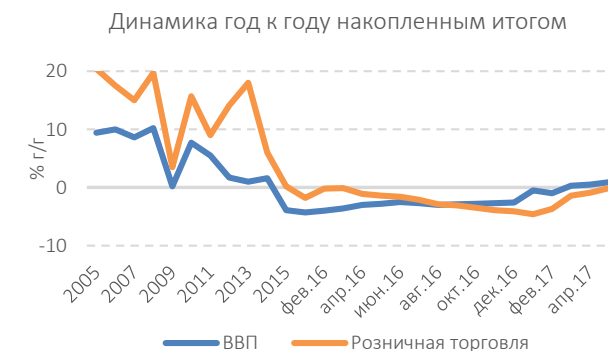
Беларусь

- Экономика Беларуси восстанавливается на волне урегулирования газового спора с Россией. Однако, похоже, что Беларусь получит гораздо меньше поддержки, чем обсуждалось: даже поставки нефти могут остаться на прошлогодних уровнях, а не вырасти на 30%, как ожидалось.
- Беларусь разместила 1,4 млрд долл. еврооблигаций траншами со сроком погашения в 6 и 8 лет под доходность более 7%. Евробонды облегчат давление на платежный баланс в январе 2018 года, когда Беларусь должна будет вернуть 800 млн долл.
- Попытка приватизировать "Брестское пиво" объясняет, почему власти не спешат передавать госпредприятия в частные руки. После двух проваленных аукционов минимальная цена была снижена до 6 млн долл., что ниже годовой выручки предприятия.
- Несмотря на рост ВВП (0,9% г/г за январь-май), инвестиции продолжили снижение. И хотя рост ВВП может быть положительным по итогам всего 2017 года, столь резкое снижение инвестиций добавляется к другим структурным проблемам Беларуси, которые будут сдерживать рост экономики в долгосрочной перспективе.

Краткий обзор экономических данных

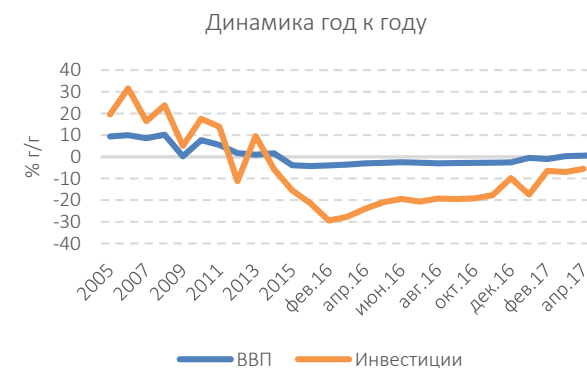
Возобновление поставок нефти из России и урегулирование газового спора в апреле оказали поддержку всей экономике Беларуси. За январь-май рост ВВП составил 0,9% г/г. Промышленное производство в мае выросло на 8,4% г/г, а розничная торговля – на 2,9%, хотя год начался со снижения. Производство нефтепродуктов за январь-май было на 25% ниже, чем годом ранее. Инвестиции прекратили падение, хотя строительство продолжает снижаться, а ввод жилья с господдержкой на две трети ниже, чем год назад.

Рис. Б1 Экономика стала восстанавливаться



Источник: Белстат.

Рис. Б2 Инвестиции замедляют спад



Источник: Белстат.

Рост реальной заработной платы стал ускоряться, увеличившись на 4,1% г/г в мае после роста на 1,5% в январе-апреле.

В июне инфляция немного ускорилась до 6,5% г/г после 6,1% в мае. Быстрее всего растут цены на продовольственные товары (на 9%). Тем не менее Нацбанк продолжил политику смягчения, заявив об очередном 1%-ном понижении ставок.

В мае население продало на 234 млн долл. больше, чем купило, что продолжило тренд истощения валютных запасов. Недавняя волатильность рубля, вызванная ослаблением российской валюты, может привести к развороту тенденции продажи валюты. Так, за один день в начале июля белорусский рубль ослаб с 1,94 до 1,97 к доллару, при этом в середине июня валюта торговалась на уровне 1,87.

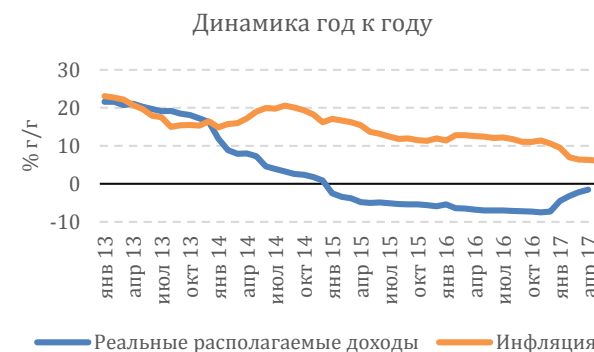
Выпуск еврооблигаций и платежный баланс

23 июня Беларусь разместила еврооблигаций на сумму 1,4 млрд долл., из которых 800 млн долл. с погашением в 2023 году, а 600 млн долл. – в 2027 году. Изначальная доходность была установлена на уровне 7,125 и 7,625% соответственно. На более короткие бумаги правительство установило купон в 6,875%, но инвесторы отреагировали на это дисконтом и увеличением доходности. 10-летние бонды были размещены по номинальной стоимости.

Спрос превысил предложение более чем в два раза, составив 3,1 млрд долл. Предыдущий выпуск еврооблигаций состоялся в январе 2011 года: пятилетние бонды размещались под 8,95% годовых.

Однако не все риски платежного баланса сбалансировались. Так, в третьем квартале Россия поставит в Беларусь 4,5 млн тонн нефти, что почти в два раза ниже ранее оговоренных 7 млн тонн. За первое полугодие Беларусь получила 9 млн тонн нефти. Если Россия будет поставлять по 4,5 млн тонн в квартал, импорт нефти из России даже снизится год к году. В 2016 году из-за разногласий в газовом вопросе Беларусь потеряла около трети российской нефти, получив лишь 18,4 млн тонн.

Рис. Б3 Реальные располагаемые доходы почти прекратили падение



Источник: Белстат.

Рис. Б4 Население продолжает продавать валюту



Источник: Нацбанк.

Тем временем переговоры о займах продолжаются. Условием получения четвертого-седьмого траншей Евразийского фонда общим объемом 900 млн долл. является создание условий для повышения эффективности госпредприятий. Правительственный кредит в 700 млн долл. от России также находится в стадии переговоров.

Большую часть российской поддержки Беларуси предстоит потратить на закупку военной техники. Так, сообщается, что Беларусь будет тратить по 200 млн долл. в год в ближайшие три года на закупку российских боевых самолетов. Финансироваться это будет за счет российских кредитов.

Дополнительная поддержка может прийти из Европы: Европейский Инвестиционный Банк пришел в Беларусь и до конца года должен инвестировать 200 млн евро. С другой стороны, Европейская комиссия установила, что Беларусь продавала сталь на рынке по ценам в два раза ниже рыночных. Следовательно, будут введены антидемпинговые пошлины на пять лет. Под ударом окажется Белорусский металлургический завод.

С учетом новых данных, мы обновляем цифры по внешнему балансу следующим образом:

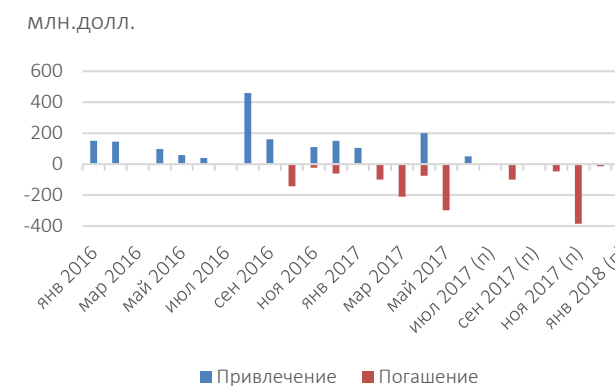
Дополнительные поступления		Расходы	
300 млн долл.	Третий транш Евразийского Фонда, полученный в апреле	200 млн долл.	Закупка военных самолетов из России
150 млн долл. (ранее – 300 млн долл.)	Дополнительные пошлины от экспорта нефтепродуктов, связанные с восстановлением поставок нефти с 18,5 до 24 млн тонн и увеличением средней цены на нефть с 45 до 50-55 долл./барр.	741 млн долл.	Долг перед Россией
150 млн долл.	Сбережения от отмены поставок 1 млн тонн нефтепродуктов в Россию	488 млн долл.	Долг перед ЕврАзЭС

Рис. Б5 Размещение еврообондов пополнило резервы



Источник: Нацбанк.

Рис. Б6 Темпы размещения валютных облигаций замедляются



Источник: МинФин.

0 (ранее: 500 млн долл.)	Поступления от пошлин на реэкспорт 6 млн тонн нефти – подтверждения со стороны России не последовало	630 млн долл.	Другие займы
700 млн долл.	Рефинансирование истекающих обязательств перед Россией. Российская сторона не опровергла эту информацию	720 млн долл.	Чистое погашение внутренних валютных обязательств с апреля 2017 по январь 2018 г.
1 400 млн долл.	Еврооблигации		
0 (1000 млн долл.)	Возможный дополнительный межправительственный заем от России – подтверждения со стороны России не последовало	800 млн долл.	Погашение Еврооблигаций в январе 2018 года
300 млн долл.	Возможный четвертый транш по программе ЕвразЭС	726 млн долл.	Погашение долга перед Газпромом 13 апреля
200 млн долл.	Проекты ЕИБ		
3 200 млн долл.		4 300 млрд долл.	

Таким образом, Беларуси все равно не хватает около 1 млрд долл. для полного рефинансирования обязательств, что может сказаться на рубле.

Монетарная политика

Нацбанк Беларуси традиционно не медлит со снижением ставок. Действительно, 31 мая ставка рефинансирования была снижена пятый раз за год, с 14 до 13%. Затем 28 июня Нацбанк снизил ставку еще на один процентный пункт – до 12%.

По словам Нацбанка, замедление инфляции проходит более быстрыми темпами, чем ожидалось. Так, в июне инфляция составила 6,5% г/г, снизившись с 9,5% в начале года.

Рис. Б7 Качество активов в банках резко ухудшилось



Источник: Нацбанк.

Прогноз Нацбанка на этот год составляет 6,2% г/г. Нацбанк отмечает, что рост денежной массы остается умеренным (5% г/г). Тенденции на валютном рынке пока остаются благоприятными, и Нацбанк продолжает покупать валюту в резервы.

Таким образом, тренд на снижение процентных ставок и увеличение предложения рублей через интервенции указывает на то, что политика Нацбанка в большей степени мягкая. Мягкая политика в сочетании с тем, что валютные потребности Беларуси покрыты лишь примерно на год (как мы объясняли выше), ставит вопрос об устойчивости белорусской валюты в 2018 году. Так как исторически к сильным девальвациям в Беларуси приводила мягкая монетарная и квазифискальная политика, проанализируем это подробнее.

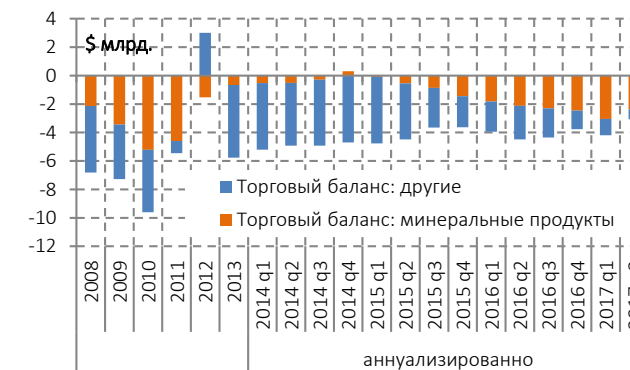
Рассмотрим четыре фактора, которые определяют состояние внутренней политики, влияющей на обменный курс.

Выдача долгосрочных кредитов государственным предприятиям. Следуя методологии МВФ, долгосрочные кредиты госпредприятиям можно использовать в качестве индикатора квазибюджетного кредитования. Банки выдают эти кредиты, получая либо прямые гарантии от правительства, либо косвенные, в виду *ожидания* поддержки со стороны государства в случае потери предприятием платежеспособности. При этом малым частным предприятиям традиционно крайне сложно получать эти средства.

По этому индикатору видно, что банки выдают гораздо меньше кредитов. И хотя кредитование в целом снижается, в особенной степени это видно в сегменте долгосрочных кредитов госпредприятиям. Так, на данный момент объем кредитов в экономике снизился на 8,6%, а объем долгосрочных кредитов госпредприям упал на 15,5% г/г. Таким образом, правительство не заливает деньгами неэффективные предприятия, как раньше, что повышает стабильность обменного курса. В то же время размещение еврооблигаций может возобновить эту тенденцию.

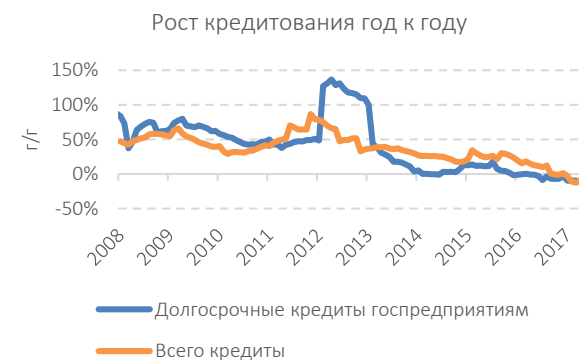
Спред между льготными и рыночными ставками кредитования. Этот индикатор показывает, насколько много по объемам и насколько сильно по размеру льгот

Рис. Б8 Отрицательное сальдо торговли минеральными продуктами стало сокращаться



Источник: Нацбанк.

Рис. Б9 Кредитование госпредприятий снижается сильнее, чем кредитование по экономике



Источник: Нацбанк.

правительство искажает рыночные механизмы, поддерживая неконкурентоспособных производителей. На сегодня государство компенсирует 1,4 процентных пункта, или 9% совокупных процентных платежей. Этот показатель находится несколько выше среднего за последние 4 года, что говорит о мягкости политики.

Ставки денежного рынка. О состоянии ликвидности на рынке также позволяет судить разница между ставкой рефинансирования и средневзвешенной ставкой на межбанковском рынке. С начала 2016 года банки предоставляют друг другу средства по стоимости ниже, чем ставка рефинансирования, и разница между ставками увеличивалась. Это говорит как о наличии ликвидности, так и об общих ожиданиях снижения ставки. С этой точки зрения монетарная политика мягкая.

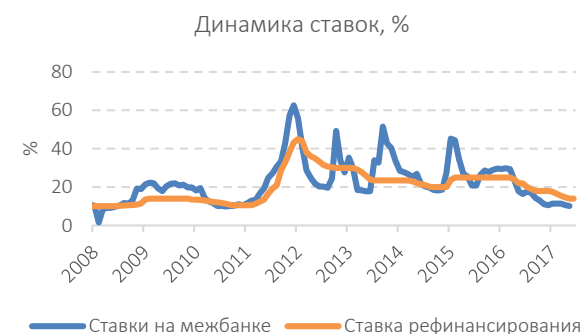
Зарплаты. В Беларуси неоднократно наблюдался высокий рост зарплат, не оправданный ростом производительности. И хотя власти пытаются отслеживать разрыв между производительностью и реальными зарплатами, на повестке дня стоит увеличение ежемесячной зарплаты до 500 долл. По итогам мая реальная зарплата выросла на 4,1% г/г, что опережает рост производительности – повышая риски для платежного баланса.

Таким образом, из всех индикаторов лишь долгосрочное кредитование госпредприятий показывает сдержанную динамику. Остальные указывают на мягкость денежной и квазифискальной политики. К тому же не исключено, что после размещения еврооблигаций усилится бюджетная поддержка госпредприятий. С учетом неопределенности вокруг платежного баланса, белорусский рубль будет находиться под давлением.

Госпредприятия: Брестское пиво

Говоря о Беларуси, принято критиковать государственный сектор: неработающие займы, низкая эффективность – в общем, правительству стоит передать активы в частные руки. Однако исторически правительство не спешит с приватизацией, что объясняется как нежеланием властей снижать свое влияние на рынке, так и неопределенностью с ценой, которую готовы платить инвесторы.

Рис. Б10 Ставки на межбанке ниже ставки рефинансирования, что говорит об избытке ликвидности



Источник: Нацбанк.

Недавним примером стала компания «Брестское пиво», цену которого пришлось снижать, так как два аукциона не состоялись. Изначальная минимальная цена была установлена на уровне 17,4 млн руб. Затем она была снижена до 14,8. Однако и этого оказалось мало: перед третьим аукционом власти снизили цену на 35% – 14 июля предприятие будет выставлено на аукцион с минимальной ценой в 11,24 млн руб. (6 млн долл.)

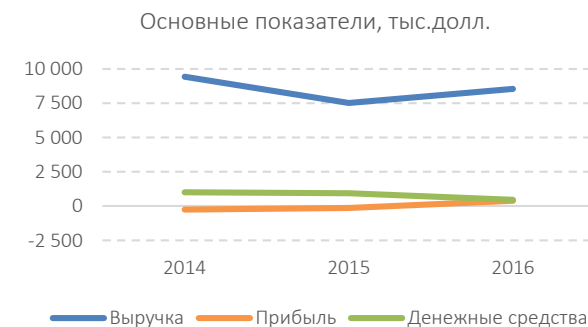
Это будет означать, что предприятие будет продано за цену, которая ниже годовой выручки примерно на 25%. Действительно, за последние три года выручка колебалась в пределах 7,5–9,5 млн долл. В 2016 году прибыль составила 0,4 млн долл. В то же время в 2014 и 2015 годах предприятие показало убытки в 2,6 и 1,4 млн долл. соответственно, что объясняет нежелание инвесторов платить высокую цену.

«Брестское пиво» не является стратегически важным активом для государства, поэтому аукцион за аукционом цена снижалась так сильно. В то же время, если правительство решит продать долю в более значимых предприятиях (например, машиностроительной или нефтяной отрасли), то такие уступки очень маловероятны. Вероятно, что правительство будет настаивать на собственной оценке стоимости компании и, следовательно, откладывать передачу предприятий в частные руки.

Казахстан

- В 2016 году экономика Казахстана росла наиболее низкими темпами за последние 18 лет – всего на 1%, что ниже результата 2009 года (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 – госпрограммы поддержки жилья и роста пенсий на 20%. Уже в первом квартале рост экономики составил 3,4% г/г.

Рис. Б11 Убыточность «Брестского Пива» в годы до 2016-го привела к тому, что на аукционе предприятие будет продаваться за 0,75x выручки



Источник: БрестПиво.

- *Казахстан участвует в соглашении ОПЕК о сокращении добычи, но так как сокращение отсчитывается от рекордных объемов декабря, в годовом выражении добыча растет. В ближайшие несколько месяцев Казахстан планирует и вовсе выйти из соглашения.*
- *Банковская система страдает от низкого качества активов. Объем просроченной более чем на 90 дней задолженности в июне вырос, так как клиенты Delta-банка перестали платить по кредитам. Нацбанк тем временем разработал программу докапитализации банков (помимо ККБ и Халыка) объемом в 500 млрд тенге, которой предполагается участие частных акционеров и государства в пропорции 2 к 1.*

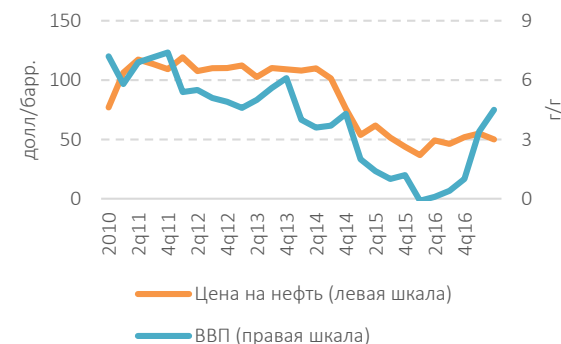
Краткий обзор экономических данных

Наблюдавшийся в первом квартале рост нефтяных котировок поддержал ВВП Казахстана. После роста на 3,6% в первом квартале, за январь-май, согласно оценкам МинЭкона, ВВП прибавил 4,1%. Лаг между ценами на нефть и ВВП составляет несколько месяцев, поэтому рост примерно в 4% должен наблюдаться по итогам всего полугодия.

Высокие темпы роста наблюдаются во многих отраслях. Так, за январь-май промышленное производство выросло на 7,1% г/г. Добыча нефти увеличилась на 9,5% г/г (при этом за май рост составил 17% г/г, несмотря на соглашение с ОПЕК). Рост розничной торговли держится на высоких уровнях, прибавив 5,9% г/г в январе-июне.

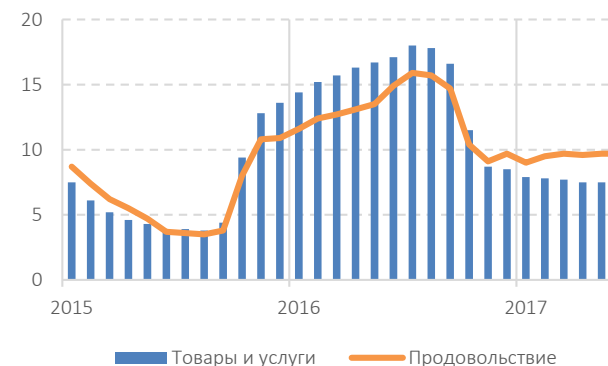
Ввиду снижения цен на нефть в июне, тенге оказался под давлением. С начала года по июнь казахская валюта укреплялась с 333 до 315 тенге. Затем произошел скачок до 326. В период пикового спроса на валюту, 21 и 22 июня, Нацбанк провел интервенции, продав 101 млн долл. Это первое вмешательство Нацбанка в валютный рынок с августа прошлого года.

Рис. К1 Восстановление цен на нефть поддерживает ВВП



Источник: Казстат, IEA.

Рис. К2 Инфляция держится в целевом коридоре Нацбанка в 6-8%



Источник: Казстат.

Нефтяной рынок

В июне нефтяные котировки испытали снижение с 55 до 45 долл./барр. Причиной этому послужил рост производства. Несмотря на усилия Саудовской Аравии и России снизить мировую добычу, рост производительности в США означает, что американским нефтяным компаниям будет выгодно добывать нефть при все более низких ценах.

Год назад цена безубыточности для американских производителей составляла примерно 45-50 долл./барр. Недавно один из крупнейших американских производителей (Occidental Petroleum) заявил, что даже при 40 долл./барр. у компании получится поддерживать производство на неизменном уровне.

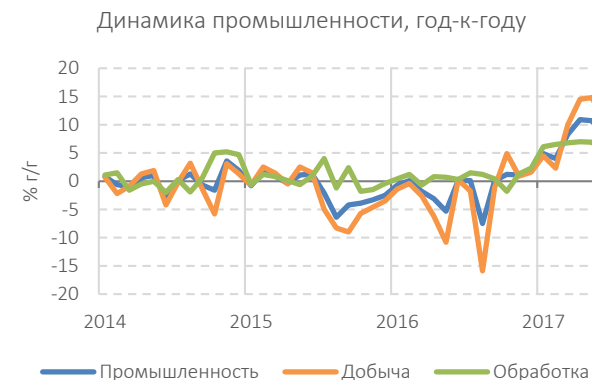
Следует ожидать увеличения производства нефти в США в ближайшие месяцы, даже если цены продолжат падать. Причиной тому служит лаг примерно в 6 месяцев между изменением цены и количеством нефтяных скважин.

Помимо Америки, производство наращивают Нигерия и Ливия, которые получили поправки со стороны ОПЕК. Обе страны испытали экономические шоки, связанные с внутренними конфликтами, и, соответственно, сумели получить разрешение на ограниченный рост добычи.

Совокупность этих факторов указывает на то, что ситуация начала 2016 года может повториться: на рынке будет формироваться избыток предложения и США продолжат запускать новые скважины, что приведет к дальнейшему снижению цен.

Казахстан при этом планирует выйти из соглашения с ОПЕК по добыче начиная с сентября-октября, что раньше оговоренного срока (март 2018 года). На долю Казахстана приходится сокращение в 20 тыс. барр. в сутки. Однако, как мы обсуждали ранее, снижение отсчитывалось от уровней декабря, когда Казахстан резко нарастил производство. Видимо, на Кашагане есть возможность добывать большие объемы, чем и хочет воспользоваться правительство.

Рис. К3 Рост промышленности восстанавливается



Источник: Казстат.

Рис. К4 Розничная торговля восстанавливается с середины 2016 г.



Источник: Казстат.

Казахстан предпочитает "мягкий" выход из соглашения, ссылаясь на "мягкий" выход Великобритании из ЕС. Однако, как в случае с Великобританией, так и с Казахстаном, мягкий выход даст сигнал другим участникам о возможности легкого выхода. И хотя доля Казахстана в мировой добыче мала, очередная уступка ОПЕК послужит плохим сигналом для рынка. В итоге, все бремя сокращения добычи будет лежать на Саудовской Аравии и России – соответственно, итоговое решение по Казахстану, вероятно, будет зависеть от позиции России.

Управление деньгами ЕНПФ

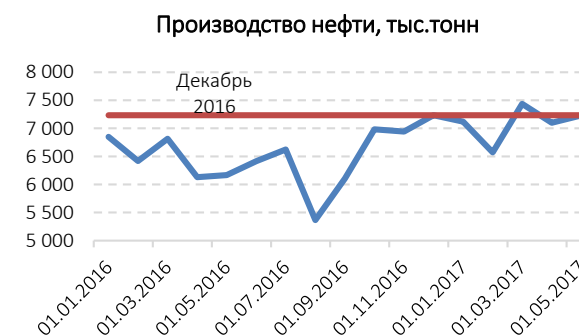
В предыдущих выпусках мы писали о том, что Пенсионный фонд Казахстана не установил жесткие критерии отбора эмитентов для инвестирования. Ситуация с Delta-банком показала, что фонд не был консервативен в оценках риска и инвестировал как в облигации, так и в депозиты Delta-банка, несмотря на слабые показатели ликвидности. В итоге Delta-банк допустил дефолт по выпуску облигаций, которые находились в собственности ЕНПФ.

Сам Фонд объясняет такие ситуации тем, что проблемные активы к нему перешли от частных управляющих. При объединении пенсионных фондов ЕНПФ получил 161 млрд тенге проблемных активов. Однако, по словам представителей ЕНПФ, на сегодня они составляют лишь 40,5 млрд тенге. При этом неясны критерии отнесения активов к плохим, так как около 30 млрд тенге в Delta-банке и 70 млрд тенге в обанкротившемся Международном банке Азербайджана уже выше 40,5 млрд тенге, озвученных фондом.

При том что система контроля рисков в ЕНПФ не показывает хорошие результаты, ЕНПФ не попадет в систему гарантирования вкладов. Объясняется это тем, что Фонд является институциональным инвестором, а не частным лицом и, соответственно, фонд должен полностью понимать риски инвестирования. В то же время государство гарантирует сохранность пенсионных взносов (без доходности).

На данный момент Нацбанком разрабатываются предложения по инвестированию пенсионных средств. Так, планируется запретить вложения в финансовые институты, у которых нарушены пруденциальные нормативы. Также будет установлено предельное

Рис. К5 В третьем квартале Казахстан планирует нарастить добычу нефти



Источник: Казстат.

значение концентрации активов на одного эмитента. Удивительно, что это еще не было прописано в уставе фонда. Кроме того, интересно, что Нацбанк планирует снизить долю банковского сектора в портфеле ЕНПФ. Насколько реальна эта задача, покажет время.

После нескольких громких новостей, раскрывших неэффективное управление рисками в Едином накопительном пенсионном фонде, власти взялись за его реструктуризацию. Экс-глава Нацбанка Кайрат Келимбетов вошел в совет директоров ЕНПФ. Кроме него совет директоров пополнился другими представителями правительства и Нацбанка.

Текущий председатель Нацбанка Данияр Акишев поделился своим видением пенсионной системы. Во-первых, он высказался против досрочного снятия накоплений. Во-вторых, по его мнению, у людей, платящих высокие взносы (10%), должен быть выбор инвестиционной стратегии или управляющей компании.

Уже 7 июля Нацбанк провел тендер по управлению 300 млн долл. активов пенсионного и Национально фондов. Нацбанк впервые проводит такой отбор управляющего. Планируется, что управление активов будет оцениваться по сравнению с бенчмарком MSCI World (индекс акций, агрегирующий крупные компании как G7, так и развивающихся рынков). У компании должно быть как минимум 25 млрд долл. активов в управлении и, по крайней мере, 10 лет опыта. Прием заявок закроется 31 июля.

Банковская система

Национальный банк продолжает работу по повышению устойчивости банковского сектора. Ранее регулятор объявил о программе докапитализации банков объемом в 500 млрд тенге – в дополнение к 2 трлн тенге поддержки слияния ККБ и Халык-банка. Механизмом поддержки станет обмен гособлигаций на субординированный долг банков. Массовая докапитализация банковского сектора позволит списать плохую задолженность.

Условием докапитализации со стороны государства станет обязательство владельцев банков вложить дополнительный капитал. Нацбанк рассчитывает, что акционеры и

Рис. К6 Нацбанк впервые провел интервенции с августа 2016 г.



Источник: Нацбанк.

правительство будут участвовать в докапитализации в пропорции 2 к 1. Однако это соотношение было нарушено в сделке ККБ и Халыка: при правительственной поддержке в 2 трлн тенге, Халык вложит в ККБ лишь на 185 млрд. Планируется, что реализация программы для всех банков начнется в ближайшие месяцы и будет проходить через дочернюю структуру Нацбанка.

Тем временем Нацбанк снова приостановил действие лицензии Delta-банка. Причиной этого решения Нацбанка стало систематическое нарушение пруденциальных нормативов и обязательств по платежам. При этом банку разрешается продолжать операции по обслуживанию текущих клиентов.

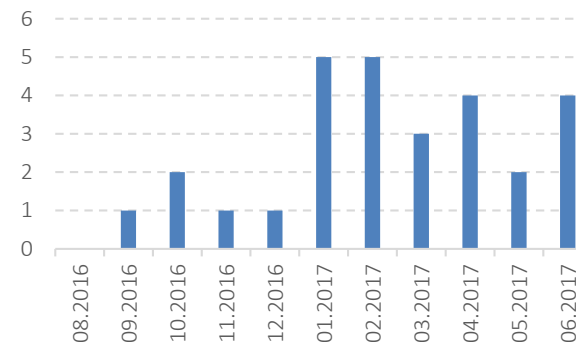
Удивительной в истории Delta-банка стала ситуация с отчетностью. На протяжении последних кварталов банк сообщал о крайне низком соотношении плохих займов к общему кредитованию, которое было самым низким в банковской системе. Однако отчетность на 1 марта показала, что просроченной задолженности в банке не 7,5 млрд тенге, а 384,6 млрд. Теперь на долю банка приходится 13% просроченных платежей. К 1 июня эти средства не были выплачены, и теперь у банка 327 млрд кредитов с просрочкой платежей на 90 дней и более.

С одной стороны, это может объясняться нежеланием заемщиков выплачивать долг банку, который на грани банкротства. И таких заемщиков оказалось 99%. С другой стороны, у банка могли просто возникнуть технические сложности с проведением платежей, что может быть связано как с отзывом лицензии, так и с собственными проблемами. Также не исключено, что все объясняется займами связанным сторонам, которые могли оказаться не отражены в отчетности по различным причинам.

Кроме того, за последние месяцы банк испытал отток депозитов, которые снизились на треть. Как мы писали ранее, выборочный отзыв лицензий без плана оздоровления создает плохую информационную среду вокруг банка, делая его спасение крайне маловероятным.

Нельзя не отметить выборочность отзыва лицензий Нацбанком. Данные с начала года указывают, что число банков, нарушавших нормативы, колебалось от 2 до 5 каждый

Рис. К7 Количество банков, которые нарушают пруденциальные нормативы



Источник: Нацбанк.

Рис. К8 Просроченная задолженность на балансе банков: скачок, обеспеченный Delta-банком



Источник: Нацбанк.

месяц: всего было 23 нарушения с января по июнь. При этом четыре банка нарушали нормативы лишь единожды. Пять банков не соответствовали требованиям регулятора, по крайней мере, два раза: ККБ (2 раза), RBK (4 раза), Qazak (2 раза), Delta (6 раз), Банк Астаны (3 раза), Capital (2 раза). Например, коэффициент текущей ликвидности банка RBK ниже, чем у Delta – и как раз нарушение норматива ликвидности стало причиной отзыва лицензии на определенные операции у банка. Даже планируемое объединение RBK и Qazak не приведет к выполнению нормативов ликвидности без поддержки собственников.

Строительная отрасль

В строительной отрасли Казахстана концентрируются риски. С одной стороны, строительство растет высокими темпами: с начала 2016 года объем строительных работ не показывал рост ниже 4% в годовом выражении. Ввод жилых зданий в эксплуатацию – за исключением единичных случаев – растет двузначными темпами. С другой стороны, ипотека и кредитование строительных организаций стагнируют или даже снижаются. Недоверие банков к строительным компаниям связано с предыдущим кризисом и банкротствами. Соответственно, банки не спешат выдавать ипотечные займы, особенно, в строящихся домах.

Лишь с июня началась активная поддержка жилищного рынка по программе «Нурлы Жер», по которой можно получить субсидии как частным лицам, так и строительным компаниям. От того, насколько активно банки будут выдавать кредиты, зависит состояние строительной отрасли. Так, без поддержки первичного рынка со стороны банков, строительная отрасль зафиксировала убытки в первом квартале 2017 г. Совокупный объем убытков в 11 млрд тенге складывается из прибыли крупных предприятий в размере 35 млрд тенге и убытка малых строительных компаний в 45 млрд. Год назад строительная отрасль показала прибыль в объеме 181 млрд тенге.

В целом можно ожидать оживления этого сегмента банковской деятельности в ближайшие месяцы, если правительство продолжит реализовывать планы по кредитованию.

Рис. К9 Рекордные темпы роста строительства должны быть поддержаны ипотекой



Источник: КазСтат.

Украина

- *Нацбанк снизил прогноз роста во второй раз: теперь с 2,0 до 1,3% ввиду эффекта от блокады Донбасса. Основным драйвером роста останется спрос населения после 9%-ного роста реальных заработных плат в 2016 году и увеличения минимальной зарплаты вдвое с 2017 года. Однако это приведет и к росту импорта, что послужит сдерживающим фактором экономического роста.*
- *Высокий рост доходов также создает спрос на недвижимость. Однако без программ ипотечного кредитования рост в сфере строительства будет сдерживаться. Институт ипотечного кредитования пока еще на ранних стадиях развития, и основным игроком, скорее всего, станет государственный ПриватБанк.*
- *Некоторые показатели экономики Украины указывают на успехи властей. Так, впервые прибыльный и не зависящий от субсидий Нафтогаз перечислил 13 млрд грн. дивидендов в бюджет. Тем временем местные энергетические компании едва справляются с платежами из-за недопоступлений как со стороны потребителей, так и бюджета.*
- *Украина продолжает процесс реформ при поддержке международных институтов. МВФ выделил 1 млрд долл. в начале апреля и правительство ожидает еще три транша в 2017 году. Очередной транш может быть одобрен лишь к концу года и, соответственно, прогноз в три транша – слишком оптимистичен. Крупные реформы, которые предстоят Украине, включают пенсионную, земельную и энергетическую, а также создание антикоррупционного суда.*
- *В 2017 году экономике Украины необходимо окончательно встать на ноги, так как в 2018 году начнутся крупные выплаты по внешним заимствованиям.*

Краткий обзор экономических данных

ВВП первого квартала, рассчитанный методом использования доходов, показал, что потребление выросло на 3%, а инвестиции – на 12%. При этом экспорт снизился на 0,4% г/г. Динамика экспорта вызвана блокадой восточных территорий. Продолжающаяся неопределенность в этом вопросе привела к дальнейшему снижению прогноза роста на 2017 год Нацбанком с 1,9 до 1,6%.

Промышленное производство выросло на 1,2% г/г в мае, а рост обрабатывающей промышленности составил 6,1% г/г. Розничная торговля ускорилась до 10,7% г/г, что послужило одним из факторов ускорения инфляции с 13,5% г/г в апреле до 15,6% г/г в мае из-за удорожания продуктов питания. При этом тарифы были выше прошлогодних на 29% и в мае, и в июне. Нацбанк пока решил не пересматривать свой прогноз по инфляции на 2017 год в 9,1%.

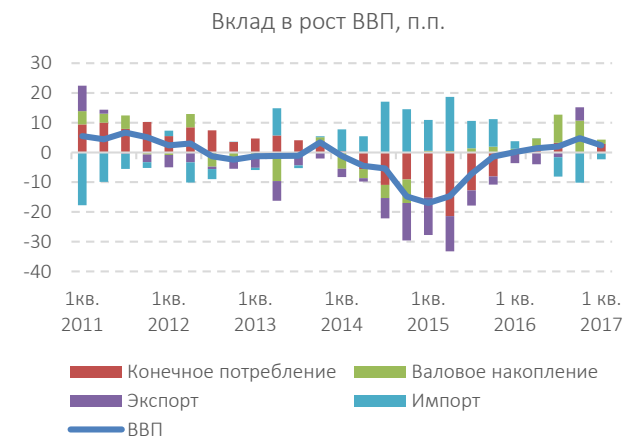
Данные по экспорту указывают на новую динамику во внешней торговле. В физических объемах экспорт снизился на 9% г/г в апреле, ускорив падение с 0,4% г/г в первом квартале. Физический объем экспорта черных металлов упал на 42% г/г ввиду блокады Донбасса. Основным риском на этот год Нацбанк считает дефицит счета текущих операций, который может расширяться до 4 млрд долл.

Строительство и ипотека

В Украине высокими темпами растут реальные зарплаты, что вызвано восстановлением экономики и бюджетными тратами. Так, в 2016 году рост реальных зарплат составил 9%, а за январь-май 2017 года – выше 20%. Однако, по сравнению с докризисным 2013 годом, уровень реальных зарплат снизился на 25%.

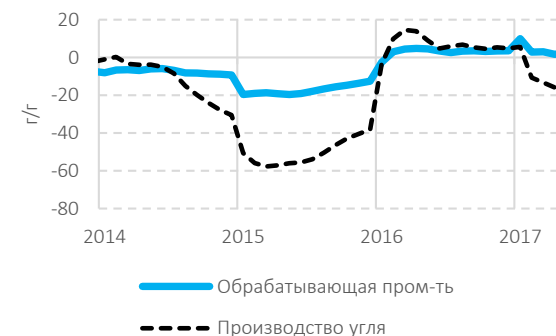
Как и следовало ожидать, зарплаты перешли в потребление. В особенности рост доходов менее обеспеченных граждан, вызванный удвоением минимального оклада, был в большей степени направлен на потребление. Розничная торговля выросла на 7,1% г/г за январь-май.

Рис. У1 Блокада Донбасса привела к замедлению роста



Источник: Укрстат.

Рис. У2 Снижение добычи угля ударило по промышленности



Источник: Укрстат.

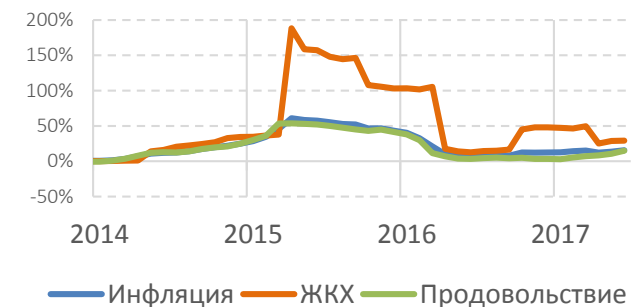
Другим направлением вложения доходов должна стать недвижимость. С начала года объем строительных работ увеличился на 20,8% г/г. Строительство жилых площадей прибавило 14,4% г/г. Однако, по данным агентств недвижимости, предложение на рынке существенно превышает спрос.

При создании благоприятных условий, вложения в недвижимость могут легко конкурировать с депозитами. Несмотря на сравнительно высокую ставку, население не спешит размещать депозиты, так как опасается, что у любого банка могут отозвать лицензию. Так, за год гривневые депозиты выросли на 6%, несмотря на рост зарплат и инфляцию. Однако, хотя банкам не так легко привлекать депозиты, в системе наблюдается избыток ликвидности, вызванный отсутствием кредитования. Банки не хотят рисковать – доля просроченной задолженности оценивается Нацбанком в 57%. Не удивительно, что банки не спешат наращивать кредитный портфель.

Все же ситуация с заработной платой и отложенным спросом на жилье предоставляет банкам возможность заработать со сравнительно низким риском в случае готового жилья: ведь обеспечением по ипотеке выступает квартира или дом. Несколько иная ситуация с недостроенными домами: опираясь на историю как в самой Украине, так и странах-соседах, банкротство застройщиков – частое явление. Поэтому в Украине стали действовать следующие схемы:

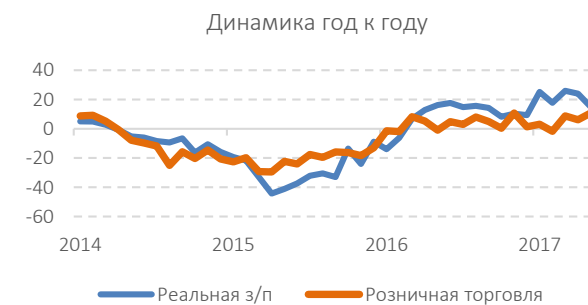
- **Государственное ипотечное учреждение (ГИУ).** ПриватБанк подписал меморандум о сотрудничестве с ГИУ. Предполагается, что ПриватБанк может выступать как агентом ГИУ, так и выдавать кредиты на первичном рынке. Банк пользуется существенной поддержкой правительства, и недавним тому подтверждением стало принятие решения о дополнительной капитализации на 38,6 млрд грн. путем размещения гособлигаций. Правительство, в свою очередь, ищет способы возобновить функционирование банка.
- **Сотрудничество с застройщиками.** Более 10 строительных компаний имеют договоры с банками об ипотечном кредитовании. Население сможет получить ипотеку от банков по сниженной ставке в 5–8% в первый год, а застройщики будут компенсировать разницу между рыночной и сниженной ставкой.

Рис. У3 Рост доходов подогревает инфляцию...



Источник: Укрстат.

Рис. У4 ...и поддерживает спрос



Источник: Укрстат.

Первоначальный взнос при этом должен составить 30%. Эта программа объясняется как необходимостью для застройщиков поддержать спрос, так и слабостью банков. Нацбанк оценивает, что с помощью ипотеки было заключено лишь 5% от всех сделок с жильем в 2016 году.

Пока жилищное кредитование снижается на 18% г/г, а банковская система не нацелена на кредитование физлиц: доля кредитов физическим лицам к ВВП составляет лишь 6%, что существенно ниже показателей в других странах. НБУ отмечает, что рынок кредитования физлиц сдерживается отсутствием заемщиков с официально подтвержденными доходами на необходимом уровне. Действительно, отчет Ассоциации дипломированных сертифицированных бухгалтеров АССА включил Украину в Топ-5 стран по доле теневой экономики и «серых» зарплат. Другим важным препятствием является законодательство: так, НБУ продолжает работу по совершенствованию механизма кредитования с использованием залога.

В целом ипотечное кредитование может оказать существенную поддержку росту, в особенности когда страна испытывает негативные последствия блокады восточных территорий.

Кризис неплатежей в энергетике

Можно с уверенностью утверждать, что многие отрасли в Украине охвачены кризисом неплатежей. Громкие истории включают в себя прекращение поставок газа из-за задолженности Одесскому Портовому Заводу и предприятиям бизнесмена Фирташа, производящим минеральные удобрения. В последнем случае было решено, что Россия демпингует рынок удобрений, что практически привело к банкротству производителей удобрений в Украине. В итоге на российский импорт была наложена 32%-ная пошлина, которая привела к потерям аграриев.

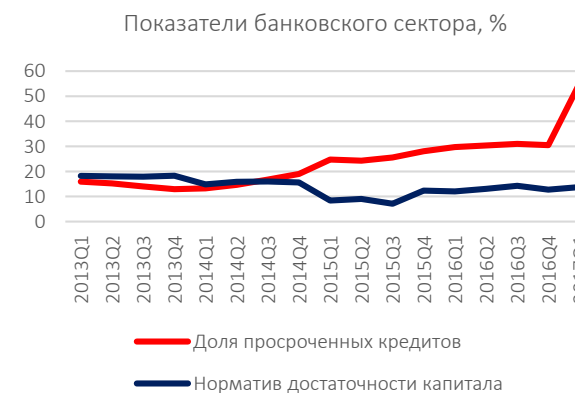
За последний месяц основные события стали разворачиваться в Киеве. По таким показателям, как ВВП и депозиты на душу населения, Киев, как и многие столицы, является самым богатым городом страны. Однако именно киевлянам отключили горячую воду.

Рис. У5 В динамике счета текущих операций Нацбанк видит большие риски



Источник: Нацбанк.

Рис. У6 Нацбанк проводит расчистку банков и пытается возобновить кредитование



Источник: Нацбанк.

Киевэнерго, который контролирует практически всю энергетику столицы, задолжал Укртрансгазу, за что тот приостановил поставки газа. Киевэнерго должен Нафтогазу 3,6 млрд грн., так как государство не перечислило 2 млрд грн. субсидий, а потребители не доплатили 3 млрд. Киевэнерго – частная компания, принадлежащая Ринату Ахметову.

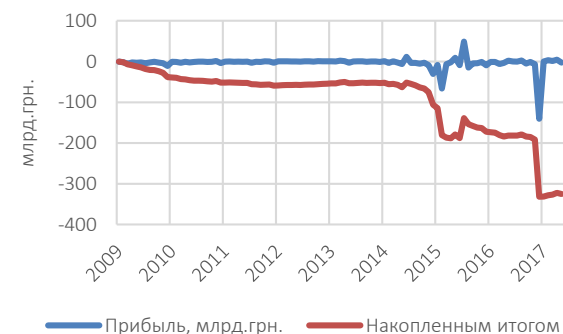
Правительство, тем временем, считает, сколько субсидий будет выплачено за этот год. По словам министерства финансов, с начала года было выплачено 38 млрд грн. субсидий, хотя объем заявок превышал 70 млрд. Разница объясняется различием между нормами и фактическим потреблением. И хотя это изменение в расчетах (переход к фактическому потреблению от нормы) было обязательством перед МВФ, есть вероятность, что предприятия не были уведомлены об изменениях. Бюджетом предусмотрена выплата лишь 47 млрд грн. за весь 2017 год, но при этом в правительстве есть «понимание» того, что бюджет надо увеличить. Тем временем задержка выплат из бюджета продолжает бить по предприятиям из многих сфер.

По похожему сценарию развивалась ситуация с Днепровским металлургическим комбинатом, крупнейшим в Украине. Предприятие остановилось в конце марта в ожидании перечисления НДС 7 апреля, но произошла задержка со стороны бюджета, и комбинат простаивал без необходимой денежной ликвидности до конца апреля. В итоге предприятие не перезапустилось, и теперь для запуска нужны дополнительные средства.

Также в Киеве под ударом оказался и метрополитен: предприятие задолжало Укррослизингу 2 млрд грн. за закупку вагонов. В результате на три месяца по постановлению суда были заблокированы счета метрополитена, с возможностью лишь выплачивать зарплату. 15 июня суд отменил решение, а на следующий день предприятие повысило тарифы на 25%. Руководство объясняет долги новыми тарифами на энергию.

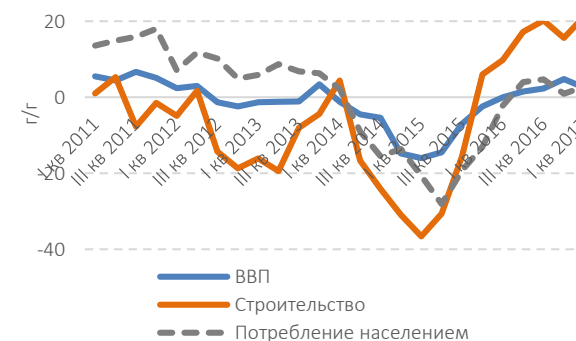
Хотя Нафтогаз и перечислил рекордные 13 млрд грн. дивидендов в бюджет, ситуация в энергетике напряженная.

Рис. У7 Банковская система продержалась прибыльной три месяца подряд, но затем снова показала убытки



Источник: Нацбанк.

Рис. У8 Участие банков в ипотеке необходимо для стабилизации спроса и предложения на рынке жилья после высоких темпов роста строительства



Источник: УкрСтат.

Бюджет

Как указано выше, вокруг бюджета выходят негативные новости. В первую очередь, это касается расходной части: правительство распределяет субсидии в меньшем объеме, чем планировалось, и несвоевременно возмещает НДС. В то же время новости о доходной части положительные. Например, при росте расходов на 26%, доходы выросли на 46%. Профицит за январь-май составил 50 млрд грн.

Однако доходы поддерживаются разовыми поступлениями, которых не стоит ожидать в следующем году:

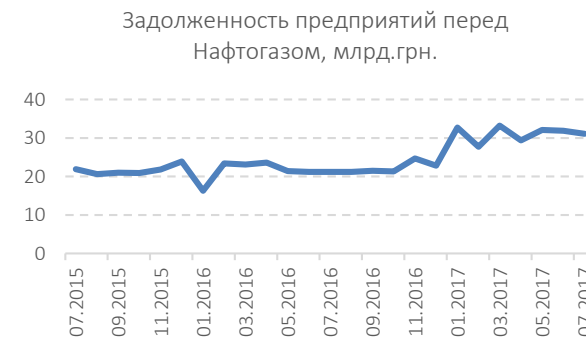
- конфискация имущества лиц, связанных с прошлой властью (30 млрд грн.);
- дивиденды Нафтогаза (13 млрд грн.);
- перечисление прибыли Нацбанка (15 млрд грн.).

Кроме того, рост доходов поддержала и детенизация, связанная с увеличением минимальной заработной платы. Так, количество плательщиков единого социального взноса выросло на 362 тысячи человек (2% рабочей силы).

В целом динамика дефицита бюджета во многом определяется как раз этими разовыми поступлениями. Так, в 2015 году перечисленная прибыль Нацбанка за первые пять месяцев составила 20 млрд грн., а профицит – 19 млрд грн. За январь-май 2016 года в бюджет не поступали ни разовые дивиденды, ни прибыль Нацбанка, ни конфискованное имущество, и поэтому бюджет был сведен с дефицитом в 4 млрд.

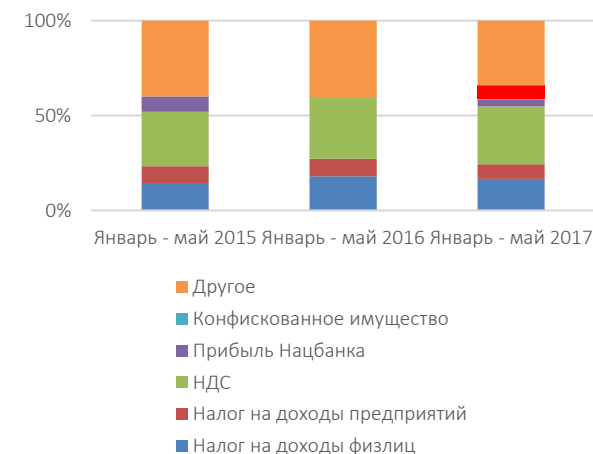
Похоже, правительство потратит эти дополнительные поступления на увеличение пенсий и другие социальные программы. Хотя уровень пенсий в Украине очень низкий, правительство уже провело большое увеличение зарплат бюджетников, что было связано с удвоением минимальной заработной платы. Таким образом, социальная политика была несбалансированной, и пенсии отстают по росту. Однако, если полагаться на события последнего квартала, правительству, скорее, надо сосредоточиться на администрировании бюджета и своевременных выплатах НДС и субсидий.

Рис. У9 Рост задолженности предприятий перед Нафтогазом – оборотная сторона безубыточности



Источник: Нафтогаз.

Рис. У10 Разовые поступления обеспечили профицит бюджета



Источник: МинФин.

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

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 2017 году