



Special Report Φ 18/1

Обзор Беларуси, Казахстана и Украины

Результаты 2017 года оказались позитивными для всех трех стран, так как всем удалось перейти к более уверенному росту после слабых предыдущих двух лет. Текущий год открывается высокими рисками, в первую очередь для Украины. Страна продолжает идти по пути реформ, но предстоящие выборы требуют нелегких политических решений. Повышение социальных расходов уже разогнало инфляцию и повлекло за собой рост ставки. Спор с Газпромом может кардинально изменить сложившееся спокойствие на рынке газа.

Беларуси предстоит приспособиться к изменениям в платежном балансе, так как население уже замедлило продажу валюты. Как следствие, резервы могут лишиться подпитки в 2 млрд долл. в год.

Казахстан, несмотря на соглашение с ОПЕК, увеличил добычу нефти в 2017 году. По мнению властей, соглашение позволяло не снижать добычу, если Казахстану будет «сложно». В банковском секторе продолжается расчистка. В настоящее время идет докапитализация РВК, которая снова дает понять реальный, в сравнении с отчетным, объем проблемных активов.

Содержание

Беларусь	2
Казахстан	9
Украина	15

Беларусь

- С одной стороны, экономическая ситуация в Беларуси стабилизировалась. Инфляция замедлилась до исторических минимумов, на валютном рынке наблюдается чистое предложение валюты за счет населения, а ВВП возобновил рост.
- С другой стороны, объемы продажи наличной валюты населением стали снижаться. Кроме того, цель по средней заработной плате в 1000 рублей была практически достигнута ценой 20%-ного реального роста заработной платы, что может пошатнуть платежный баланс.
- Риски по внешнему долгу существенно снизились после того, как Беларусь дважды привлекла средства по еврооблигациям на общую сумму в 2 млрд долл.
- Степень участия государства в экономике остается высокой как в сфере госпредприятий, так и в сфере ценообразования.

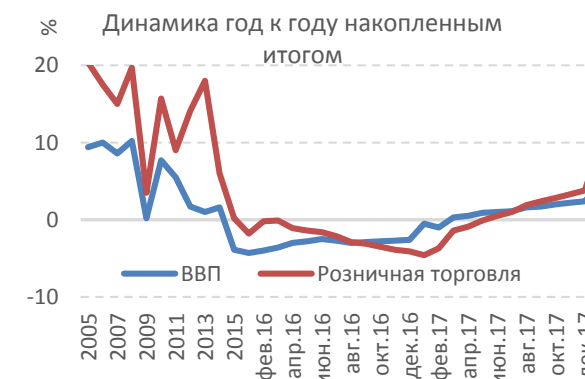
Краткий обзор экономических данных

2017 год экономика Беларуси закончила с результатом в 2,4% роста, практически возместив падение на 2,5% в предыдущем году. Инфляция составила 4,6% г/г в декабре, что стало самым низким показателем за последние 20 лет.

Президент поставил цель для правительства – поднять среднюю зарплату до 1000 рублей. Средняя зарплата в декабре превысила 995 рублей. В результате рост заработной платы оказался стремительным, почти на 20% г/г в реальном выражении.

Начало года оказалось позитивным. Так, в январе рост ВВП составил 4,6% г/г, а производительность выросла на 3,6% г/г. Промышленное производство прибавило 9,7% г/г, схожими темпами росла и розничная торговля (9,5% г/г), подпитываемая ростом зарплат.

Рис. Б1 Экономика резко пошла вверх вслед за частным потреблением



Источник: Белстат

В текущем году власти ожидают рост экономики на 3,5%. Большим событием в промышленности станет выпуск автомобилей Geely, который должен обеспечить рост промышленности более чем на 1 п.п. Росту будет способствовать программа инвестиций Белнефтехима (1,9 млрд руб. в 2018 году против 1,44 млрд годом ранее), а также поддержка машиностроения, превосходящая 1 млрд долл.

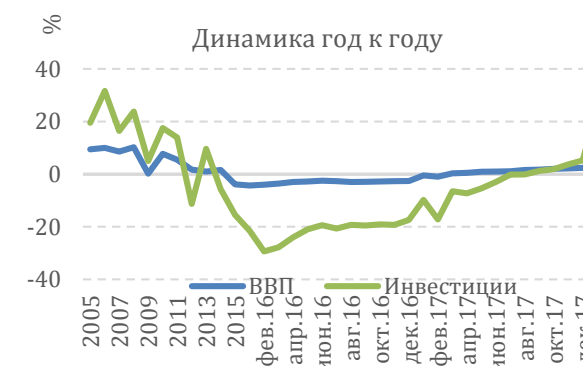
Восстановление экономики и разрешение нефтегазового спора с Россией может позволить агентству Fitch повысить долгосрочный рейтинг Беларуси до уровня В, т.е. на уровень выше Украины.

Евробонды

В конце февраля Беларусь разместила 600 млн долл. еврооблигаций сроком на 12 лет. Выпуск был переподписан в 5 раз. Примечательно, что стоимость заимствования для Беларуси упала практически на 1 п.п. по сравнению с июнем 2017 года и составила 6,2%. Это отражает существенное снижение страновых рисков в глазах инвесторов. Если посмотреть на спрэд по отношению к десятилетним американским облигациям, то он снизился еще больше – на 1,5 п.п.

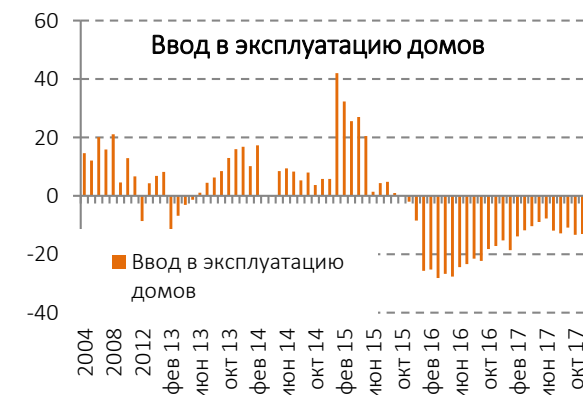
С одной стороны, дополнительная премия, запрошенная инвесторами в прошлом году, отражает высокие страновые риски: ведь в середине прошлого года Беларусь и Россия находились в состоянии нефтегазового спора. С другой стороны, инвесторы могли положительно отнестись к рекордно низкой инфляции и прогрессу в денежно-кредитной политике. В остальном существенных изменений в белорусской экономике не произошло. Можно лишь отметить формальное достижение в виде погашения январских еврооблигаций на сумму в 800 млн долл., которое могло обнадежить инвесторов. Также частично снижение спрэда объясняется более низким объемом размещения: в июне 2017 года Беларусь привлекла 1,4 млрд долл., а теперь – всего 600 млн. Интересно, что и в прошлый, и в этот раз сумма спроса составила около 3 млрд долл., однако тогда Беларусь выбрала больше, чем сейчас. Доходность в 6,2% годовых может вдохновить Минфин на повторный выход на рынок, в особенности с учетом того, что каждый год встает вопрос, как погашать внешний долг.

Рис. Б2 Вслед подтянулись и инвестиции



Источник: Белстат

Рис. Б3 Строительство пока запаздывает



Источник: Белстат

Денежно-кредитная стабилизация

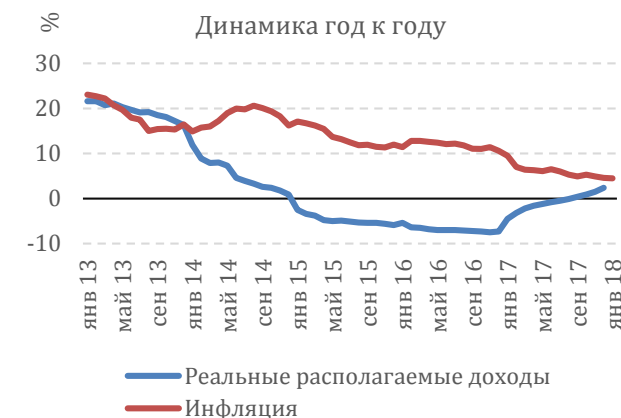
Последние два года денежно-кредитная политика в Беларуси стабилизировалась. Несмотря на нефтегазовый спор с Россией, который повлек за собой снижение ВВП, валютный курс зафиксировал рекорд устойчивости. Продолжительные периоды стабильного курса были и ранее, но они сопровождались снижением резервов или неустойчивой денежно-кредитной политикой.

Прогресс ощущается и в основных направлениях денежно-кредитной политики. Так, Нацбанк переходит к таргетированию инфляции, но пока продолжит придерживаться как промежуточного ориентира (денежной массы), так и операционного ориентира (процентной ставки). Основной целью ДКП в текущем году является удержание инфляции в пределах 6%, а промежуточным ориентиром станет прирост денежной массы на 9–12%. При этом курсовая политика будет направлена на увеличение гибкости курсообразования.

С одной стороны, Нацбанк агрессивно снижает ставку. Так, за последние два года ставка была снижена 13 раз. Пожалуй, это самое скоростное снижение ставки в Евразийском союзе после кризиса нефтяных цен конца 2014 года. Последнее снижение на 0,5 п.п. произошло в январе, и Нацбанк прогнозирует дальнейшее снижение ставки рефинансирования до 9,5% к концу года.

С другой стороны, был достигнут прогресс с директивным кредитованием, когда госпредприятия получали крупные кредиты по сниженной ставке. В последнее время продолжает снижаться спрэд между средними ставками по займам нефинансовым предприятиям на рыночных условиях и ставкам с учетом льготного кредитования. По итогам января спрэд составил лишь 0,2 п.п., а в среднем в 2017 году он был равен 0,8%. Таким образом, либо объем директивного кредитования снижается, либо снижаются субсидируемые процентные пункты. Тем не менее господдержка пока остается высокой. Если господдержка будет в форме прямых вливаний из бюджета, а не кредитования, ее последствия будут ощущаться гораздо скорее, а не накапливаться годами.

Рис. Б4 Реальные располагаемые доходы перешли к росту



Источник: Белстат

Рис. Б5 Задача по достижению средней зарплаты в 1000 руб. была почти выполнена, что привело к стремительному росту доходов



Источник: Белстат

Валютная политика

Беларусь движется в сторону постепенной валютной либерализации. Так, были отменены ограничения, связанные с целевой покупкой валюты для организаций. Кроме того, физическим лицам теперь не надо запрашивать разрешения на открытие счета за рубежом.

Однако эта либерализация проходит на фоне низковолатильного валютного рынка, и неясно, сохранится ли движение в сторону плавающего курса, когда динамика на рынке изменится. В последние годы население превратилось в крупного чистого продавца валюты. Так, каждый месяц с января 2016 года объем проданной валюты превышал объем купленной. В 2016 и 2017 годах было продано по 2 млрд долл. наличной валюты, а в 2015 году – 1 млрд долл. Вместе с продажей наличных долларов стали сокращаться валютные депозиты, ставка по которым достигла своего исторического минимума в 1,2% годовых.

На фоне этой динамики глава Нацбанка Каллаур заявил, что курс рубля близок к равновесному, удовлетворяющему и экспортеров, и импортеров. Кроме того, Нацбанк намерен удержать резервы на уровне выше 6 млрд долл. (на данный момент они составляют 7 млрд долл.).

Все же многие показатели говорят о том, что не все спокойно в платежном балансе. Так, за прошлый год внешний долг Беларуси увеличился на четверть и составил 16,7 млрд долл., что в 2,3 раза выше резервов.

Продажа валюты населением была вызвана тем, что население замещало снижение реальных доходов и продавало запасы. Валютные депозиты также снижались. Продажа запасов валюты указывает на то, что потоки не будут устойчивыми. (Мы ранее писали, что устойчивое предложение наличной валюты населением могли бы создать денежные переводы из-за рубежа членов семьи, которые уехали на заработки, однако число переехавших за рубеж не настолько высоко).

Интересно, но безналичные операции по обмену валюты показывают обратную картину: на протяжении последних лет население стабильно покупает по 40–50 млн долл. в месяц.

Рис. Б6 Рекордно низкий спрэд между рыночными и льготными ставками



Источник: Нацбанк

Рис. Б7 Перейдет ли население к чистой покупке валюты в 2018 году?



Источник: Нацбанк

Эта динамика может говорить о социальном расслоении Беларуси. Хотя Беларусь – страна с достаточно низкими показателями неравенства, Парк Высоких Технологий (ПВТ) в Минске стал базой для (сравнительно) высоких доходов программистов. Так, было объявлено, что ПВТ поставил на экспорт услуги стоимостью 1 млрд долл. В расчете примерно на 30 тыс. резидентов парка это означает выручку 30 тыс. долл. в год на сотрудника, или в 5 раз выше средней зарплаты по стране (а зарплаты составляют значительную часть расходов подобных компаний).

Даже с учетом покупки безналичной валюты, совокупный баланс по валютным операциям населения – чистая продажа порядка 1,5 млрд долл. в год. Соответственно, банки получали валюту и использовали ее для покупки валютных обязательств Минфина и Нацбанка.

Продажа наличной валюты населением уже превысила совокупную покупку валюты за 2003–2014 годы (это объясняется тем, что часть населения снимает валюту со счетов и продает ее в обменниках). Первые признаки замедления потоков произошли уже в ноябре прошлого года. Мы по-прежнему ожидаем замедления продажи валюты в текущем году, что неминуемо скажется на состоянии валютного рынка и рынка валютных облигаций.

Регулирование цен

По итогам 2017 года инфляция составила 4,6%, что стало рекордом в истории Беларуси. Стабилизация валютного курса удержала рост цен на непродовольственные товары на уровне 2%, а цены на продовольственные товары выросли на 4,2% за год.

Сдерживанию инфляции также способствует политика ценового регулирования, которое было введено в 2011 году в ответ на сильную девальвацию рубля. Было установлено, что цены на социально-значимые товары будут регулироваться Министерством экономики. Дополнительные полномочия возложены на облисполкомы и Минздрав.

Так как Белстат не публикует подробный список весов индекса потребительских цен, мы воспользовались российской структурой потребительских расходов населения для

Рис. Б8 Расслоение: население, покупающее наличную валюту, показывает отличную динамику от владельцев валютных счетов



Источник: Нацбанк

Рис. Б9 Не только наличные валютные сбережения снижаются: схожая динамика и у валютных депозитов



Источник: Нацбанк

оценки степени официально разрешенного влияния государства на экономику. Так, на социально значимые товары, цены на которые регулируются Минэком, приходится 11,3% всего потребления, а на дополнительные товары в ведении облисполкомов – 2,2%. В список регулируемых цен также внесены услуги связи и здравоохранения, которые в совокупности составляют 7,1% потребления. Таким образом, государство напрямую может влиять на 20,6% потребления.

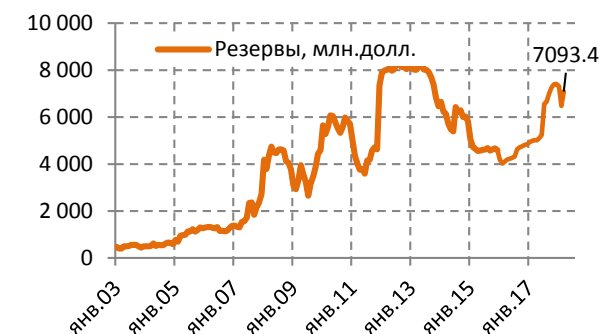
В реальности государство (или госкомпании) также оказывает влияние на установление и других цен, которые не указаны в перечне социально значимых. Например:

- Госкомпания Белнефтехим планирует поднять стоимость бензина до российского уровня. По мнению компании, цены, по крайней мере, должны быть приведены к паритету с российскими, которые сейчас на 7% выше. Затем Белнефтехим планирует поднять цены до такого уровня, который бы компенсировал увеличение цены на нефть с 55 до 70 долл. (С 2015 года по март 2017-го стоимость бензина не менялась).
- Нацбанк переходит к регулированию зарплат банкиров. С одной стороны, это соответствует Базельским рекомендациям. С другой стороны, это преподносится в качестве меры, регулирующей стоимость кредитов.
- Правительство поставило задачу по снижению затрат на оказание услуг ЖКХ в размере 69 млн руб, или не менее 5%.

Ценовое регулирование в Беларуси – это не только ограничение роста цен. Так, в конце января антимонопольные органы установили предельные цены на сахар, чтобы не допустить ущерба для отечественных производителей, вызванного дешевым российским сахаром. Беларусь воспользовалась законодательством Евразийского экономического союза, которое в дополнение к регулированию монополий допускает регулирование исходя из соображений нацбезопасности.

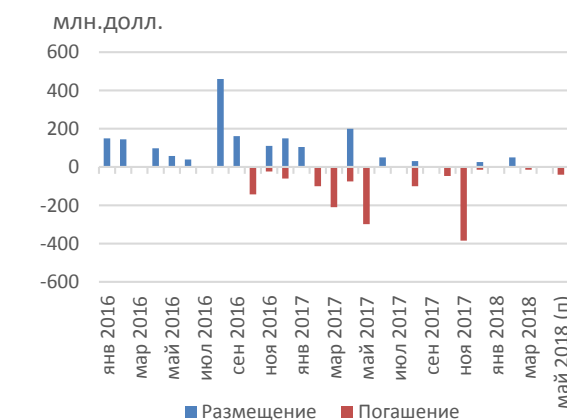
Многие факторы указывают на то, что инфляция вернется к старым, повышенным, уровням.

Рис. Б10 Размещение евробондов поддержало резервы



Источник: Нацбанк

Рис. Б11 Погашения по внутренним валютным облигациям будут незначительными



Источник: МинФин

- Во-первых, 17 февраля премьер-министр Кобяков заявил, что будет проводиться поэтапное снятие ограничений в вопросах ценового регулирования, что может повлечь коррекцию цен.
- Во-вторых, заработная плата показала очень высокий рост к концу года (рост реальной зарплаты в декабре составил 19,6% г/г), ввиду желания президента достичь средней зарплаты в 1000 рублей. При этом правительство стремилось ограничивать рост заработных плат темпом роста производительности, который был в 6 раз ниже.
- В-третьих, Нацбанк отмечает восстановительную динамику внутреннего спроса, но все равно планирует снижать ставку.
- Наконец, изменение динамики на валютном рынке будет определяющим фактором для цен.

Согласно плану Нацбанка, инфляция должна сохраниться в пределах 6% в 2018 году.

Тунеядцы

В 2015 году правительство потрясло население введением сбора с тунеядцев. Рассчитывался налог индивидуально и, зачастую, составлял около 50 долл. с человека. Предполагалось, что налог покроет затраты социальных услуг на поддержку людей, которые не платят социальные взносы. В целом налог мог дополнительно предоставить казне до 20 млн долл. в год, что не очень существенно в масштабе бюджета.

В январе 2018 года президент решил отменить налог на тунеядцев. По поданным заявлениям и уплатившим налог (из 470 тысяч человек, получивших извещение, сбор оплатили 54 тыс. человек) деньги были возвращены. Это означает, что административные расходы, вероятно, превысили сбор.

Вместо сбора правительство планирует перевести «тунеядцев» на платные услуги, как здравоохранение. Кроме того, вместо акцента на тунеядцах правительство сконцентрировалось на создании рабочих мест. Видимо, сказывается экономическая стабилизация, которая избавила от острой необходимости «затянуть пояса».

Рис. Б12 Правительство в плюсе из-за размещения еврооблигаций



Источник: Нацбанк

В 2018 году правительство рассчитывает создать 70 тысяч рабочих мест. Планируется, что этому должен помочь указ о развитии предпринимательства, а также запланированное отсутствие изменений в налоговом кодексе на протяжении всего 2018 года, что поддержит бизнес-активность.

Акцент на создании рабочих мест связан с тем, что баланс принятых и уволенных работников остается отрицательным с 2010 года: увольнения превышали принятие новых работников. С одной стороны, это объясняется демографической динамикой ввиду старения населения. С другой стороны, чистые увольнения достигли пика в кризисном 2015 году и стали резко снижаться в 2017 году, идя нога в ногу с экономикой. Таким образом, те, кого назвали тунеядцами, являются вынужденными безработными или даже, возможно, представляют собой структурную безработицу или результат устаревания образования и навыков.

Казахстан

- *В 2017 году экономика восстановилась на фоне цен на нефть и увеличения соцрасходов по госпрограмме поддержки жилья. Рост ВВП составил 4%.*
- *После года активности в сделках слияния и поглощения, а также отзыва лицензий в банковской системе Казахстана основное внимание обращено на банк RBK, где объемы денежных вливаний и списаний активов во много раз превзошли просроченную задолженность, показанную в отчетности.*
- *Казахстан лишь номинально участвует в сделке ОПЕК по снижению добычи нефти. По словам правительства, ОПЕК может освободить Казахстан от требований, если стране будет «сложно» снизить производство. В итоге, добыча нефти лишь растет. Если бы Казахстан был более крупным игроком, это бы могло привести к ответным мерам со стороны ОПЕК.*

Краткий обзор экономических данных

Рост ВВП Казахстана в 2017 г. составил 4% за счет добывающей отрасли, прибавившей 7,1%. За год промышленное производство выросло на 7,1%. Розничная торговля также показала сильный рост – на 6,3%, несмотря на то, что реальная заработная плата снижается с середины 2015 года среднегодовым темпом 2%.

В январе 2018 года продолжился рост основных показателей. Так, промышленность прибавила 5,2% г/г, а розничная торговля – 4,3% г/г.

Инфляция продолжила замедляться, закончив 2017 год на 7,1% дек/дек. По итогам февраля текущего года рост цен составил 6,5% г/г. На фоне благоприятной динамики Нацбанк снизил ставку на 0,5 п. пунктов до 9,5%.

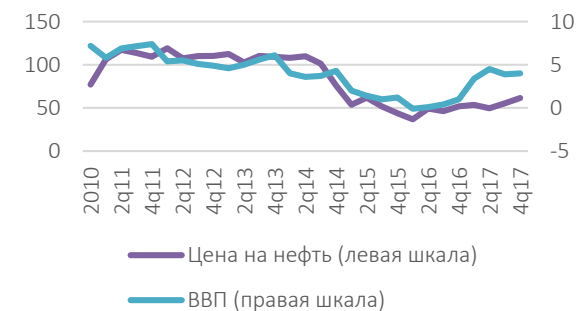
Строительство после высокого роста в течение прошлого года упало на 10% в октябре-ноябре, восстановившись на 12,4% г/г в декабре и снова упав на 15% в январе текущего года. Правительство, тем временем, поддерживает частных застройщиков через субсидированные кредиты. Программа Нурлы жер также предполагает субсидирование ставок для покупки квартир физическими лицами. Соответственно, рост строительства может вернуться.

Рынок нефти

Цены на нефть восстановились до уровней середины 2014 года, достигнув круглой отметки 70 долл./барр. Оптимизм на рынке во многом объясняется соглашением ОПЕК+ о сокращении добычи. В то время как традиционные производители нефти снижают объемы добычи, выпуск сланцевой нефти в США растет. Ожидается, что в этом году производство Америкой может превысить российскую добычу.

Соглашение ОПЕК продлится, по крайней мере, до конца 2018 года. Тем временем производство в США продолжит расти. В этой связи цена на нефть в 70 долл./барр. выглядит завышенной. Однако даже 70 долл./барр. все равно ниже цены сбалансированности казахского бюджета, которая составляет примерно 80–90 долл./барр.

Рис. К1 Восстановление цен на нефть поддерживает ВВП



Источник: Казстат, IEA

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



Источник: Казстат

За 2017 год Казахстан произвел 86,2 млн тонн нефти и газового конденсата, в том числе 72,9 млн тонн нефти, что несколько ниже планов правительства (74 млн тонн). Соглашение с ОПЕК предусматривало снижение объемов добычи на 1,5% г/г, однако производство увеличилось на 10,5% без конденсата и на 11,2% с учетом конденсата. Около 10% общего объема добычи нефти пришлось на Кашаган. Таким образом, без учета Кашагана Казахстан мог бы исполнить свои обязательства. Показатели также превысили и добычу 2015 года.

В переговорах с ОПЕК Казахстан ссылаясь на то, что 2016 год был слабым годом для нефтяной промышленности. По словам министра энергетики Бозумбаева, ОПЕК разрешили Казахстану не снижать производство, если с этим будут трудности. Видимо, этой оговоркой и воспользовались нефтяники, ссылаясь на технологические сложности приостановки Кашагана. В целом подобные исключения подрывают всю сделку ОПЕК, но с учетом небольшой доли Казахстана на рынке нефти, увеличение производства не должно оказать влияния на нефтяной рынок. Для самого же Казахстана эта возможность означает дополнительную выручку при более высоких ценах на нефть.

От динамики цен на нефть зависит и судьба приватизации в Казахстане.

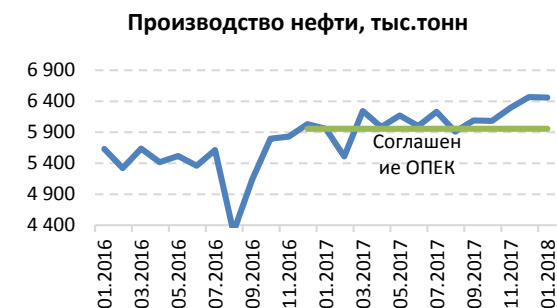
Приватизация

На фоне восстановления экономики в Казахстане снова заговорили о приватизации. К четвертому кварталу 2018 года планируется размещение акций Air Astana, Казахтелекома и Казатомпрома.

После долгих обсуждений правительство и Самрук-Казына решили провести размещения на бирже Международного финансового центра Астана, а не в Лондоне. Ожидается, что роуд-шоу пройдут в первом полугодии. В то же время власти еще не сообщили, какие банки претендуют на организацию размещения. Это может говорить о том, что процесс приватизации толком еще не запущен.

Управляющий директор Самрук-Казыны Рахметов отметил, что пока еще нет точной информации о финансовом состоянии компаний. Он также выразил обеспокоенность

Рис. К3 Казахстан не слишком придерживается договоренности с ОПЕК



Источник: Казстат

Рис. К4 Правительство снова начало говорить о приватизации, которая едва приносила 0,5 млрд долл. в год последние 10 лет



Источник: Казстат

тем, что мировые цены на сырье еще не стабилизировались. Приватизацию, в идеале, правительство рассчитывает провести при высоких ценах на нефть. С учетом давления со стороны американских сланцевых производителей, затишье на нефтяном рынке может долго не продлиться. Окно возможностей может закрыться после истечения сделки ОПЕК по сокращению добычи, что ожидается после приватизации саудовской Aramco.

С учетом ситуации на рынке нефти приватизация, как и раньше, может остаться только в планах. Несмотря на большое количество разговоров, данные бюджета показывают, что приватизированные объемы снижались каждый год на протяжении последних десяти лет.

Нефтепродукты

Казахстан регулярно сталкивается с дефицитом бензина на внутреннем рынке, вызванным потребностью в импорте и разницей в ценах по сравнению с соседней Россией (в России цены выше на 30%). Так, в октябре 2017 года цены на бензин выросли на 10% из-за одновременного ремонта двух из трех нефтеперерабатывающих заводов.

Однако недавно все три завода отчитались по переработке нефти в прошлом году и показатели оказались выше 2016 года. Шымкентский НПЗ объявил о перевыполнении плана по переработке нефти, переработав 4,7 млн тонн нефти вместо установленного плана в 4,4 млн. Павлодарский завод переработал 4,7 млн тонн нефти, что ниже средних показателей в 5 млн тонн в 2012–2014 годах, но выше 4,6 млн тонн, переработанных в 2016 году. Наконец, Атырауский завод переработали 4,72 млн тонн нефти против 4,76 млн в 2016 году.

Таким образом, ситуация с дефицитом топлива усугубляется при увеличении разрыва с российскими ценами. Чтобы избавиться от импортной потребности в бензине, Казахстан намеревается построить четвертый НПЗ. Ожидается, что Саудовская Аравия примет участие в нефтеперерабатывающих проектах Казахстана.

Строительство четвертого завода будет проведено в дополнение к инвестициям в существующие заводы. Так, Павлодарский НПЗ увеличит производство до 5,2 млн тонн в 2018 году, потратив на это 600 млн долл. инвестиций.

Рис. К5 Промышленность в плюсе



Источник: Казстат

Рис. К6 Розничная торговля замедляется



Источник: Казстат

По официальным расчетам, модернизация существующих заводов приведет к покрытию потребностей рынка лишь в среднесрочной перспективе. Власти также ожидают дефицит бензина между 2018 и 2023 годами, что создает существенные инфляционные риски.

Отношения с иностранными инвесторами

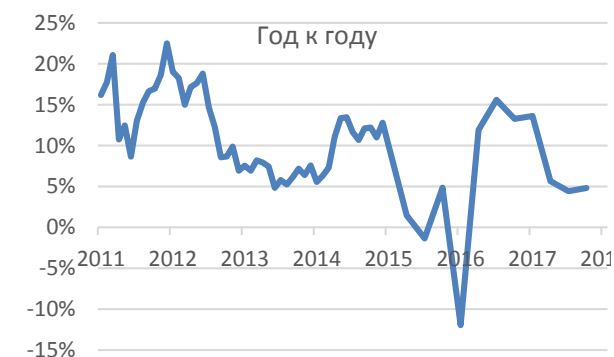
Широко озвучиваемые желания казахских властей по привлечению иностранных инвестиций в экономику резко контрастируют с числом (судебных и не только) разбирательств с иностранными инвесторами. Перспектива конфликтов с властью означает повышенные страновые риски и стоимость заимствования из-за рубежа.

С начала года пресса освещала такие события, как:

- Признание сделки по продаже здания аэропорта Семей, принадлежавшего обанкротившейся компании, незаконной. Причина заключается в том, что на аукционе не учли «приоритет государства» в приобретении имущества.
- Суд Амстердама заморозил активы Национального фонда в банке BNY Mellon на сумму в 22 млрд долл. в связи с иском молдавского бизнесмена Стати. И хотя суд разморозил активы, по предыдущему решению Стокгольмского суда правительство обязано выплатить Стати 500 млн долл. за незаконное, по его словам, присвоение правительством инвестиций его семьи.
- Казахстан также оказался в непростой ситуации в связи с субсидиями, которые могут противоречить договорам Евразийского союза. Жалоба пришла от российских металлургов, которые заявили о снижении выручки из-за конкуренции со стороны казахского Арселор Миттал. В итоге 800 млн долл. могут быть изъяты со счетов организации, что может послужить сильным ударом по ликвидности предприятия, особенно, если эти средства уже были инвестированы.

Кроме того, с июля 2017 года продолжается инициированное казахскими властями судебное разбирательство по разделу продукции с месторождения нефти Карачаганак. Общая сумма штрафа к консорциуму разработчиков может составить 1,6 млрд долл.

Рис. К7 Замедляется и рост зарплат



Источник: Казстат

Банковская система

Прошедший год принес большие изменения в банковский сектор Казахстана. Халык (первый по активам) приобрел Казкоммерцбанк (второй), Цеснабанк (третий) приобрел Центркредит (шестой), Capital (24-й) и Tengri (26-й) продолжают объединение, а RBK (9-й) и Qazaq (13-й) решили не продолжать процесс слияния.

Банк RBK внес последний транш в рамках оговоренной программой докапитализации, согласно которой акционер Ким и корпорация Казахмыс внесут в банк 160 млрд тенге. В ответ, Нацбанк выкупил долговых бумаг на 34 млрд тенге. Всего Нацбанк предоставил 244 млрд тенге. В общей сложности вливания составили около 40% совокупных активов. По сравнению с серединой 2017 года коэффициент достаточности капитала увеличился с 8,7% до 12,7%, коэффициент текущей ликвидности – с 0,4 до 5, а просроченная задолженность была списана на 190 млрд тенге. Процесс с RBK может быть показательным в плане того, насколько объемными могут быть вливания в другие банки для их оздоровления.

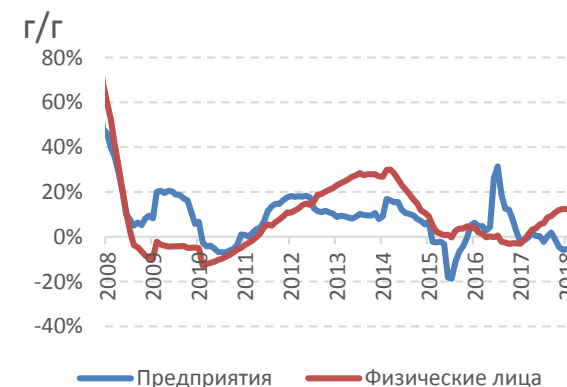
Глава Нацбанка Акишев также высказался о банке RBK, отнеся его в третью по надежности или самую худшую группу банков. По его словам, RBK банк кредитует своих же акционеров, что делает банк неустойчивым.

Помимо этого, Акишев также посоветовал гражданам и, в особенности, пенсионерам отказаться от кредитов. Назарбаев призвал остановить невыборочную поддержку банков, которая была уместна во время кризиса 2008 года.

Слабость банковской системы также отражена в обновленных рейтингах агентства S&P:

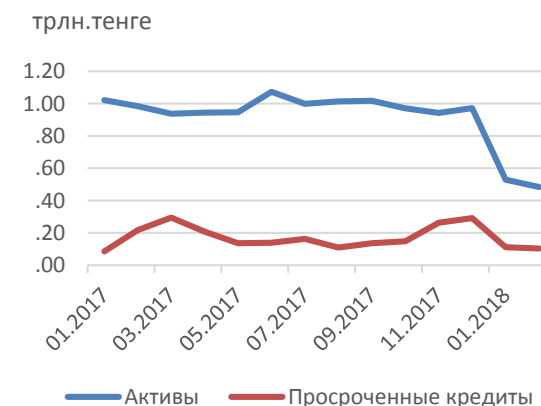
- AsiaCredit банку (20-й по активам) присвоен рейтинг В/В- со стабильным прогнозом.
- Рейтинг Эксимбанка (26-й) был понижен с В/В- до CCC+/C, ввиду низкого качества активов банка и ликвидности.
- Capital банк (27-й) также был понижен до CCC+/C, при этом указано, что у банка есть проблемы с формированием стабильной базы депозитов. Акционер банка в ответ решил усилить поддержку банка.

Рис. К8 После изменений в банковской системе восстанавливается лишь кредитование физлиц



Источник: Нацбанк

Рис. К9 Банк RBK: списанные проблемные активы в несколько раз превзошли просроченную задолженность



Источник: Нацбанк

- Qazaq банк (15-й) нуждается в поддержке акционера. Рейтинг банка также был понижен до CCC+/C ввиду низкой ликвидности на фоне оттока депозитов.

Поддержка авторынка

В 2017 году в Казахстане было продано 46,4 тыс. автомобилей, что на 5,8% превысило показатель предыдущего года. Совокупная стоимость проданных автомобилей составила 1,12 млрд долл., увеличившись на треть. Авторынок перешел к восстановлению после затяжного спада, начавшегося в 2015 году.

Правительство также возобновляет программу льготного автокредитования, по которой ставка не превышает 4% годовых. На эту программу в 2018 году направят 8 млрд тенге из Нацфонда, распределив ресурсы между пятью банками. Изначально программа была запущена в апреле 2015 года в ответ на девальвацию и замедление роста в связи с падением цен на нефть.

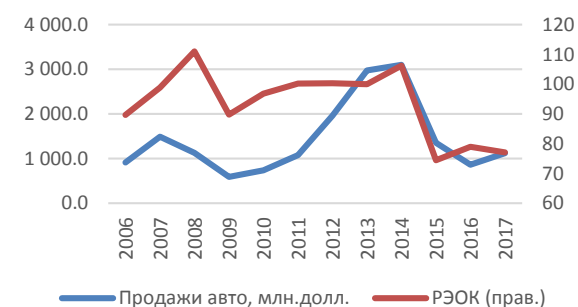
Предыдущие два транша по 26 млрд тенге уже были освоены банками. Кредитование действует на револьверной основе: выплаченные средства возвращаются в программу и заново используются банками.

В январе прирост продаж автомобилей составил 36,5% г/г и на 43,2% в долларовом выражении. Столь стремительный рост продаж на импотоориентированном рынке вызван укреплением реального курса тенге, что может привести к повышенному росту импорта в дальнейшем. Пока же о перегреве рынка речи не идет.

Украина

- Основным драйвером роста остается спрос населения при двузначном росте реальных зарплат. Перед выборами правительство планирует снова проиндексировать минимальную заработную плату.
- Международные кредиторы оказались недовольны последней редакцией закона об антикоррупционном суде, что может задержать поступление в страну очередных траншей кредитов.

Рис. К10 Реальный курс тенге – определяющий фактор для авторынка



Источник: Нацбанк

- Украина резко нарастила долг после начала реформ, причем 70% долга - в иностранной валюте. Минфин планирует постепенно замещать долларовый долг гривневым.
- Стокгольмский арбитраж постановил, что чистым должником в споре Газпрома и Нафтогаза является Газпром. Сумма требований к Украине была размером с ВВП, но теперь страна ждет и требует перевода 2,5 млрд долл. от Газпрома, что уже привело к росту напряжения между странами.

Краткий обзор экономических данных

Прирост экономики Украины за 2017 год оценивается на уровне 2,3%. В четвертом квартале произошло замедление до 1,8% г/г – вероятно, ввиду роста импорта, профинансированного стремительным увеличением зарплат. Так, по данным Нацбанка, баланс товаров и услуг в четвертом квартале снизился на 600 млн долл. г/г, тогда как в третьем квартале дефицит прибавил 300 млн долл.

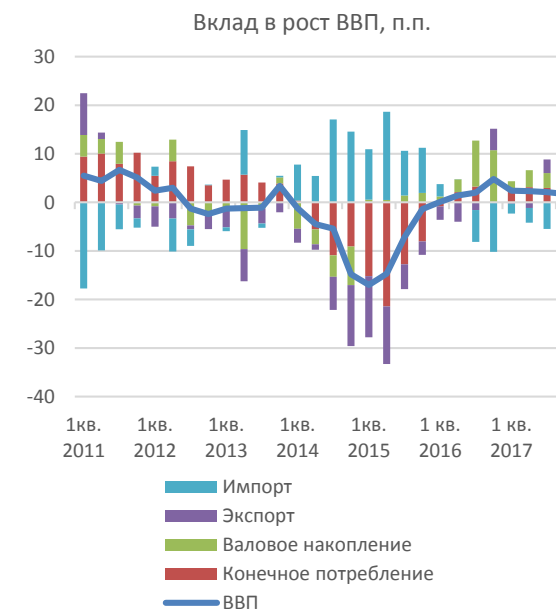
Розничная торговля за 2017 год выросла на 8,8%, а в декабре рост достиг 16,1% г/г. Рост промышленного производства же составил лишь 0,4% в 2017 году, ускорившись до 3,6% г/г в январе 2018 г. Слабость промышленности объясняется 20%-ным снижением добычи угля.

Повышение социальных расходов привело к разогреву инфляции. Закончив прошедший год на уровне 13,7% дек/дек, текущий год начался ускорением – до 14% г/г в феврале. При этом рост тарифов ЖКХ составил 10,9% г/г. В конце января и в начале марта Нацбанк увеличил ставку в совокупности на 2,5 процентных пункта, допустив ее повышение в дальнейшем. К повышению ставки регулятор перешел еще в конце октября 2017 года.

Стокгольмский арбитраж

В конце февраля суд Стокгольма вынес решение по иску Нафтогаза против Газпрома о недоплате за транзит газа. Суть иска заключалась в том, что Газпром не оплачивал транзит по конкурентной цене, а также в том, что фактические объемы транзита отличались от контрактных.

Рис. У1 Внутренний спрос поддерживает ВВП



Источник: Укрстат

Суд постановил Газпрому доплатить Нафтогазу 4,7 млрд долл., что больше обязательств Нафтогаза по предыдущему решению Стокгольмского суда. Напомним, в декабре суд постановил Нафтогазу выплатить 2,1 млрд долл. по контрактам бери-или-плати. В общем, два решения суда привели к тому, что Газпром должен перечислить Нафтогазу 2,6 млрд долл.

Решение Стокгольмского суда №1: «бери-или-плати»

В январе 2009 был подписан газовый контракт на 2009–2019 годы, по которому Украина обязалась закупать 52 млрд м³ газа в год. Точному объему закупок позволялось колебаться в пределах $\pm 20\%$ в год от 52 млрд м³, но если Украина закупала менее 80% оговоренного объема, то оплачивать все равно приходилось бы 80%. Таким образом, абсолютно минимальный объем закупок должен был быть равен 33,3 млрд м³.

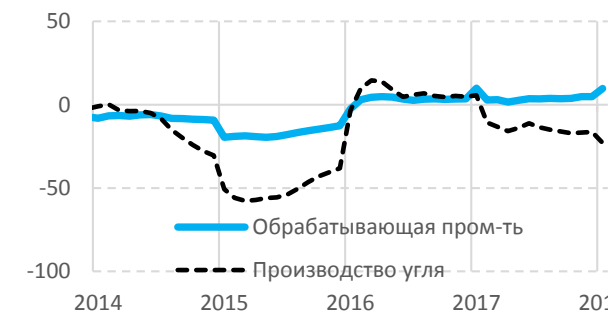
С 2009 года Украина совокупно недобрала около 125 млрд м³ газа, что соответствовало 39 млрд долл. по закупочным ценам из России. Однако с учетом штрафов и того, что Украина платила 268 долл. вместо контрактной цены в 352 долл. за тыс. м³ в первом квартале 2014 года, общая сумма иска составила 56 млрд долл. Это требование было отменено.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Россия	1.3	19.9	32.8	35.9	29.5	23.3	13.2	5.9	1.1	0.7
Недобор			0.5		3.7	10.0	20.1	27.3	32.2	32.6
Другие	45.8	14.2	0.2	4.5	0.3	2.2	4.8	9.6	10.1	13.2

Встречный иск от Нафтогаза заключался в том, что Украина переплачивала по сравнению с европейской ценой. Однако это требование, сумма которого составила 14 млрд долл., также было отменено.

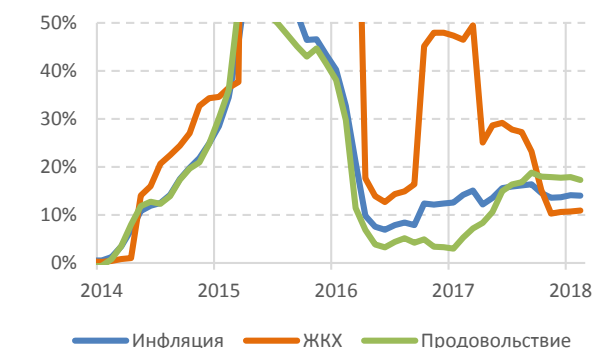
Суд постановил, что новые контрактные объемы должны быть снижены с 52 до 5 млрд м³, что соответствует примерно 40% всего газового импорта Украины. На основе этих объемов и была определена задолженность Нафтогаза.

Рис. У2 Снижение добычи угля ударило по промышленности



Источник: Укрстат

Рис. У3 Рост доходов подогревает инфляцию...



Источник: Укрстат

Размер пени установлен на уровне 0,03% за каждый просроченный день, но украинская сторона решила дождаться решения по транзиту газа, прежде чем переводить миллиарды в Россию.

Решение Стокгольмского суда №2: транзит газа

Стокгольмский арбитраж решил не удовлетворять требование Нафтогаза о конкурентном ценообразовании в соответствии с третьим энергопакетом ЕС, поэтому *тарифы* на прокачку газа не были пересмотрены. Нафтогаз оценивал эффект от тарифов в 6 млрд долл.

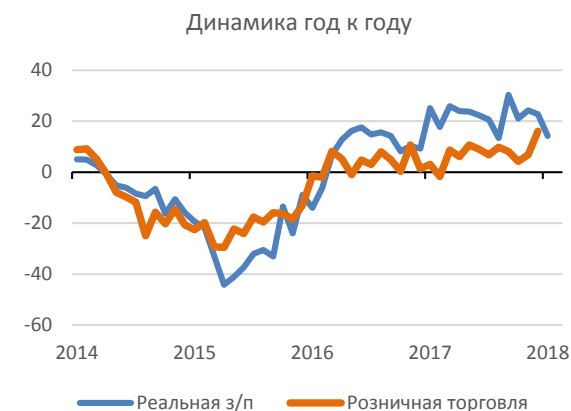
Требования по прокачке контрактного *объема* по трубопроводу, в свою очередь, были удовлетворены. Соглашением от того же 2009 года Газпром обязался поставлять в Европу через Украину ежегодно 110 млрд м³ газа. Однако в первые четыре года действия соглашения объем составлял 94 млрд м³.

Требования Газпрома к Нафтогазу	Требования Нафтогаза к Газпрому
7 млрд долл.: незаконно отобранный газ	16 млрд долл.: недозагрузка транзитной системы
56 млрд долл.: нарушение принципа «бери-или-плати»	6 млрд долл.: несправедливое ценообразование тарифов на транзит
18 млрд долл.: другие требования (оценка Нафтогаза)	14 млрд долл.: возмещение несправедливой цены закупки газа

В целом Стокгольмский арбитраж решал вопросы, где потенциальные выплаты могли бы достичь практически 100% ВВП Украины. И хотя баланс требований в 2,56 млрд долл. кажется незначительным по сравнению с общими суммами исков, если бы чистые выплаты пришлось на Украину, они стали бы большим ударом по экономике, так как составляют 14% резервов.

После оглашения вердикта, решение Стокгольмского арбитража подорвало планы закупить 4–5 млрд м³ газа у России, поскольку новые условия не устраивают Газпром.

Рис. У4 ...и поддерживает спрос



Источник: Укрстат

Однако у украинской стороны не было особого желания закупать газ из России по цене европейских хабов, так как в этом случае Нафтогаз недополучит стоимость транспортировки до Европы. Тем временем Украина начала арестовывать имущество Газпрома для взыскания задолженности. Таким образом, конфликт был эскалирован и разрешение спора с Газпромом может занять долгое время.

Реформы

Процесс реформ в Украине, начатый в 2014 году, стал замедляться из-за усталости и ввиду предстоящих выборов.

Антикоррупционный суд

Не утихают споры между Украиной и международными кредиторами об антикоррупционном суде. И МВФ, и Всемирный банк высказались против проекта закона, подписанного Порошенко в декабре. Тем самым под угрозу были поставлены транши МВФ и гарантии ВБ на 800 млн долл. Претензии кредиторов к проекту заключаются в том, что международные наблюдатели не наделены правом блокировать назначение судей, а создание суда целиком зависит от подписи президента.

Тем временем, по данным опроса Американской торговой палаты, 91% бизнесов сталкивались с коррупцией, что соответствует уровню 2014 года. В 2016 году эта доля была 81%.

Энергетика

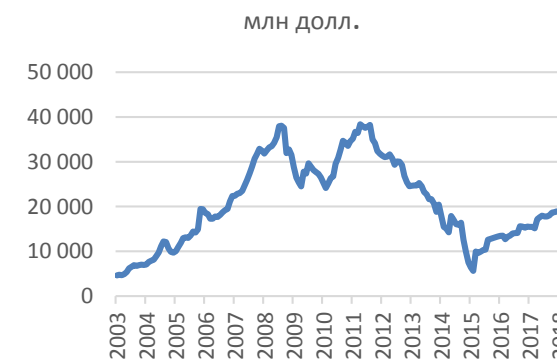
По словам главы Нафтогаза, реформа газового рынка завершена на 75–80%. Неразрешенными остались вопросы в части рынка газа для населения и теплокоммунального сектора. Конечным итогом реформ должен стать полный отказ от импорта газа.

Промедление с индексацией тарифов для населения вызывает недовольство международных кредиторов. Нацкомиссия по тарифам все еще планирует не изменять тарифы для населения, а лишь поднять оптовые цены.

Рис. У5 Ожидаемые транши от МВФ едва покроют выплаты Украины



Рис. У6 Резервы стабилизировались



Источник: Нацбанк

Нафтогаз продолжает настаивать на отмене спецобязательств (поставка газа по сниженным ценам для населения и некоторых организаций), что должно было произойти еще в апреле 2017 года. К октябрю компания стала открыто напоминать о соглашении правительству. Суд обязал правительство выполнить договоренность. Убытки уже составили 110 млрд грн. Всего контрагентам по спецобязательствам было поставлено 40,7 млрд куб. м газа и недополучено 12,1 млрд грн. Правительство предлагало продлить спецобязательства для населения до 2021 года.

Украине, помимо либерализации тарифов, предстоит еще пройти полное разделение функций по транспортировке, передаче и хранению, а также приватизацию.

Правительство взяло на себя инициативу по переговорам с зарубежными компаниями относительно управления газотранспортной системой Украины, отстранив от этого Нафтогаз. На данный момент правительство проводит переговоры с четырьмя компаниями.

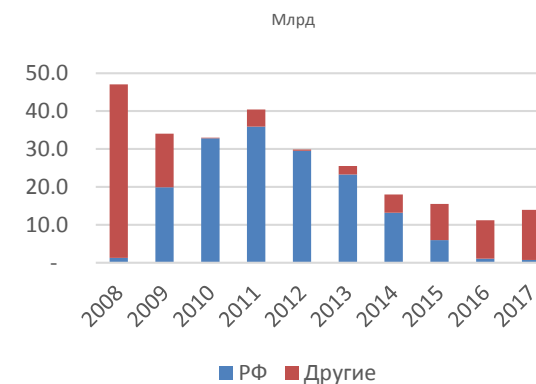
В плане приватизации было решено, что облэнерго перейдет в частные руки после введения RAB-регулирующего или установки тарифов с учетом окупаемости и уровня доходности на активы. Облэнерго в Чернигове, Львове, Прикарпатье и Сумах с 1 апреля 2018 года перейдут на RAB регулирование. Национальная комиссия по тарифам установила доходность на уровне 12,5%, чем недоволено правительство, так как это предполагает высокие тарифы.

Субсидии

Вопрос монетизации субсидий обсуждается уже не первый месяц. До недавнего времени действовала схема по поставке газа в счет субсидий, что привело к кризисному положению с ликвидностью для многих облэнерго. Следующим этапом стало перечисление субсидий облэнерго, но в дальнейшем планируется, что субсидии в итоге будут поступать на счета потребителей. По состоянию на 8 февраля была перечислена половина задолженности по субсидиям, или 9 млрд грн.

По данным Ивано-Франковскгаза, субсидиант в среднем использует на 40% больше газа, чем потребитель, платящий из своего кармана. Более половины их клиентов –

Рис. У7 Украина может перейти к закупке газа из России (но при этом, страна потеряет на транзите)



Источник: Укрстат

субсидианты, а доля льгот и субсидий в выручке составляет 68%. Таким образом, оптимизированное управление субсидиями является фактором выживания облэнерго. Следовательно, перечисление субсидий потребителям может быть слишком рискованно, если возрастут неплатежи.

Бюджет

Бюджетная политика Украины в текущем году будет определяться сотрудничеством с МВФ, а также предстоящими выборами. Изначальный прогноз Нацбанка предполагал получение двух траншей от Фонда в первом и третьем кварталах на общую сумму в 3,5 млрд долл. Однако прогноз, скорее всего, будет пересмотрен в сторону одного транша. Таким образом, поступления от МВФ, вероятно, составят около 1,5 млрд долл.

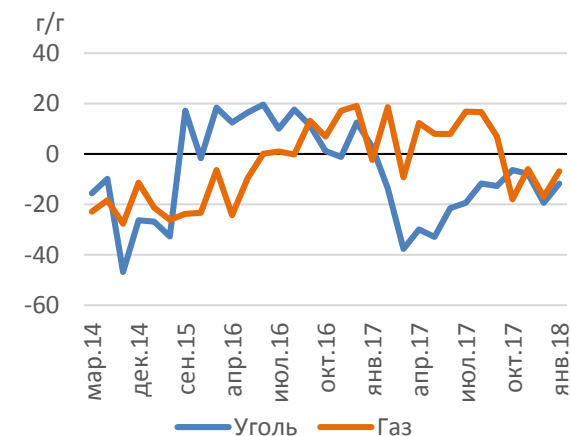
Выборы диктуют социальную направленность бюджета, что может и дальше разогнать инфляцию и ослабить курс. Так, вице-премьер Розенко заявил, что после повышения минимальной заработной платы до 3723 грн. в начале года планируется ее дальнейшее увеличение до 4100 грн.

Правительство опубликовало стратегию управления госдолгом, которая предполагает, что предел объема государственного долга составит 1999 млрд грн. в 2018 году. В среднесрочной перспективе ожидается снижение госдолга до 60% ВВП с текущих 80%. Интересно, что максимальный размер гарантированного государством долга установлен на уровне 747,6 млрд грн., что в два раза больше, чем гарантированный долг по итогам прошлого года.

Столь резкое увеличение запланированного гарантированного долга может объясняться двумя причинами: возможными планами дальнейшей докапитализации банковской системы и курсовыми колебаниями. В банковской системе в настоящее время ведутся разговоры о докапитализации Ощадбанка, но с учетом недавнего вливания в объеме лишь 5,75 млрд грн., сам Ощадбанк не окажет существенного влияния на госдолг.

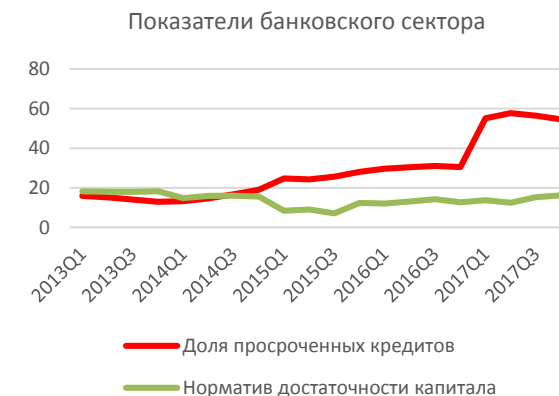
По итогам 2016 года практически все госгарантии включали курсовые колебания, и эта практика могла сохраниться и в 2017 году. В целом Украина наращивала долг в основном

Рис. У8 Потребление топлива снижается



Источник: Укрстат

Рис. У9 Запланированное увеличение гарантированного долга может отражать планы по расчистке банковского сектора



Источник: Нацбанк

за счет внешних заимствований, что привело к тому, что на сегодня около 70% долга номинировано в иностранной валюте. Соответственно, основной задачей политики управления госдолгом является постепенное замещение валютных заимствований гривневыми. Министр финансов Данилюк поспешил подчеркнуть, что увеличение гривневых заимствований, а также открытие рынка гривневых облигаций иностранным инвесторам не имеет целью заместить собой МВФ, так как страна все еще нуждается в уверенности инвесторов, которую и обеспечивает программа МВФ.

Долларизация на уровне государственных финансов привела к тому, что Кабмин разрешил размещать свободные бюджетные средства на депозитах в иностранной валюте. В целом это может стать определенной страховкой от колебания курса, к чему очень чувствительны госфинансы с учетом высокого уровня валютного долга. Однако в этом вопросе очень важно, как именно это размещение валютных средств будет имплементировано.

Во-первых, это должны быть аукционы с прозрачными критериями допуска. Во-вторых, в идеале это должны быть свопы, которые выплачивают лишь изменение курса и не влекут за собой покупку валюты на внутреннем рынке. И наконец, объемы «свободных» средств, которые можно размещать на таких депозитах, должны быть четко определены и привязаны к соответствующим расходам (например, по внешнему долгу или же по расходам, которые индексируются с инфляцией, которая чувствительна к курсу).

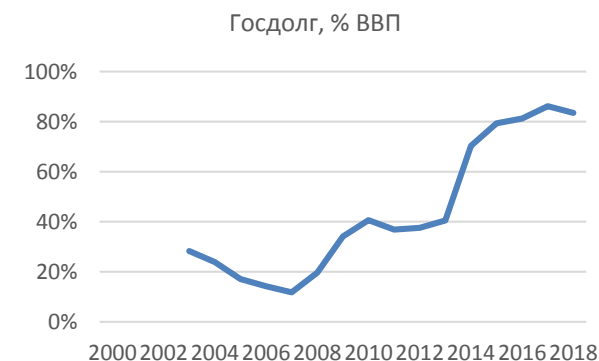
Какая бы причина ни стояла за намерением размещать свободные средства бюджета в валюте, оно говорит о направленности курса гривны, которую ожидают в Минфине – это курс на девальвацию.

Эпидемии

Начало 2018 года в Украине ознаменовалось кризисом здравоохранения, когда стали разворачиваться многочисленные эпидемии. Самой значительной была вспышка кори. Кроме того, в Николаеве число случаев гепатита А составило 100 человек.

Украина занимает незавидные позиции в рейтингах здравоохранения, и эпидемия кори стала следствием низкой иммунизации населения в последние годы или даже

Рис. У10 Объем госдолга Украины – на уровне развитых стран



Источник: МВФ

десятилетие. Видимо, состояние здравоохранения не улучшилось и после начала реформ, так как Украина собирает помощь для борьбы с эпидемией у всех партнеров. Так, Венгрия предоставит Украине 8 тыс. вакцин от кори в качестве гуманитарной помощи. Помимо этого, UNICEF предоставил Украине миллион вакцин от кори, краснухи и паротита.

Реформа здравоохранения в Украине начнется в этом году.

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Николай Кондрашов

Людмила Коновалова

Алексей Кузнецов

Валерий Миронов

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 2018 году