



Special Report \oplus 17/10

Обзор Беларуси, Казахстана и Украины

Результаты октября снова оказались положительными для экономик Беларуси, Казахстана и Украины. Восстановление роста идет за счет потребления в Украине, нефти и строительства в Казахстане, а в Беларуси нет явного драйвера роста, кроме общего восстановления после урегулирования спора с Россией.

Беларусь открыто заявила об отсутствии необходимости продолжать переговоры о программе МВФ. Однако Фонд может снова стать значимым партнером через год, по истечении программы с Евразийским фондом.

В Казахстане продолжается расчистка банковского сектора. На этот раз спасают банк из топ-10 и РБК. На спасение РБК может быть направлено 240 млрд тенге из обозначенных 500 млрд на банковский сектор, за исключением сделки ККБ и Халыка.

Украина продолжает реформы, приняв законопроект по пенсионной реформе до того, как с ним ознакомился МВФ. Также Нафтогаз самостоятельно выбрал консультанта по предстоящему разделению функций, что не вызвало одобрения со стороны правительства.

Содержание

Беларусь	2
Казахстан	8
Украина	14

Беларусь

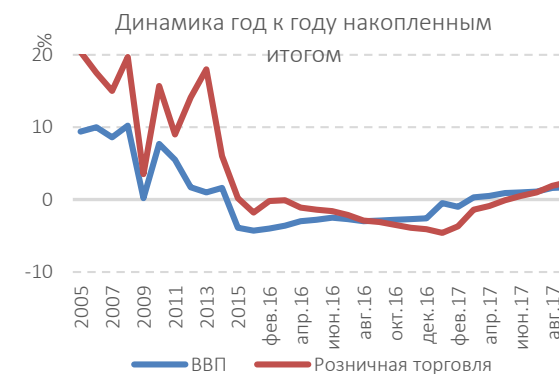
- Экономика Беларуси восстанавливается на волне урегулирования газового спора с Россией. Беларусь также получила очередной транш от Евразийского фонда.
- 2018 год страна должна пережить без потрясений по платежному балансу. Однако запас прочности ограничен: если национальная валюта ослабнет на 15% (что находится в пределах годовой волатильности), порог отношения госдолга к ВВП будет нарушен.
- Президент подписал постановления, согласно которому срок возврата кредита в полмиллиарда долларов «Гомсельмашем» отодвигается на 10 лет. Кроме того, Банк развития списал безнадежные кредиты на сумму в 200 млн долл.

Краткий обзор экономических данных

Экономика Беларуси продолжает восстановление: ВВП за январь-сентябрь вырос на 1,7%. Инвестиции также прекратили спад, показав рост на 1,4% г/г, но в основном за счет низкой базы. Строительство показало рост в сентябре на 0,9% г/г, но этого было недостаточно, чтоб преодолеть накопленный спад в 10% г/г. Розничная торговля стала резко ускоряться, прибавив 5,9% г/г в сентябре. Население увеличивает траты на фоне роста зарплат. И хотя зарплаты вряд ли достигнут обозначенной правительством цели в 1000 руб., 900–930 руб., или 470 долл., – вполне достижимы, что очень близко к целевому уровню 500 долл.

Потребление также поддерживается низкой инфляцией. Рост цен составил 5,3% г/г в октябре и 6,3% г/г за январь-октябрь. Правительство не ожидает превышения инфляцией 6,5% г/г по итогам 2017 года. Таким образом, повышение тарифов будет происходить уже в 2018 году.

Рис. Б1 Экономика продолжает восстанавливаться



Источник: Белстат

Транш Евразийского фонда

25 октября Беларусь получила пятый транш от Евразийского фонда объемом 200 млн долл. Таким образом, общий размер предоставленной ЕСФР помощи достиг 1,6 млрд долл., а рост золотовалютных резервов с начала года приблизился к 2,5 млрд долл.

Предварительным условием по получению пятого транша стала передача с республиканского уровня подчинения в коммунальную собственность 20 коммунальных предприятий. В то же время совет ЕСФР освободил правительство от необходимости выполнения требования о максимальной доле госсектора в ВВП (что, в свою очередь, является важным компонентом программы МВФ).

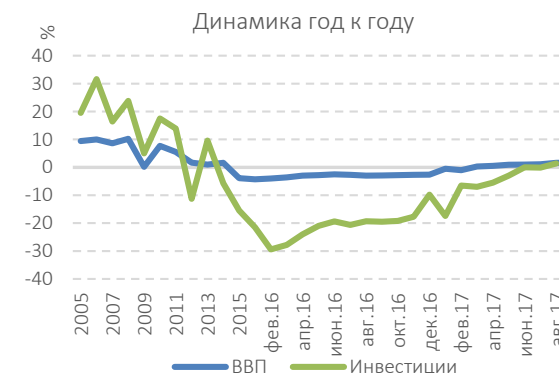
Одним из условий предоставления помощи ЕСФР является индикатор госдолга: установлен потолок в 45% ВВП. На данный момент общий госдолг составляет 40% ВВП, из которого три четверти – внешний. Таким образом, при стабильном уровне ВВП Беларусь может дополнительно привлечь еще 2,5 млрд долл. Стоит отметить, что при снижении стоимости белорусской валюты лишь на 15%, госдолг тут же пробьет пороговое значение.

Шестой и последний седьмой транши Евразийского фонда также обозначены в размере 200 млн долл. В результате баланс Беларуси на 2018 год выглядит следующим образом:

- резервы в 7,4 млрд долл.;
- выплаты по внешнему государственному и внутреннему валютному долгу – 3 млрд долл.;
- поступления от Евразийского фонда – 400 млн долл.

Таким образом, несмотря на успех с размещением еврооблигаций и выполнением требований ЕСФР, платежный баланс Беларуси продолжает оставаться неустойчивым в долгосрочной перспективе. Помимо этого, поддержку платежному балансу в последние два года предоставляло население путем продажи валюты темпами в 2 млрд долл. в год. Эта тенденция может замедлиться или даже обернуться в обратную сторону, и, в отличие от Украины, вряд ли отражает продажу валюты по личным переводам кормильцев семьи,

Рис. Б2 Инвестиции преодолели спад



Источник: Белстат

Рис. Б3 Реальная зарплата показывает сильный рост г/г



Источник: Белстат

работающих за рубежом. Иными словами, в Украине, где также наблюдаются высокие темпы продажи валюты, конвертируются потоки, а в Беларуси – запасы.

Монетарная политика

18 октября Нацбанк в очередной раз снизил ставку – с 11,5 до 11%. В целом регулярные ежемесячные снижения ставки составили 7 процентных пунктов с января, когда ставка держалась на уровне 18%. Нацбанк снижал ставку быстрее, чем снижалась инфляция, руководствуясь собственным прогнозом по замедлению роста цен.

Высокая ставка в начале года привела к избыточной ликвидности в банках, вызванной слабым кредитованием и высокими сбережениями. Так, летом объем облигаций в белорусских рублях, размещенный Нацбанком, составил 3 млрд руб. С тех пор показатель снизился до 1,5 млрд руб. Хотя это выше предыдущих значений, быстрое снижение профицита ликвидности может разогреть инфляцию.

В начале ноября, в ответ на критику о слишком быстром снижении ставки, Нацбанк заявил о том, что в 2018 году не намерен снижать ставку рефинансирования. Глава Нацбанка Калалаур отметил, что регулятор должен удостовериться в стабильности инфляции и платежного баланса. Тем временем инфляция находится на рекордно низких для Беларуси уровнях (около 5% г/г).

Однако инфляционные риски повысились. Нацбанку необходимо будет следить за уровнем зарплат и производительности, которые стали расходиться. С учетом того, что дальнейшее привлечение валюты может быть затруднено, высокие реальные заработные платы могут стать причиной повышения импорта и, соответственно, валютной нестабильности.

Обеспечительный депозит

В мировом рейтинге Doing Business Беларусь занимает 38-е место, проигрывая в основном по показателям налогового администрирования (96-е место из 190). Соответственно, по мнению Всемирного банка, приоритетом для Беларуси должно стать снижение госконтроля над малым и средним бизнесом. Казалось бы, инициативы по

Рис. Б4 Чистая продажа валюты населением продолжает замедляться



Источник: Нацбанк

Рис. Б5 Размещение еврообондов пополнило резервы



Источник: Нацбанк

снижению административного давления должны быть встречены поддержкой международных кредиторов. Однако недавняя инициатива правительства по снижению нагрузки на бизнес оказалась, по крайней мере, не совсем эффективной, а в худшем сценарии – ведущей к большей коррупции. Власти предлагают освободить от уголовной и административной ответственности те предприятия, которые держат на счетах в госбанках от 50 тыс. руб., что было названо «обеспечительным депозитом». По сути, эта сумма будет заморожена на счетах в банке, и, если у налоговых органов есть претензии к собственникам, сумма недоуплаченных налогов будет автоматически списываться со счета. Кроме того, собственники бизнеса должны будут доплатить штраф в 30% от обозначенной суммы.

Обеспечительный депозит не будет панацеей от регулирования, с которым сталкиваются собственники МСБ. Так, обеспечительный депозит не освободит от штрафов, и соответственно, налоговые органы могут продолжать оказывать давление на предприятия. Кроме того, схема может приводить к коррупции.

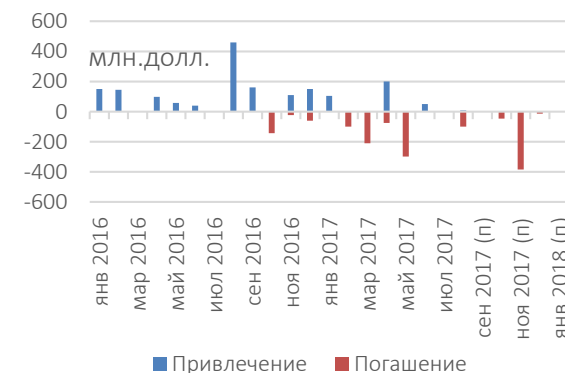
Однако, на наш взгляд, более интересным является требование держать депозит лишь в госбанках. Означает ли это, что за обеспечительным депозитом стоит желание властей пополнить депозитную базу госбанков? На данный момент в банковской системе наблюдается профицит ликвидности, но при большей депозитной базе банки могут продолжать зарабатывать деньги на нотах Нацбанка, которые сейчас предлагают 9%, что сопоставимо с кредитами госпредприятиям. В общем, от обеспечительного депозита в большей степени выигрывают госбанки и налоговые органы.

Госпредприятия

Глава МВФ по Центральной и Восточной Европе, выступая на форуме в Минске, отметил, что Беларуси будет сложно вернуться к высоким темпам роста, так как ранее проинвестированные средства были вложены неэффективно. То есть, проводилась поддержка неэффективных госпредприятий вместо новых частных компаний.

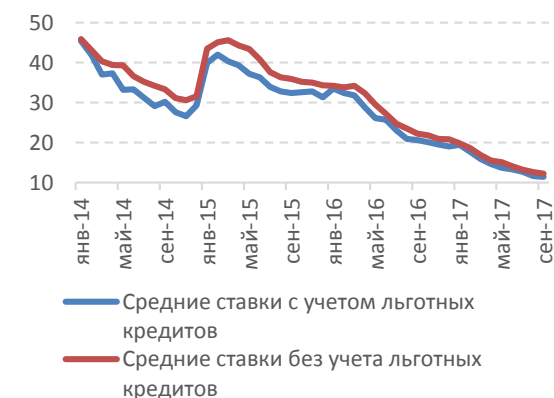
Действительно, Лукашенко в очередной раз подписал указ о поддержке очередного госпредприятия – Гомсельмаша. Ранее мы писали о накопленных убытках этого

Рис. Б6 До конца следующего года Беларуси предстоит погасить около 1 млрд долл. по внутренним валютным облигациям



Источник: МинФин

Рис. Б7 В Беларуси стремительно падают ставки



Источник: Нацбанк

предприятия. Согласно постановлению президента, кредит в 426 млн долл. будет возвращен не в 2019–2022 гг., а в 2029 г. Этот кредит был получен предприятием в 2015 году от правительства: МинФин выпустил облигации, которые, в основном, выкупил Беларусбанк. Сроки выплаты долга постоянно переносились и теперь окончательно были передвинуты на 10 лет: в течение этого времени Гомсельмаш будет работать над «суперкомбайном».

Помимо размещения облигаций и предоставления займов госпредприятиям, правительство тратит текущие бюджетные средства на их поддержку. Очевидно, предпочтение властей – предоставление кредитов, так как эта операция не отражается на текущем дефиците бюджета.

Однако, несмотря на масштабное директивное кредитование, регулярно от 10 до 20% расходов консолидированного бюджета выделяются на поддержку экономики. Из этих средств около 55% идет сельскому хозяйству, а остальное – на возмещение процентов и основной суммы долга госпредприятий. С 2011 года накопленная сумма поддержки госпредприятий в рамках бюджетных трат составила 12,5 млрд долл. Эта сумма поддержки сопоставима с дефицитами платежного баланса, которые регулярно возникают в Беларуси. Решение проблемы госпредприятий освободило бы ресурсы, необходимые для достижения высокого роста.

Так как проблема госпредприятий не исчезнет в ближайшие годы, существует высокая вероятность того, что Беларусь и МВФ возобновят сотрудничество.

Ранее власти заявили, что не нуждаются в поддержке МВФ, хоть очень высоко оценивают продолжающееся сотрудничество. Так, привлечение средств путем размещения еврооблигаций и продолжающаяся поддержка Евразийского фонда снижают потребность в программе МВФ. С другой стороны, программа с Евразийским фондом подходит к концу, а объем, привлеченный от еврооблигаций, не сильно влияет на долгосрочную устойчивость платежного баланса.

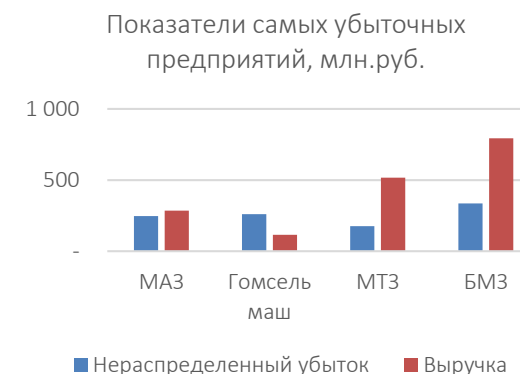
Наиболее серьезным камнем преткновения между МВФ и Беларусью стали тарифы. Правительство даже не комментировало пункты программы, связанные с

Рис. Б9 Правительство продолжает поддерживать госпредприятия



Источник: Белстат

Рис. Б10 Госпредприятия накопили убытки



Источник: Минфин

госпредприятиями. С другой стороны, требования Евразийского фонда не были настолько масштабными и ультимативными. К концу 2018 года Беларуси снова предстоит решить, от кого получать инвестиции. И вероятно, повторится знакомая ситуация, когда у Беларуси будет выбор между новой программой Евразийского фонда, Китаем и МВФ. И вряд ли выбор падет на последний при наличии первых двух.

Банковский сектор

В банковском секторе Беларуси проходит консолидация активов, направленных на поддержку экономики. Это соответствует ранее озвученным рекомендациям ЕБРР (Европейский банк реконструкции и развития) по концентрации льготного кредитования в Банке развития. В частности, активы Белинвестбанка, связанные с госпрограммами, будут переданы Банку развития.

Операция передачи активов проходит после того, как ЕБРР инвестировал 50 млн евро в Белинвестбанк, и она не является первой. Приобретение кредитов Белинвестбанка, выданных в рамках госпрограмм, происходило и ранее. Так, в августе 2016 года Банк развития выкупил активов на сумму в 54 млн руб.

Тем временем Банк развития Беларуси также стал публиковать информацию о списании безнадежной задолженности, что поможет и дальше проливать свет на масштаб убыточности некоторых предприятий белорусской экономики. Сумма списания безнадежной задолженности за счет сформированных резервов составила 401 млн руб. (около 200 млн долл.) и, видимо, стала наиболее крупной за историю банка, так как за первое полугодие списание составило 15 млн руб. (хотя банк не публиковал отчетность о списании ранее).

Поставки нефтепродуктов за границу

Ранее стало известно, что российская сторона настаивает на том, чтобы Беларусь прекратила поставлять нефтепродукты в Европу через порты стран Балтии. В переговорах с Беларусью российская сторона продолжает настаивать на использовании российской

железнодорожной инфраструктуры для поставки переработанных Беларусью нефтепродуктов в российские порты для последующей продажи за рубеж.

В конце октября замминистра транспорта России Виктор Олерский заявил, что часть нефтепродуктов может быть перенаправлена в Россию уже в этом году, так как истекут контракты между Беларусью и некоторыми портами Латвии.

Подобные обсуждения велись еще в 2012 году. По оценкам министра транспорта Латвии, в 2012 году потери их экономики от перенаправления белорусских нефтепродуктов в Россию составят около 5% ВВП.

Ранее в этом году Российские железные дороги даже предлагали скидку в 50% на транспортировку. Однако расстояние от белорусских нефтеперерабатывающих заводов до российских портов как раз в два раза больше, чем до Риги. Соответственно, в долгосрочной перспективе предложение не выглядит экономически целесообразным. Однако похоже, что российская сторона все-таки сможет добиться загрузки собственных портов.

Казахстан

- *В 2017 году экономика должна получить поддержку от восстановления цен на нефть и увеличения соцрасходов по госпрограмме поддержки жилья и роста пенсий. Рост продолжает держаться на уровне выше 4% г/г.*
- *Нацбанк продолжает работать над банковской системой. Так, была окончательно отозвана лицензия Дельта-банка. Кроме того, началась масштабная программа оздоровления вокруг банка РБК. Оказалось, что около половины активов банка – кредиты связанным лицам.*
- *В сентябре-октябре в Казахстане наблюдался дефицит нефтепродуктов – ситуация может повториться и в будущем, пока не уравниются цены на бензин между Россией и Казахстаном.*

Краткий обзор экономических данных

Министерство экономики оценивает рост ВВП в 4,3% г/г за первые три квартала. Восстановление идет за счет нефти: как физического роста производства, так и роста цен. Промышленность за этот период выросла на 8,3% г/г. В разбивке по отраслям наибольший рост 11,3% г/г показала добыча. Нефтяная отрасль поддерживает рост инвестиций – на 9,6% г/г в сентябре. Кроме того, розничная торговля в январе-октябре увеличилась на 6,3% г/г.

После спада в июле-августе строительство прибавило 20,4% г/г в сентябре, несмотря на высокую базу прошлого года. Наблюдавшееся летом снижение могло объясняться промедлением с некоторыми госпрограммами, но высокий рост сентября подтверждает, что строительный бум в Казахстане продолжается.

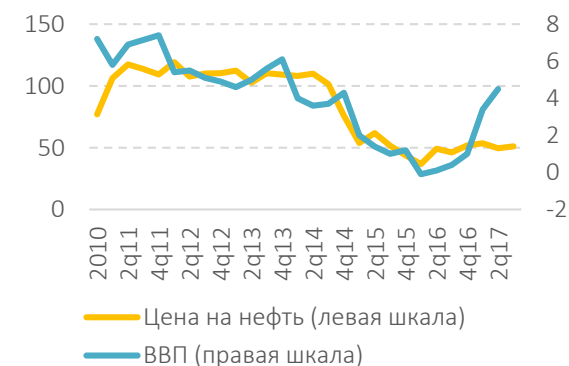
В октябре инфляция разогналась до 7,7% г/г с 7% г/г в августе, в основном за счет цен на топливо: инфляция по непродовольственным товарам составила 9,4% г/г. Приближение инфляции к верхней границе целевого коридора в 6–8% г/г может заставить Нацбанк повысить ставку, особенно, если рост цен на бензин не прекратится.

Нефтяной рынок

Соглашения стран ОПЕК о сокращении добычи нефти наконец принесли желаемые результаты: нефть сорта Brent впервые с середины 2015 года пробила уровень 60 долл./барр. 30 ноября предстоит очередная встреча стран-производителей нефти. Ожидается, что ОПЕК продлит соглашение о снижении добычи, которое истекает в марте 2018 года. Если соглашение будет достигнуто, цены на нефть могут продолжить рост. Также подталкивает цены вверх политическая нестабильность в Саудовской Аравии.

Противодействие росту цен оказывают США. Так, число буровых установок выросло вдвое по сравнению с годом ранее. И хотя недавно темпы роста введения в эксплуатацию замедлились, все новые установки, тем временем, наращивают производство. Действительно, существуют лаг между введением в эксплуатацию и достижением

Рис. К1 Восстановление цен на нефть поддерживает ВВП



Источник: Казстат, IEA

проектной мощности. Общее по стране производство нефти уже достигло предыдущих максимумов начала 2015 года в 9,6 млн барр. в сутки.

Таким образом, США нарастили производство почти на 1 млн барр. в день с начала 2017 года и, вероятно, продолжат добывать больше нефти. При этом ОПЕК сократил производство на 1,2 млн барр. в день внутри картеля и около 0,5 млн барр. за счет других стран. В целом реакция рынка говорит о том, что участники не рассчитывают, что в США производство нефти добавит недостающие 0,7 млн барр., что могло бы вернуть рынок в состояние, когда цены на нефть падают до 30–40 долл.

Казахстан продолжает участвовать в соглашении, поддерживая добычу на 20 тыс. барр. в сутки меньше, чем в конце 2016 года. В то же время премьер-министр страны отметил, что по итогам года прогноз по добыче нефти может быть несколько увеличен с текущих 84,5 млн тонн. У Казахстана, действительно, есть запас по добыче, позволяющий в среднем за год не нарушать соглашение ОПЕК: согласно договоренности, производство нефти в целом за год не должно превысить примерно 85,4 млн тонн.

Увеличение цены на нефть привело к укреплению тенге почти на 5% за месяц. С другой стороны, высокие цены на нефть повысили прибыльность экспорта нефти, что привело к дефициту бензина на внутреннем рынке.

Дефицит нефтепродуктов

В Казахстане в очередной раз на рынке нефтепродуктов произошел скачок цен: по сравнению с августом октябрьские цены оказались примерно на 10% выше. Ситуация уже не раз повторялась в прошлом. На этот раз был объявлен выговор министру энергетики. Кроме того, был освобожден от должности вице-президент КазМунайГаза.

Ситуация на этот раз объяснялась совокупностью событий:

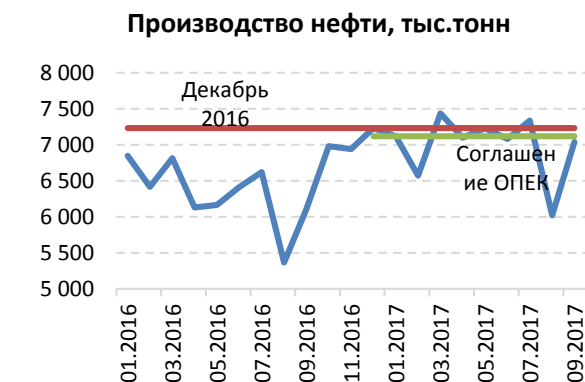
- Рост цен на нефть на 20% совпал с тем, что Россия увеличила экспортную квоту на прокачку казахстанской нефти в трубопроводе. В итоге на экспорт было направлено больше казахской нефти, чем на переработку на внутреннем рынке.

Рис. К2 Инфляция приблизилась к верхней границе целевого коридора в 6–8%



Источник: Казстат

Рис. К3 Казахстан нарастит производство нефти г/г, но при этом, не нарушит договоренности с ОПЕК



Источник: Казстат

- КазМунайГаз принял решение о переносе ремонта Павлодарского НПЗ на осень вместо ранее обозначенного мая. Это решение привело к тому, что осенью ремонтировалось два завода вместо ранее планируемого одного.
- Казахстану пришлось полагаться на импорт бензина из России, где цены примерно на 30% выше. Вместо средней доли импорта из России в 25–30%, Казахстану пришлось на 40% положиться на поставки бензина.

Как и раньше, правительство обещает, что дефицит нефтепродуктов исчезнет со следующего года. Однако он продолжает возникать. Также, крупнейшее месторождение Кашаган вряд ли поможет сильно улучшить ситуацию на внутреннем рынке нефтепродуктов, так как нефть с него экспортируется.

До тех пор, пока цены между Казахстаном и Россией не уравниются, необходимость полагаться на импорт нефтепродуктов будет приводить к подобным последствиям.

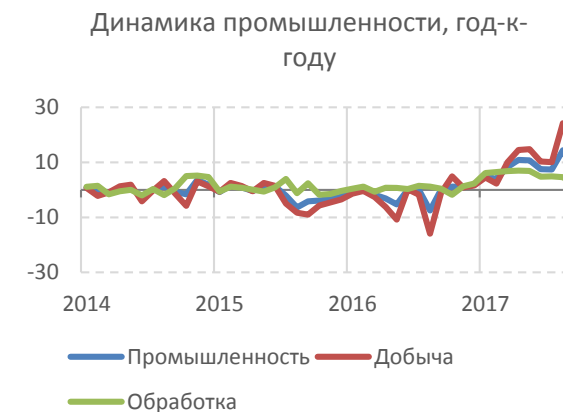
Банковский сектор

Ситуация в банковском секторе Казахстана продолжает оставаться нестабильной. Так, началась ликвидация Дельта-банка, а над спасением банка РБК работает Нацбанк.

Лишению Дельта-банка банковской лицензии предшествовала приостановка принятия новых вкладов. Как мы обсуждали ранее, ограничительные действия Нацбанка сделали самостоятельное оздоровление Дельта-банка непосильной задачей. Даже если акционеры приложили к этому большие усилия, доля кредитов с просрочкой платежей поднялась до 99% в считанные месяцы (частично это может объясняться тем, что банк не рефинансировал безнадежные займы). Однако акционеры не докапитализировали банк до уровней, которые Нацбанк оценил как адекватные принятым на баланс рискам.

В то же время к списку проблемных банков добавился РБК, получивший предписания от Нацбанка об ограничении деятельности. И хотя за этим банком и раньше были зафиксированы нарушения нормативов, попыток к оздоровлению предпринято не было.

Рис. К4 Промышленность растет высокими темпами, благодаря добыче



Источник: Казстат

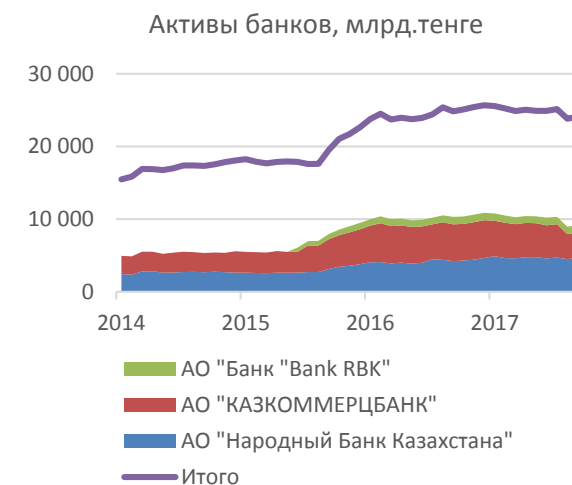
В качестве потенциально проблемного банк РБК попал под внимание во время банкротства Международного банка Азербайджана (МБА). Пенсионный фонд Казахстана вложил средства в облигации МБА, что вызвало общественное обсуждение процесса контроля за рисками в ЕНПФ. Несмотря на неоднократное нарушение некоторых нормативов банком РБК, ЕНПФ продолжал держать его облигации на балансе. Анализ инвестиционного портфеля показывает, что ЕНПФ продолжает держать 46 млрд тенге (150 млн долл.) в облигациях РБК, а также 3 млн тенге на депозите – и цифры не изменились с января 2017 года. РБК также должен 30 ноября вернуть Нацбанку кредит в 150 млрд тенге, предоставленный на поддержание ликвидности. В конце октября сообщалось, что банк заблокировал карточки клиентов. Назарбаев отреагировал на новости тем, что это «воровство» акционеров. Однако, несмотря на столь резкий комментарий, Нацбанк начал работать с РБК 6 ноября, рассматривая возможные варианты спасения.

После консультаций с Нацбанком, банк РБК решил продать акций на сумму 70 млрд тенге своим акционерам, а неподписанные бумаги разместить публично. Всего участие акционеров планируется на уровне 160 млрд тенге, также упоминалось, что потенциальным инвестором в компанию станет корпорация Казахмыс.

После докапитализации акционерами РБК должен был подать заявку на докапитализацию со стороны правительства в размере 240 млрд тенге в рамках программы по повышению финансовой устойчивости банковского сектора. Максимально возможным участием государства в случае РБК будет 320 млрд тенге, что обозначено в программе докапитализации: участие государства и акционеров предполагается в пропорции 2 к 1. Всего по этой программе планируется выделить 500 млрд тенге, то есть на долю РБК придется половина заложенных средств.

Помимо докапитализации акционерами и правительством, РБК планирует размещение субординированного долга, конвертируемого в акции, через биржу KASE на сумму в 244 млрд тенге под 4% на 15 лет. План оздоровления также предполагает передачу проблемных активов на сумму 600 млрд тенге в отдельную финансовую корпорацию.

Рис. К5 И хотя доля активов банка РБК в банковском секторе Казахстана не высока, банк претендует на половину средств, предназначенных для оздоровления банков



Источник: Нацбанк

Рис. К6 РБК фиксировал убытки в этом году



Источник: Нацбанк

Большинство этих активов – кредиты, выданные связанным лицам. Всего активы РБК составляют 1 трлн. тенге.

Все эти меры позволяют открыть доступ к вкладам для большинства клиентов до конца года. Сумма депозитов физических лиц на балансе банка составляет 188 млрд тенге. Вместе с 200 млрд тенге, которые банк должен ЕНПФ и Нацбанку, это приближается к объему средств, которые будут закачаны в банк правительством (потенциально, 240 млрд тенге по программе оздоровления) и, возможно, снова ЕНПФ, если тот приобретет субординированный долг во время размещения.

Qazak Banki, который ранее планировал сделку слияния с РБК, сообщил о том, что планирует вложить 60 млрд тенге в развитие собственного бизнеса самостоятельно.

Сбережения населения

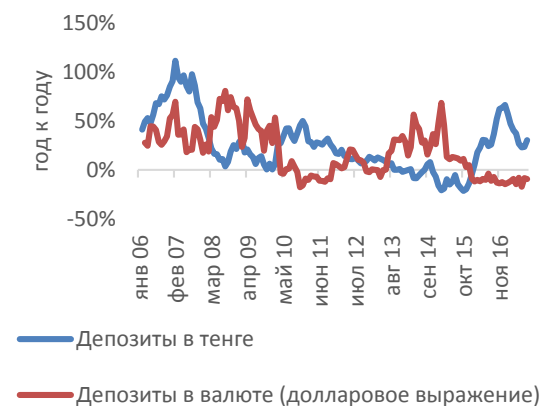
Банковская система Казахстана проходит через кризис: у банков отзывают лицензию, а банк из топ-10 проходит процедуру санации. Из-за этого, вместе со снижением уровней ставок в экономике, у населения снижаются стимулы к сбережениям, особенно, к вкладам в тенге.

Видимо, принимая эту динамику во внимание, Нацбанк решил снизить максимально допустимую ставку по депозитам в валюте. С 1 декабря банкам не будет разрешаться предлагать более 1% по валютным вкладам (1,5% ранее).

Если бы ситуация в банковском секторе разворачивалась на фоне ослабления тенге, депозиты могли бы испытать сильный отток. Однако на фоне укрепления цен на нефть наблюдается рекордно низкая покупка долларов: казахстанцы купили столько же долларов, сколько в 2010 году, что на 20–30% ниже покупки в 2011–2016 гг.

Все же, если соглашение ОПЕК перестанет действовать и нефть вернется к 40 долл./барр., санация банковского сектора будет проходить в сложных условиях. Наблюдаемое сейчас спокойствие – редкая возможность оздоровить банки.

Рис. К7 Нестабильности банковской системы может заставить население снова обратиться к долларам



Источник: Нацбанк

Украина

- Основным драйвером роста остается спрос населения при двузначном росте реальных зарплат. Однако это также поддерживает и импорт, что послужит сдерживающим фактором экономического роста.
- Правительство приняло пенсионную реформу: пенсия будет определяться стажем, что косвенно должно повлечь за собой увеличение пенсионного возраста.
- Поведение правительства начинает отражать подготовку к выборам 2019 года: промедление с повышением тарифов, отсрочка земельной реформы – все связано с непопулярностью этих мер.

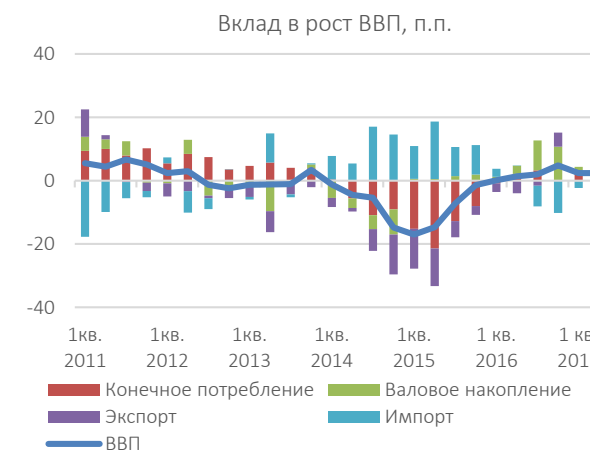
Краткий обзор экономических данных

Экономика Украины продолжает показывать рост. Оценка Нацбанком роста ВВП в третьем квартале составляет 2% г/г, что ниже 2,3% во втором квартале. Таким образом, в Украине замедляется восстановление из глубокого кризиса. Самый высокий рост был зафиксирован в четвертом квартале 2016 г., составив 4,8% г/г, что недостаточно для компенсации 15%-ного падения ВВП в 2015 году. Для сравнения, после кризиса 2008–2009 года и спада на 15%, экономика Украины прибавила 5,5% в 2011 году. Подобная динамика наблюдалась и в России, где рост восстановился до 4–5% после падения на 8%.

Вялое восстановление говорит о том, что спад был изолирован и обусловлен лишь восточными территориями и металлургической отраслью, которые не начнут рост, пока не прекратятся боевые действия. Таким образом, докризисного уровня жизни страна сможет достичь к 2021 году при текущих темпах роста.

На сегодня рост поддерживается частным потреблением. Двузначный рост реальных зарплат разогнал розничную торговлю до 8,1% г/г по итогам сентября. В то же время потребление разогревает инфляцию: в октябре цены увеличились на 14,6% г/г, при том,

Рис. У1 Блокада Донбасса привела к замедлению роста, но Нацбанк ожидает, что эффект на ВВП не превысит 1 процентного пункта



Источник: Укрстат

что тарифы ЖКХ выросли на 15,2%. Разогрев инфляции на фоне высокого потребления заставил НБУ повысить ставку на 1 п.п., до 13,5%.

Монетарная политика

В конце октября Нацбанк повысил ставку с 12,5 до 13,5% на фоне ускорения инфляции. Нацбанк отмечает, что рост цен, в первую очередь, вызван низким урожаем и повышением тарифов – то есть, небазовыми компонентами. Однако базовая инфляция также сильно выросла: с 6,5% в августе до 7,7% г/г в сентябре. Также Нацбанк связывает инфляцию услуг с детенизацией заработных плат. Кроме того, опросы инфляционных ожиданий владельцев предприятий показали рост намерений о повышении цен.

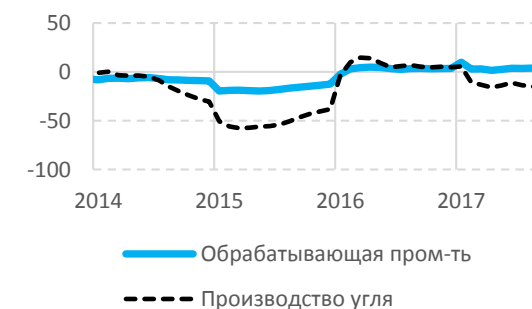
Несмотря на повышение ставки, разница между 12,5 и 13,5% вряд ли отразится на росте кредитования, в особенности населению: средняя ставка находится в диапазоне 25–30% годовых. В октябре объем розничных кредитов на балансах банков увеличился на 3% м/м. В то же время депозитная база растет более низкими темпами, что в совокупности с интервенциями НБУ по продаже долларов привело к снижению ликвидности в банковском секторе.

Интересно, что, несмотря на очень высокие процентные ставки, в Украине растут инвестиции в основной капитал. В первом полугодии рост составил 22,5% г/г, и все отрасли за исключением аренды и операций с недвижимостью нарастили инвестиции как минимум на 10% г/г. Доля кредитов банков в финансировании инвестиций составила 5,2%, что ниже 8,1% годом ранее. В то же время выросла доля бюджетов (с 3,9 до 6,8%) и собственных средств (с 72,2 до 74,3%).

Пенсионная реформа

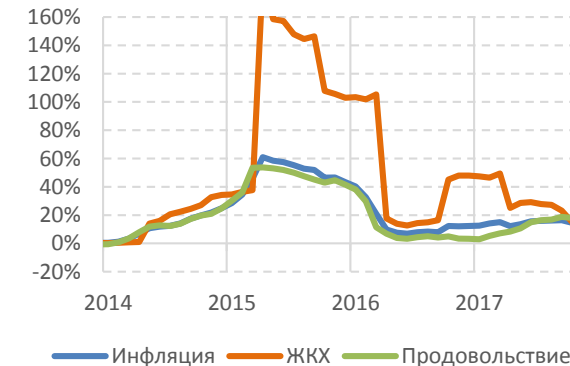
После долгих обсуждений Рада, наконец, приняла пенсионную реформу. Ранее отмечалось, что во время чтений законопроекта количество правок достигало двух тысяч. Основными изменениями в пенсионной системе Украины стали следующие:

Рис. У2 Снижение добычи угля ударило по промышленности



Источник: Укрстат

Рис. У3 Рост доходов подогревает инфляцию...

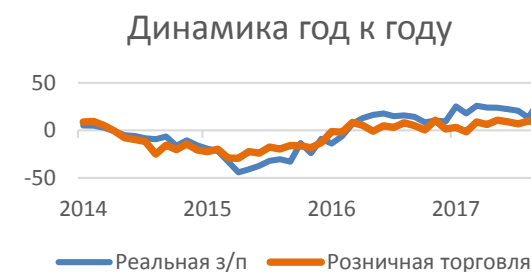


Источник: Укрстат

- Требования к стажу: начиная со следующего года, постепенно будет повышаться минимальный стаж, обеспечивающий пенсию. Каждый год он будет увеличиваться на год с 25 до 35 лет по итогам 2028 года. Это немного более «жесткий» вариант повышения стажа, так как зачастую увеличение минимального возраста или минимального стажа идет темпом в полгода за год. Однако сохраняется возможность выхода на пенсию по возрасту в 65 лет, если минимальный стаж в 25–35 лет не был достигнут. Для этих людей минимальным требованием станет 15–25 лет.
- Налогообложение пенсий: ранее пенсии работающих пенсионеров облагались подоходным налогом в 15%. Однако с момента начала действия реформы эта мера отменяется.
- «Осовременивание» пенсий: власти пересчитали пенсии, повысив их для двух третей пенсионеров (8 млн человек). Всем пенсионерам были назначены новые пенсии, исходя из предыдущего стажа и рода занятости. При этом власти отказались от понижения пенсий для некоторых получателей.
- Накопительная система будет введена в 2019 году. Накопительная часть пенсионной системы предусматривает отчисление взносов не в бюджет текущего года, а для собственной пенсии спустя годы. Ввиду неразвитости финансового рынка, в Украине отсутствует необходимая инфраструктура для накопительных пенсий. Кроме того, сообщалось, что МВФ выступал против введения накопительной системы в ближайшее время.

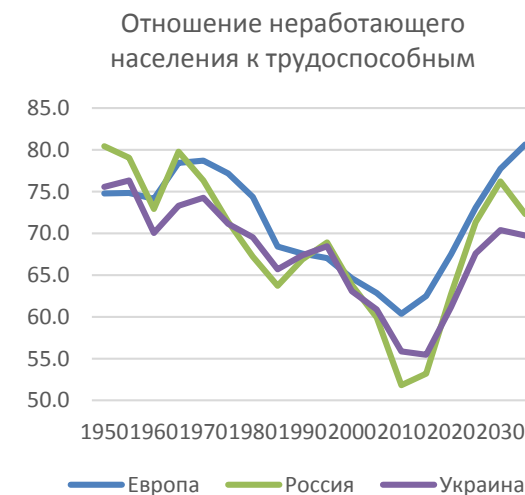
Наиболее противоречивым моментом реформы, как и ожидалось, стал возраст выхода на пенсию. В ближайшие 10 лет у населения будет возможность выхода на пенсию в 60 лет (при наличии длительного стажа в 25 лет в 2018 году, 26 лет в 2019 году и т.д. до 35 лет в 2028 году), 63 года (стаж 15–25 лет в 2018 году, 25–35 лет в 2028 году) или же в 65 лет при наличии минимального стажа в 15–25 лет. Правительство предусмотрело возможность назначения социальной помощи гражданам, которым исполняется 65 лет и

Рис. У4 ...и поддерживает спрос



Источник: Укрстат

Рис. У5 Начиная с 2015 года, доля работающего населения будет только снижаться



Источник: ООН

у которых имеется до 15 лет стажа (15 лет по состоянию на 2018 год вплоть до 25 лет в 2028 году). Таких граждан ожидается порядка 0,2% из выходящих на пенсию в год.

Размер пенсии будет определяться:

1. средней зарплатой по Украине за три года до даты обращения за пенсией;
2. соотношением индивидуальной зарплаты к средней по стране;
3. коэффициентом трудового стажа.

В дальнейшем эта величина будет индексироваться на среднее от инфляции и роста номинальных зарплат в стране.

После того, как парламент проголосовал за реформу, появились сообщения о том, что в МВФ не успели подробно ознакомиться с новым законом. В ранее опубликованном письме представители МВФ заявляли о следующих ключевых моментах:

- За последние 10–15 лет было понятно, что система неустойчива. Однако власти не предпринимали шагов к улучшению ситуации.
- Низкий возраст выхода на пенсию привел к тому, что треть населения – пенсионеры.
- Администрирование социальных взносов неэффективно, что приводит к существенным уклонениям от уплаты налогов.
- Дефицит пенсионной системы – 6% ВВП, или 50% всех расходов на пенсии.
- Резкое снижение социального налогообложения с 36 до 22% в 2016 г. с целью детенизации не привело к существенному увеличению базы для расчета поступлений.
- Рекомендуемая стратегия – либо увеличить пенсионный возраст, либо увязать его со стажем.

Рис. У6 Пенсии будут пересмотрены вверх для большинства пенсионеров



Источник: УкрСтат

- Пенсии должны быть привязаны к зарплате и стажу. Соответственно, это должно стать стимулом для работников требовать от работодателей увеличить взносы, а не платить официальную минимальную зарплату, а все остальное – в конверте.

В целом пенсионная реформа отвечает многим требованиям МВФ и даже содержит необязательный пункт по накопительной системе.

Пенсионная реформа в этом виде действительно поможет бороться с уклонением от уплаты взносов: эта величина учитывается в страховом стаже. При целевом количестве страховых лет (35 лет) у будущих пенсионеров остается мало времени для уклонения от налогообложения. В то же время не создается достаточно условий для стимулирования полной уплаты взносов и снижения доли серых зарплат: ведь на размер пенсии влияет только размер зарплаты в последние три года стажа.

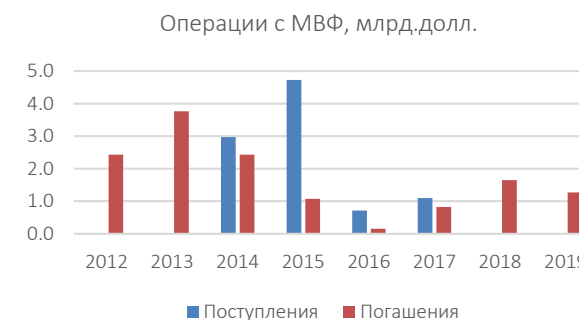
МВФ

Программа кредитования Украины предполагает финансирование со стороны МВФ в размере 17,5 млрд долл. при условии проведения реформ. Ключевыми вопросами на данный момент остаются антикоррупционный суд, газовая отрасль, пенсионная реформа, приватизация и рынок земли.

С самого начала сотрудничества с МВФ реформы газовой отрасли в части тарифов стали самыми успешными. Тарифы для населения были повышены многократно, регулярными индексациями. Сейчас Украине снова предстоит повысить тарифы для населения на 17,6%, в соответствии с одобренным ранее планом. Однако сообщалось, что на встрече в Вашингтоне украинская делегация представила Фонду новые предложения по тарифам, которые бы отложили намеченную индексацию. В Фонде дали понять, что пересмотра ранее одобренных планов не произойдет.

Безуспешный визит украинских властей в Вашингтон также сопровождался заявлениями министра финансов о том, что программа с МВФ будет закончена к 2019 году. Однако это станет возможным, если МВФ выплатит два–три транша в 2018 году, что маловероятно в отсутствие срочности поддержки, как это было в 2014 году.

Рис. У7 В августе Украина вернула 450 млн долл. МВФ, а в 2018 году предстоит выплатить почти 2 млрд долл.



Источник: МВФ

На реформы влияют предстоящие в 2019 году выборы. Повышение тарифов является непопулярной мерой, равно как и создание рынка земли, что традиционно является спорным вопросом. Снижение рейтингов может вызвать и неуспешная приватизация. Пожалуй, единственным законом, который вызовет одобрение население, станет антикоррупционный суд.

Таким образом, перед выборами властям предстоит провести четыре крупные реформы, из которых три не являются желательными. С этой перспективы становится понятным промедление с принятием закона об антикоррупционном суде: положительные законы в идеале бы отложить до самых выборов.

Газовая отрасль

Финансовая компания Rothschild выиграла тендер по проведению сделки отделения определенных функций от компании «Нафтогаз». Стоимость услуг была определена в 98 млн грн., а сроки проведения – до декабря 2020 года. Интересными в этом процессе стали два момента.

Во-первых, правительство негативно отреагировало на тендер. По их мнению, такие функции, как поиск партнера, разделение компании по функциям, а также дизайн системы, в которой газо-транспортная система будет функционировать оптимально, должны проводиться, по крайней мере, с участием правительства.

Во-вторых, поиск консультанта был проведен посредством тендера. Тендер в основном ориентируется на самую низкую предложенную цену. В тендере приняли участие лишь две компании. Ввиду сложности и крайней политизированности всего процесса, участие лишь двух соперников и полное отсутствие более крупных имен, действительно, выглядит не совсем оптимальным. В пресс-релизе «Нафтогаза» сообщалось, что компания Rothschild является лидером по сделкам слияния и поглощения, но в глобальном рейтинге компания занимает 14-е место.

Рис. У8 За последние два года резервы приблизились к 20 млрд долл., за счет заимствований



Источник: Нацбанк

С другой стороны, законом предусматривается, что отобранный партнер по управлению ГТС на рынке газа должен быть одобрен Радой. Таким образом, деятельность советника будет во многом ограниченной.

Несмотря на определенный прогресс с разделением Нафтогаза, в сфере тарифов сохраняется неопределенность. Так, правительство не спешит с пересмотром тарифов населению, что не может вызвать одобрения со стороны МВФ. С другой стороны, правительство ожидает, что число получателей субсидий снизится на 10% ввиду существенного роста заработных плат. Однако неясно, включают ли эти цифры какие-либо планы по увеличению тарифов. Кроме того, бюджет уже имеет прецедент по недооценке объема субсидий, которые предстоит выплатить. Так, по состоянию на октябрь, при необходимом финансировании в 63 млрд грн., бюджет покрыл лишь 54 млрд, что является основной причиной задолженности предприятий перед Нафтогазом. Согласно изначальным планам, правительство рассчитывало, что объем задолженности не превысит 50 млрд грн. В предвыборное время власти, видимо, не могут найти баланс между субсидиями и тратами бюджета, тарифами и финансовой устойчивостью генерирующих компаний.

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