



# Special Report $\Phi$ 18/III

## Обзор Беларуси, Казахстана и Украины

*После спокойного начала года август 2018-го традиционно принес неприятные сюрпризы: волатильность на мировых рынках отразилась на валютах Беларуси, Казахстана и Украины. Ослабление курсов пока несет за собой в основном лишь некоторое ускорение инфляции.*

*Однако последствия ослабления курса могут оказаться немного более серьезными для Беларуси, где уже третий год наблюдается продажа наличной валюты населением. Ослабление рубля может обернуть эту тенденцию (которая и так стала угасать) и лишить платежный баланс большой подпитки.*

*По словам президента Беларуси, в стране «накопились проблемы», и для их решения произошла смена правительства. На повестке дня – переговоры с Россией о нефтепродуктах и кредитах.*

*Казахстан вернулся к устойчивому росту в 4% г/г. Продолжается расчистка банковской системы от плохих активов, которая набрала обороты в этом году. Способность банков принимать риски без отягощения старых плохих долгов будет поддерживать кредитование, что уже видно в росте ипотеки.*

*Украина пытается продолжать сотрудничество с МВФ, что, по мнению Нацбанка и правительства, крайне важно для экономики страны. Спорным вопросом остаются тарифы: ведь их повышение на 50% прямо перед выборами приравнивают к политическому самоубийству. Тем не менее власти внесли изменения в закон об Антикоррупционном суде в соответствии с рекомендациями кредиторов.*

### Содержание

Беларусь .....	2
Казахстан .....	7
Украина.....	13

## Беларусь

- Экономическая стабилизация в Беларуси носит противоречивый характер: рекордно низкая инфляция при рекордно высоком росте заработных плат и потребления.
- Президент сменил правительство, заявив о том, что накопились проблемы, которые необходимо решать. На повестке дня – отношения с Россией, госпредприятия и агрохолдинги, а также привлечение иностранного финансирования.
- Россия заняла более жесткую позицию по отношению к Беларуси и поддержке соседа. В связи с приближающимся завершением программы с ЕФСР, результат переговоров определит динамику отношений в последующие годы.
- На 2019–2020 гг. приходятся пиковые выплаты по внешнему долгу, превышающие 5% ВВП в год. Беларусь снова оценивает возможность выхода на китайские рынки. Также уже подписано соглашение о привлечении средств на российском рынке в российских рублях.

### Краткий обзор экономических данных

Рост ВВП в январе–августе составил 3,7% г/г, продолжив восстановление после кризисных 2015–2016 гг. Производительность труда прибавила 4,8% г/г, а промышленность – 7,1% г/г. Поддерживает промышленность производство машин и оборудования, что подтверждается ростом продаж автомобилей Geely белорусского производства.

Сильный рост наблюдается и в инвестициях: +11,3% г/г за январь–июль. Хотя введенные в эксплуатацию жилплощади снизились примерно на 10% г/г, это отражает снижение строительных работ во время 2015–2016 гг., сейчас же они растут на 5,3% г/г.

Инфляция составила 6,7% г/г в августе, замедлившись с 7,1% г/г в июне. Инфляция снижалась с конца 2014 г. и это стало рекордом для современной Беларуси. Однако рост доходов (реальные располагаемые доходы прибавили 7,6% г/г в первом полугодии) может снова разогреть рост цен.

**Рис. Б1 Экономика резко пошла вверх  
вслед за частным потреблением**



Источник: Белстат

**Рис. Б2 Подтянулись и инвестиции**



Источник: Белстат

### Перестановки в правительстве

В конце августа президент сменил как руководство правительства, так и министров. Вместо Андрея Кобякова премьером стал Александр Румас, возглавлявший Банк развития, а его заместителем стал бывший посол в России Игорь Петришенко. Перестановки в правительстве связывают с накопившимися вызовами в экономике, которые включают в себя госпредприятия, внешний долг, энергетический рынок и социальную сферу.

### Зарплаты и кредитование

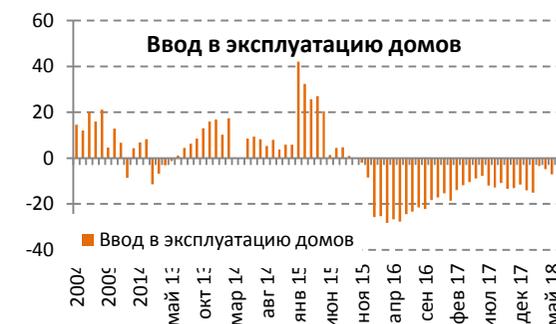
Одним из самых главных спорных моментов между Беларусью и такими международными кредиторами, как МВФ и Всемирный банк, является рост заработной платы. Зачастую в Беларуси он опережал рост производительности труда, что приводило к дополнительному давлению на платежный баланс, помимо растущих выплат по внешнему долгу. Причем доля внешнего госдолга составляет 75%, а с учетом внутреннего валютного долга давление на платежный баланс оказывает чуть ли не 90% государственных заимствований.

Интересной на этом фоне стала новость о том (исследование ВШЭ), что покупательная способность белорусских зарплат превысила российскую. Расчет производился умножением средней заработной платы на курс по паритету покупательной способности. Это в очередной раз указывает на то, что в Беларуси уровень цен ниже, а зарплаты держатся на высоком уровне.

Правительство, тем не менее, не отступает от цели привести среднюю зарплату к уровню 1000 рублей. Пока лишь 25% работников получают больше одной тысячи в месяц. Однако уже разработаны планы повышения зарплат на госпредприятиях, которые платят значительно меньше. Кроме того, пенсии были повышены на 10%, а другие социальные выплаты – на 5%.

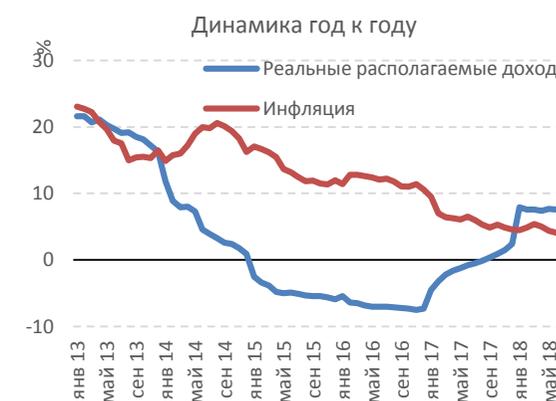
Увеличение доходов населения подпитывает кредитование. Увеличение объема выданных потребительских кредитов на 50% г/г привело к тому, что Нацбанк ввел ограничения на отношение стоимости обслуживания долга к доходу заемщика. Тем не менее банки ожидают продолжение роста кредитования: ведь потребительский долг пока составляет лишь 3–4% ВВП.

**Рис. Б3 Восстановление строительства пока запаздывает, несмотря на рост субсидированного жилья**



Источник: Белстат

**Рис. Б4 Реальные располагаемые доходы перешли к росту**



Источник: Белстат

## Отношения с Россией

10 августа Беларусь потрясла новость о том, что Россия больше не будет предоставлять кредиты и поставлять беспошлинные нефтепродукты с четвертого квартала этого года. Вскоре после опубликования этого заявления российская сторона его опровергла. Однако впоследствии со стороны России последовали другие высказывания, которые указывают на то, что отношения стран входят в новую фазу.

Директор Департамента налоговой и бюджетной политики российского Минфина Алексей Сазанов отметил, что компенсации по нефти должны стать более прозрачными. Из-за налогового маневра стоимость нефти для Беларуси увеличится, и если Беларусь получит компенсацию, то это будет перевод определенной суммы, а не расчеты по таможенным пошлинам. Он также оценил потери России от поставки нефтепродуктов (не нефти) в Беларусь в размере около 200 млн долл.

Далее, в начале сентября посол России в Беларуси Александр Суриков, завершающий свою дипломатическую миссию, высказался о том, что продажа газовых сетей Газпрому снизила бы стоимость услуг для конечных потребителей, ссылаясь на начисление НДС при покупке газа «Белтопгазом». Начнутся ли эти переговоры и согласится ли Беларусь продать инфраструктуру, как в 2011 г. были проданы 50% акций Белтрансгаза Газпрому?

31 августа, назначая нового министра финансов Максима Ермоловича, президент отметил, что «накопилось много вопросов, они касаются в том числе и сотрудничества с Россией». Президент также отметил, что на мировых рынках капитала есть ликвидность, и желание ее занять может объяснять назначение министром человека, известного как сторонника рыночных реформ. С середины августа Беларусь и Россия ведут переговоры о предоставлении кредита в 1 млрд долл. для рефинансирования внешних обязательств – предоставление этого кредита является критическим для Беларуси.

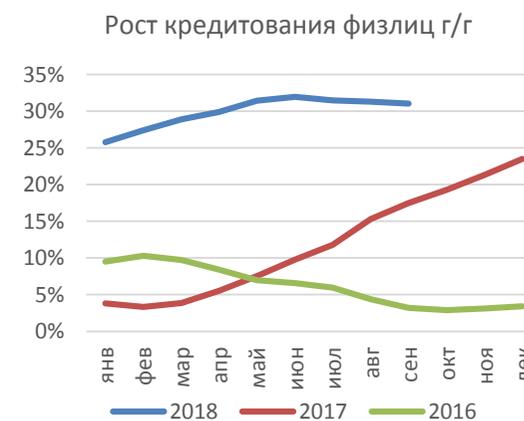
Комментарии о том, что накопились вопросы в отношениях с Россией, а также прозвучавшие заявления российской стороны говорят о том, что с Беларусью может быть заключен новый контракт. Причиной этому в основном служит налоговый маневр и завершение программы Евразийского фонда стабилизации и развития. Соответственно,

**Рис. Б5 Задача по достижению средней зарплаты в 1000 руб. была почти выполнена, и власти продолжают над ней работать**



Источник: Белстат

**Рис. Б6 Нацбанк озабочен кредитованием физлиц**



Источник: Нацбанк

новые кредиты и средства будут предоставляться по обновленным условиям и, вероятно, менее щедрым по отношению к Беларуси.

### Финансирование платежного баланса

Беларусь в ближайшие годы будет находиться в непростой ситуации, когда необходимо будет выплачивать по валютным государственным долгам около 7% ВВП. Каждый год будет подниматься вопрос о финансировании этих выплат и о рефинансировании части обязательств.

Традиционно Беларусь может рассчитывать на Россию, Китай или МВФ – именно в таком порядке. Министр финансов М. Ермолович отметил, что планируется привлечь 2 млрд долл от размещения на локальных рынках и России, и Китая. Минфин подписал соглашение с рядом банков о размещении на Московской бирже облигаций в российских рублях в 2018 и 2019 гг. Объемы, ожидаемые от выхода на китайский рынок, пока оцениваются в 500 млн долл.

Интересно, что экс-министр финансов Василий Матюшевский заявлял о планах рефинансировать 50% госдолга, а текущий министр озвучил цифру в 75%. В любом случае Беларуси выгодно размещать долгосрочный долг, чтобы сгладить пиковые погашения по нему.

С точки зрения платежного баланса, Беларусь лишается сильной подпитки со стороны населения, которое в последние два года продавало 2 млрд долл. наличными на чистой основе. За первые семь месяцев этого года население продало на 920 млн долл. больше, чем купило – это ниже, чем 1250 млн долл. за семь месяцев прошлого года. После августовского ослабления валюты население и вовсе могло стать чистым покупателем.

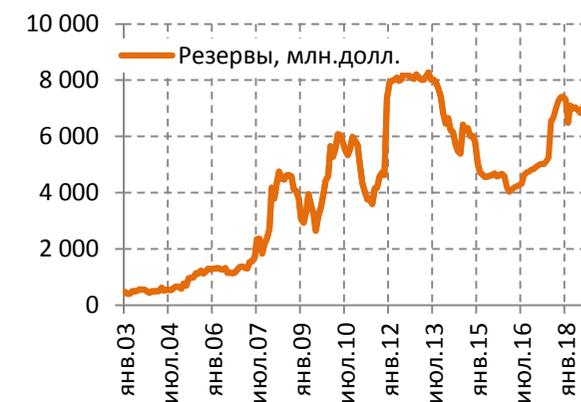
Валютные резервы Беларуси уже год держатся на уровне около 7 млрд долл. Интересно, что в июле правительство и Нацбанк выплатили по валютным обязательствам 450 млн долл., но при этом привлечение валютных облигаций Нацбанком и Минфином за июль-август составило около 110 млн долл. Таким образом, для поддержания резервов Нацбанк закупает валюту на внутреннем рынке.

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



Источник: Нацбанк

**Рис. Б8** Резервы пока стабильны



Источник: Нацбанк

Нацбанк планирует запретить размещение внутренних валютных облигаций корпоративному и банковскому сектору. Причина запрета заключается в попытках предотвратить банкротство предприятий и потери населения, одолживших им средства, в случае резкой девальвации на рынке. Для населения возможность вложить валюту под 6–8% годовых выглядела привлекательной по сравнению с валютными депозитами в банках, предлагающими 1–2%. Право заимствовать в валюте, однако, останется у государства, и ставки по облигациям составляют около 4–6%.

### Валютный рынок

В июле Национальный банк опубликовал постановление о либерализации валютного рынка, которое заключается в отмене обязательной продажи валюты экспортерами. Решение было продиктовано Евразийским фондом стабилизации и развития и явилось необходимым условием продолжения кредитования Беларуси.

Обязательная продажа валюты обеспечивает приток в 250 млн долл. в месяц, или около 15% предложения валюты предприятиями. В течение января-сентября прошлого года норма по продаже валюты была в два раза выше и составляла 20%, но общая продажа валюты была ниже по сравнению с текущим годом. В целом требование по продаже валюты не влияет на платежный баланс, а лишь обеспечивает определенный уровень предложения на рынке.

Для получения шестого транша ЕФСР Беларуси необходимо поддерживать резервы на уровне не менее 5,2 млрд долл., а также следовать «безусловному» выполнению Стратегии управления госдолгом. Стратегия включает в себя поддержание уровня госдолга к ВВП на уровне 45% и привлечение прочих займов в объеме не более 75% потребности в рефинансировании долга (объемы сверх этого должны быть зачислены в резервы). ЗВР в Беларуси составляют 7 млрд долл., а уровень госдолга оценивается либо в 50% ВВП, если принимать во внимание госгарантии, либо 39% (увеличившись с 36% с начала года) по официальной методике.

**Рис. Б9 Минфин снижает заимствования в валюте на внутреннем рынке**



Источник: Минфин

## Казахстан

- Казахстан вернулся к уже привычным темпам роста в 4% г/г, в основном благодаря восстановлению цен на нефть.
- Расчистка балансов банков от плохих долгов означает, что банки могут вернуться к кредитованию. Однако при двузначном росте потребительского кредитования и ипотеки, рост доходов близок к нулю. Это означает, что рост кредитования может вскоре замедлиться, несмотря на то, что потребление имеет большой потенциал роста.
- После того как во втором квартале лицензии на прием депозитов лишились еще три банка: Эксимбанк, банк Астаны и Qazaq банк, в третьем квартале банковскую лицензию потеряли Эксимбанк и Qazaq банк. Нацбанк в основном полагается на состояние ликвидности при выявлении проблемных банков.

### Краткий обзор экономических данных

Экономический рост Казахстана остается стабильным: по итогам как первого квартала, так и первого полугодия ВВП прибавил 4,1% г/г после роста на 4% в прошлом году. По прогнозу Министерства экономики, в 2019 г. рост ВВП останется на прежнем уровне и составит 3,9%.

Добывающая промышленность замедлилась до +1,9% г/г в августе из-за снижения добычи нефти на 0,2% г/г, а обрабатывающая промышленность прибавила 3,8% г/г. В целом за январь–август промышленность выросла на 4,7% г/г.

Ввод в эксплуатацию зданий увеличился на 9% г/г за январь–июль, а объем строительных работ – на 1,4%. Инвестиции в основной капитал увеличились сильнее: +24% г/г за январь–июль.

Уровень жизни населения не растет быстрыми темпами. Реальные денежные доходы за январь–июль увеличились на 0,7% г/г, а реальная зарплата выросла на 2,2% г/г во втором квартале. Правительство планирует снижение налоговой нагрузки в 10 раз для

Рис. К1 Восстановление цен на нефть поддерживает ВВП



Источник: Казстат, IEA

Рис. К2 Инфляция держится в целевом коридоре Нацбанка в 5–7%, но омжет ускориться к концу года



Источник: Казстат

работников, получающих низкую зарплату. Ожидается, что это будет эквивалентно 29 млрд тенге «дополнительной зарплаты», что окажет небольшую поддержку располагаемым доходам.

Инфляция продолжает оставаться в целевом диапазоне, составив 6% г/г в августе. Однако ослабление тенге выльется в дополнительный рост цен.

### Рынок нефти

В третьем квартале нефть торговалась на уровне около 75 долл./барр. Самой низкой неделей стала середина августа, когда котировки снизились до 68 долл., а самой высокой – середина сентября, 80 долл.

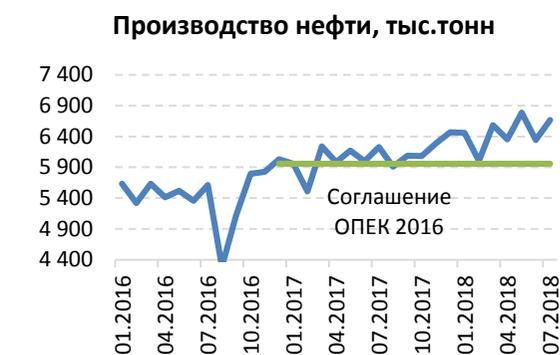
Нефтью двигали падение добычи в Иране и Венесуэле, мировые риски и данные по запасам. Вниз тянули нефть события в Турции, которые, как многие опасались, могли вылиться в полномасштабный кризис развивающихся экономик. Неопределенности добавляла и «торговая война» между США и Китаем, которая тоже может пошатнуть мировую торговлю. В итоге силы, толкающие нефть вверх, оказались сильнее. Иранские санкции ограничили предложение нефти на рынке. Кризис в Венесуэле также подорвал объемы добычи. На фоне растущих котировок Саудовская Аравия возобновила переговоры со странами ОПЕК+ о наращивании добычи на 1 млн барр. в день.

Казахстан продолжает ожидать увеличение добычи собственной нефти. Так, предполагается, что по результатам нового проекта добыча на Карачаганаке увеличится на 10 млн тонн жидких углеводородов в год, или на 10–15% текущих годовых объемов добычи во всем Казахстане. На протяжении 2017–2018 гг. производство нефти росло в среднем на 9% г/г.

### Ослабление тенге

9 августа тенге испытал резкое ослабление с 351 до 355 тенге за долл. 13 августа валюта просела еще на 2% и продолжила ослабляться, достигнув 12 сентября 380 тенге/долл. На конец сентября ситуация стабилизировалась, и тенге стал торговаться чуть выше 355.

Рис. К3 Казахстан наращивает производство нефти



Источник: Казстат

Изначальный скачок совпал с ситуацией вокруг российского рубля, вызванной санкциями. По мнению министра экономики Сулейменова, сложившийся курс тенге является ниже равновесного – это означает, что при стабилизации в России тенге может восстановиться.

И 9, и 13 августа Нацбанк заявлял о готовности проводить интервенции для поддержки валюты. Регулятор признал, что движение тенге было вызвано рублем, и следовательно, без стабилизации на российском рынке тенге вряд ли восстановится. На заседании 3 сентября, однако, Нацбанк решил не поднимать ставку, опасаясь за экономический рост. Все внимание оставалось прикованным к Центральному банку России, который 14 сентября поднял ставку на 25 б.п., и рынки приняли это решение с успокоением.

Ослабление тенге произошло после долгого периода восстановления экономики от нефтяных шоков 2014–2016 гг. Рост экономики поднялся до 4%, инфляция замедлилась до 6% г/г, население не скупало в панике валюту. Однако текущая ситуация может ослабить восстановительную динамику: возможное снижение цен на нефть и металлы из-за «торговых войн» потянет вниз не только экспортные поступления, но и инвестиции. В дополнение к этому ставки на американском рынке стали повышаться на фоне ожиданий действий ФРС после сильных результатов по росту ВВП и заработных плат. Действительно, по данным Нацбанка, Казахстан испытал отток портфельных инвестиций нерезидентов уже в июле. Принимая во внимание эти риски, Нацбанк уделяет большее внимание экономическому росту.

Потеря тенге почти 10% выльется в ускорение инфляции. В более ранних заявлениях Нацбанк отмечал, что процессы, приводящие к замедлению инфляции, будут сильнее, чем те, что подталкивают ее вверх. Впоследствии Нацбанк все-таки отметил, что ожидает ускорение инфляции в 2019–2020 гг. Вероятно, слова Нацбанка можно интерпретировать как желание продолжать мягкую политику. Мининистерство экономики, однако, ожидает ускорение инфляции с текущих 6 до 6,7% г/г уже в этом году.

Рис. К4 Население тратит больше



Источник: Казстат

Рис. К5 Рост промышленности стабилизировался



Источник: Казстат

## Внутреннее потребление

Сильными драйверами экономического роста в Казахстане на данный момент являются розничная торговля (+6,5% г/г за январь–август) и ипотека. Особенно стремительно увеличиваются продажи автомобилей, которые достигли роста в 32% г/г, причем их производство прибавило 65% г/г за январь–август. Введение в эксплуатацию зданий растет на 9% в год. Жители Казахстана с охотой берут ипотеку: объем выданных кредитов вырос почти на 20% г/г, до 1,2 трлн. тенге (4 млрд долл.).

Благодаря чему наблюдается подобный рост? Мы видим три основных фактора: оздоровление банков, восстановительный и догоняющий рост, а также господдержка.

Как мы отметили ранее, банки Казахстана, кажется, наконец стали освобождаться от груза плохих долгов, который висел на балансе с кризиса 2008 г. Вместе с этим повышается и способность принимать новые риски. И хотя рост кредитования замедлился по сравнению с 2017 г., в номинальных тенге прирост новых кредитов остался на прошлогоднем уровне.

Вторым важным фактором стал восстановительный рост после низких нефтяных цен. После того как баррель нефти упал ниже 30 долл. в феврале 2016 г., потребовалось больше года для восстановления, чтобы появилось чувство стабильности. Весь 2018 год прошел без потрясений для нефти. Вместе с ней стабильностью радовал и тенге (до недавнего времени), что позволило населению потратить деньги на себя.

У роста потребления также есть догоняющий аспект. Так, по числу личных автомобилей на душу населения Казахстан отстает от России: 215 против 288 автомобилей на 1000 человек. В Беларуси этот показатель ещё выше – 300 машин.

В целом у Казахстана есть большой потребительский потенциал, который может быть поддержан банковским сектором. Этот потенциал также сглаживает экономические шоки при девальвации, так как для многих семей лучшим решением является покупка товара длительного пользования, чем конвертация сбережений в доллары.

Господдержка, при этом, лучше работает на уровне банков. Прошедшая ранее поддержка банков, а также предоставление займов ЕНПФ масштабнее по объему, чем программы

**Рис. К6** Расчистка банковского сектора не привела к отзыву депозитов



Источник: Нацбанк

**Рис. К7** Кредитование физических лиц набирает обороты



Источник: Нацбанк

ипотеки «7-20-25» или льготные кредиты на автомобили. Так, программа льготного автокредитования рассчитана на 20 лет и по ней продается порядка 5% автомобилей. По программе ипотеки «7-20-25» выставлены достаточно жесткие условия, такие, как отсутствие жилья во владении и максимальная стоимость приобретаемой квартиры.

Однако тревожным является разрыв между потреблением и ростом доходов. Без увеличения зарплат текущий рост кредитования может снизиться.

### Банковский сектор

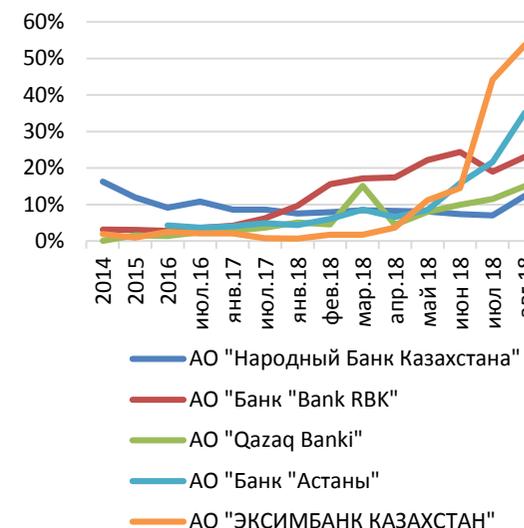
Во втором квартале текущего года лицензии на прием депозитов были приостановлены для трех банков: Qazaq, Эксим и Банка Астаны. В конце августа Эксимбанк и Qazaq банк все-таки лишились банковской лицензии, хотя еще в начале августа регулятор лишь продлил приостановку лицензии на прием новых депозитов до конца сентября.

Ограничение приема новых депозитов стало уже проверенной тактикой Нацбанка в расчистке банковской системы. После этого первого шага начинаются переговоры с акционерами и рассматриваются сценарии выхода банков из кризисного положения.

Ранее переговоры с банками были направлены на то, чтобы оценить целесообразность предоставления господдержки. Нацбанк заявлял о том, что по программе повышения финансовой устойчивости, по крайней мере, треть требуемых средств должна предоставляться акционерами, а оставшиеся две трети может дать правительство. Однако в конце апреля было объявлено о сворачивании программы, и соответственно, банкам остается полагаться лишь на обычное финансирование от Нацбанка.

На данный момент действующей остается программа поддержки банков через покупку облигаций Пенсионным фондом. Всего по программе планируется предоставить 200 млрд тенге банкам с размером собственного капитала не менее 60 млрд тенге, или 12 банкам. Эта программа уступает 500 млрд, запланированным по программе оздоровления, но при этом является отражением того, что у правительства нет желания поддерживать банки в предбанкротном состоянии. Центркредит стал первым банком, получившим средства, а ставка составила 12%.

Рис. К8 Доля кредитов с просрочкой более 90 дней: проблемные банки и Народный банк



Источник: Нацбанк

20 августа Нацбанк отказал в предоставлении экстренной ликвидности в размере 100 млрд тенге Банку Астаны. Отказ объяснялся тем, что средства по данной программе Нацбанк может выделять лишь жизнеспособным банкам. По текущим правилам регулятора, подключиться к спасению банка Нацбанк сможет лишь после существенной докапитализации со стороны акционеров.

Спустя неделю после отказа в поддержке Банка Астаны Нацбанк лишил банковских лицензий другие проблемные банки: Qazaq и Эксимбанк. В обоих случаях акционеры решили не вливать средства для оздоровления финансовых институтов.

В целом с начала 2016 г. количество банков снизилось с 35 до 30. Нацбанк проводит программу оздоровления финансового сектора, направленную на повышение качества активов и устойчивости банков. По сути, это самая масштабная операция после кризиса 2008–2009 года, который привел к существенному росту просроченной задолженности на балансах банков.

В основном регулятор опирается на показатель текущей ликвидности, который зачастую страдает у проблемных банков. Коэффициент рассчитывает отношение высоколиквидных активов к обязательствам до востребования, и эта доля не должна быть ниже 30%. Плохое обслуживание кредитов, выданных этими банками, приводило к нехватке ликвидности.

Повышение уровня достаточности капитала для здоровых банков позволило им списать часть неработающих займов. По оценке Нацбанка, в первом квартале банки списали 690 млрд тенге плохих займов. Следовательно, это отразилось на объемах займов населению и предприятиям. Так, несмотря на то что объемы выданных займов в этом году росли примерно на 25% г/г, списания привели к тому, что общие балансы изменились лишь на +1% г/г. Большая часть списаний пришлась на корпоративный сектор, в котором как раз была сосредоточена проблемная задолженность.

Рис. К9 Низкий коэффициент ликвидности у проблемных банков

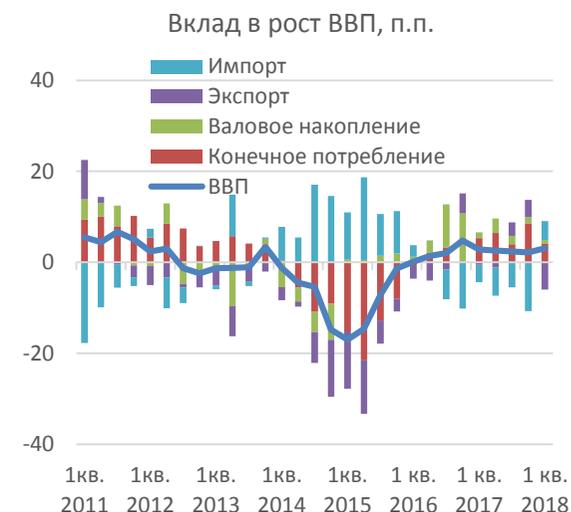


Источник: Нацбанк

## Украина

- Основным драйвером роста остается спрос населения при двузначном росте реальных зарплат. Поддержку реальным доходам также оказывает инфляция, которая замедляется с начала года в отсутствие индексации тарифов.
- Продолжаются судебные тяжбы между Газпромом и Нафтогазом. Нафтогаз пытается добиться ареста имущества Газпрома, а Газпром подает апелляции на взыскание штрафа. Следующий год будет последним годом контракта, заключенного в 2009 г. После этого ожидается, что Нафтогаз, наконец, произведет разделение компании по функциям.
- Продолжатся ли реформы в следующем году – покажут выборы. Пока в лидерах Юлия Тимошенко, выступающая против поднятия тарифов (а тарифы являются одним из главных требований МВФ).

Рис. У1 Внутренний спрос поддерживает ВВП



Источник: Укрстат

### Краткий обзор экономических данных

Экономика Украины продолжает показывать рост. Оценка ВВП за первый квартал составляет +3,1% г/г и, по данным за второй квартал, рост также оставался сильным. Так, рост промышленного производства за январь–июль составил 2,6% г/г. Розничная торговля растет несколько более высокими темпами: +6% г/г за тот же период. Строительство прибавило 6,3% в январе–июле, восстановившись после -0,3% г/г в первом квартале. Согласно базовому прогнозу правительства, рост ВВП в следующем году составит 3% после 3,2% в этом.

Рост реальной заработной платы продолжает держаться на уровне 15% г/г. Несмотря на рост потребления, инфляция замедлилась с 14% в начале года до 8,9% г/г в августе. Замедление инфляции связано с паузой в росте тарифов: начав год с инфляции стоимости услуг ЖКХ почти в 11% г/г, по итогам августа рост составил 4,8% г/г.

По данным Государственной миграционной службы, 3,2 млн украинцев работают за границей. Однако из-за введения безвизового режима данные могут быть неточными.

## Нафтогаз и Газпром

Широко освещавшаяся в начале года стала победа Нафтогаза по разбирательствам в Стокгольмском арбитражном суде. Согласно решению суда, Газпром должен был выплатить Украине 2,6 млрд долл. Эта сумма складывалась из обязательств Газпрома в размере 4,7 млрд долл. и штрафа в 2,1 млрд долл., наложенного на Нафтогаз.

Однако в начале июня Газпром подал апелляцию, и в Швеции было вынесено решение о приостановке взыскания активов на территории Швеции, что также ограничивает украинскую сторону в попытках продать на аукционах другое зарубежное имущество Газпрома. Действия Газпрома были мотивированы в том числе тем, что Нафтогаз в конце мая попытался наложить арест на имущество в Швейцарии, Голландии и Великобритании.

Тем не менее Нафтогаз не сдается в попытках получить причитающуюся ему сумму. По словам Нафтогаза, имущество Газпрома все еще арестовано, но реализовать его не получается из-за продолжающегося процесса апелляции. В начале сентября по решению Амстердамского окружного суда аресту подверглись акции Голубого потока, принадлежащие Газпрому. Нафтогаз также надеется получить положительное решение в вопросе пересмотра тарифов на транзит с 2013 г. (стоимость иска составляет 12 млрд долл.).

Разбирательства с Газпромом также сдерживают программу разделения функций Нафтогаза. Так, Стокгольмский суд запретил вносить изменения в контракт по транзиту газа без согласия Газпрома. Это означает, что Нафтогаз не может передать исполнение договора Магистральным газопроводам Украины.

Так как десятилетний контракт на транзит газа истекает в конце 2019 г., газопровод может отделиться от Нафтогаза лишь в 2020 г. К тому времени команда Нафтогаза может сильно измениться, так как контракт председателя правления Андрея Коболева рассчитан до марта 2019 г., что увеличивает неопределенность.

Анализируя процесс реформ в Украине, видно, что в отличие от тарифов, вопрос реструктуризации Нафтогаза был менее приоритетным. Когда МВФ начал работать с

**Рис. У2** **Металлургическая промышленность больше не в минусе**



Источник: Укрстат

**Рис. У3** **Возможное повышение тарифов подтолкнет инфляцию вверх**



Источник: Укрстат

правительством, дефицит Нафтогаза составлял 1–2% ВВП, валюту компания закупала напрямую из резервов, а долги перед Россией лишь накапливались. Соответственно, приоритетом стало повышение тарифов, что правительство и сделало в первую очередь. Население перенесло удар по личному бюджету благодаря как адресным субсидиям, так и общему уровню поддержки реформ.

### Требования по реформам, связанным с Нафтогазом (документы МВФ)

Апрель 2014 г.:

- модернизировать и реструктурировать, снизить дефицит Нафтогаза;
- к 2018 г. снизить до нуля убытки Нафтогаза повышением тарифов и снижением издержек;
- запустить процесс реструктуризации Нафтогаза при поддержке Всемирного банка.

Август 2014 г.: рабочая группа, состоящая из Европейской Комиссии и Всемирного банка, начала анализ «анбандлинга» Нафтогаза.

Февраль 2015 г.:

- указан новый срок для покрытия издержек выручкой – апрель 2017 г.;
- МВФ требует от правительства план по реструктуризации Нафтогаза.

Сентябрь 2016 г.: обсуждаются различные варианты разделения функций.

Апрель 2017 г.: МВФ отмечает медленный прогресс в реструктуризации Нафтогаза.

Промедление с анбандлингом Нафтогаза объясняется тем, что большая часть стоимости компании сконцентрирована в транзитном бизнесе. Таким образом, после анбандлинга приватизировать, в первую очередь, удастся транзитную часть, которая на данный момент снабжает бюджет дивидендами, а менеджеров – премиями. Однако в связи со строительством второй нити Северного потока, объемы транзита через Украину могут существенно снизиться, что, в свою очередь, отразится на стоимости компании. Стоит

Рис. У4 Рост доходов приводит к спросу



Источник: Укрстат

Рис. У5 Будет ли танш МВФ? Последний раз Украина получила средства Фонда в начале 2017 года



Источник: МВФ

отметить, что в структуре издержек большую долю занимают фиксированные, и если транзит упадет в 8 раз, то стоимость бизнеса может снизиться более чем в 8 раз. Недавняя оценка стоимости Укртрансгаза составила 328 млрд грн. Даже правительство Украины признало, что для России нецелесообразно транспортировать 10 млрд м<sup>3</sup> в год, и лишь при 40 млрд м<sup>3</sup> в год Нафтогаз начинает конкурировать с Северным потоком.

Промедление с реструктуризацией Нафтогаза может объясняться и нежеланием правительства и/или компании, и нехваткой ресурсов в связи с грядущими выборами, а может, ставкой на то, что Северный поток-2 не будет завершен и, соответственно, стоимость компании будет высокой. Рисками для СП-2 являются возможные американские санкции и позиции определенных стран ЕС. Первый риск (санкций США) является наиболее высоким, так как американская сторона против строительства СП-2, что объясняется желанием нарастить экспорт сжиженного природного газа в Европу. С другой стороны, если правительство лишится Нафтогаза в его текущем виде, поддержка реформ усилится.

### Торговые войны

Мировая экономика готовится к торговым войнам, которые объявил президент США Дональд Трамп с заявленной целью снизить импортозависимость Америки. Были объявлены тарифы, общая стоимость которых составляет десятки миллиардов долларов. Одним из самых больших пунктов программы импортных тарифов является сталь, ввиду подозрений в демпинге, главным образом, со стороны Китая. Падающие цены на сталь приводили к снижению благосостояния целых регионов.

Введение 25%-ного тарифа на импорт стали коснулось Европейского союза. В свою очередь, под давлением европейских сталеваров, ЕС решил ввести квоты на импорт из США 28 видов продукции. В случае превышения квот поставщики будут облагаться 25%-ной пошлиной.

По данным UNCTAD за 2017 год, чуть более трети украинского экспорта стали и железа было направлено в Европейский союз (стоимостью 3,4 млрд долл.), а в США – лишь 600 млн долл. ЕС в США экспортировали железа и стали на сумму 7,1 млрд долл. при общем импорте Штатами 38,8 млрд долл.

Рис. У6 Резервы стабилизировались



Источник: Нацбанк

Рис. У7 Задолженность предприятий перед Нафтогазом перешла к сезонному снижению



Источник: Нафтогаз

Таким образом, экспорт железа и стали из Украины в ЕС составляет около половины европейского экспорта в США. Ограничив украинский экспорт, страны в ЕС смогут смягчить последствия снижения экспорта в США. Украина же продолжит оспаривать решение ЕС, поскольку стороны подписали соглашения об ассоциации.

Однако даже если решение ЕС удастся смягчить, турбулентность на мировых рынках может лишить Украину части стального экспорта, и потери могут составить около миллиарда долларов (предполагая 10%-ный удар по ценам). Ухудшение платежного баланса в связи с торговыми войнами будет дополнительным давлением на гривну.

## Реформы

### Государственный сектор

Когда Украина начала процесс реформ, многие сравнивали ситуацию с Грузией. В 2000-е годы Грузии удалось реформироваться и улучшить свои рейтинги в Doing Business и индексах восприятия коррупции. Важную роль в реформах сыграло сокращение бюрократического аппарата. Так, число работников полиции и карательных органов сократилось более, чем в два раза. Похожие меры были приняты для муниципальных органов власти и центрального банка. Во многих других инстанциях проводилась переквалификация и замена персонала. Особое внимание уделялось удержанию сотрудников на рабочем месте, например, используя современные управленческие практики.

В Украине реформы проводились с целью достичь похожих результатов. Однако по словам председателя Высшей квалификационной комиссии судей, за последние три года число судей снизилось на треть, или на 3 тысячи, и не восстановилось. Из них полторы тысячи уволились еще в 2016 г., когда было введено первичное квалификационное оценивание, а также обязательное декларирование доходов. Таким образом, после увольнений оказалось не так просто найти квалифицированные и мотивированные кадры. Мотивация также могла быть ослаблена перестановками министров или уходом иностранных директоров из совета Нафтогаза, которые сопровождались негативными заявлениями о состоянии реформ.

**Рис. У8 Украина может лишиться транзита газа из-за строительства Северного Потока-2**



Источник: Укртрансгаз

**Рис. У9 Украине требуется привлечь зарубежных инвесторов для рефинансирования долга**



Источник: Нацбанк

Кроме того, зарплаты государственных служащих длительное время держались на низком уровне, и следовательно, привлекательность этой профессии не высока как для профессионалов, так и для выпускников. Также были опубликованы новости о том, что на 39 позиций нового Антикоррупционного суда претендует лишь 6 человек. То есть мало претендентов на разбор громких публичных дел. Таким образом, реформы госсектора начались, как и планировалось, но теперь упираются в нехватку персонала.

### *Антикоррупционный суд*

Одним из главных требований реформ МВФ стало создание Антикоррупционного суда. Принятая ранее редакция закона не соответствовала требованиям кредиторов, так как предполагала проведение апелляций в неспециализированных судах. (Отбор судей в Высший антикоррупционный суд проводится под более жесткой процедурой рассмотрения Высшей квалификационной комиссией судей и Общественным советом международных экспертов.)

2 августа президент Порошенко подписал закон о внесении изменений в закон об Антикоррупционном суде. МВФ, после анализа, поддержал правки в новую редакцию закона. Это позволило возобновить переговоры о предоставлении очередного транша (в 1–2 млрд долл.).

### *Тарифы*

Правительство продолжает противиться повышению тарифов для населения. С первого сентября спецобязательства Нафтогаза по поставкам топлива для бытовых потребителей были продлены еще на месяц – до октября, хотя их отмена должна была произойти еще весной.

Выравнивание цены газа для населения и промышленных потребителей означает ее увеличение на 50%. Текущая власть противится столь резкому увеличению тарифов, особенно перед выборами следующего года. Премьер Гройсман попытается убедить МВФ принять индексацию тарифов на 23% с 1 октября текущего года.

### *Привлечение финансирования*

Несмотря на смешанный прогресс с реформами, Украина продолжает привлекать кредиты от международных кредиторов. Так, в июле было достигнуто соглашение о кредите в 1 млрд долл. по программе макрофинансовой помощи ЕС.

С 6 по 19 сентября в Киеве работала миссия МВФ. На повестке дня стоял вопрос о финансовой помощи, однако стороны не смогли достичь соглашения по программе stand-by. Самым спорным вопросом остаются тарифы для населения, но также МВФ хочет посмотреть на проект закона о бюджете на следующий год. Соглашение с МВФ (если оно будет достигнуто) о новом транше откроет возможность привлечь гарантии Всемирного банка стоимостью в 650 млн долл., что позволит занять около 800 млн долл. на международных рынках капитала.

Финансирование МВФ пока еще необходимо для экономики и, по мнению Нацбанка, неполучение транша и сворачивание программы поставит серьезные вызовы перед экономикой. Без помощи МВФ финансирование придется привлекать на рыночных условиях, а рынки были готовы одалживать средства в основном именно по причине продолжения кредитования со стороны МВФ.

24 августа Минфин опубликовал сообщение о том, что Украина заняла 725 млн долл. у частных инвесторов для покрытия краткосрочной потребностей в ликвидности. Однако срок погашений облигаций – 2019 год. Короткий срок облигаций может говорить как о возросших рисках для страны, так и о высокой вероятности получения средств МВФ (в этом случае Украина не нуждается в дорогом долгосрочном финансировании).

Также Украине удалось добиться рассмотрения в суде статуса «долга Януковича», или 3 млрд долл. межправительственного кредита от России, выданного в конце 2013 г. Суд Англии обещает рассмотреть «политическую» сторону вопроса. В конце 2015 г. этот долг стал рассматриваться МВФ в качестве официального.

## Выборы

Через 6 месяцев в Украине пройдут выборы президента, а еще через полгода – в парламент. Уровень поддержки текущей власти колеблется около 10%. Юлия Тимошенко, начав с поддержки примерно в 10%, сейчас зафиксировала уровень одобрения в 18% по результатам опросов Фонда «Демократические инициативы» и Центра Разумкова, и 13% – по данным SOCIS. Тимошенко выступает против повышения тарифов для населения, что обеспечивает ей поддержку, но также означает неопределенность в будущем сотрудничестве с МВФ.

В августе Центральная избирательная комиссия не назначила даты проведения выборов в Объединенных территориальных общинах, заявив о приостановке выборов, назначенных на октябрь. При этом ЦИК ссылается на правовую путаницу в вопросах о местных референдумах. Премьер-министр Гройсман и международные представители призвали ЦИК возобновить выборы в рамках оговоренной реформы по децентрализации. Промедление с выборами затронет 1 млн человек.

Неразбериха с местными выборами посылает плохой сигнал избирателям. Кроме того, Верховный суд запретил переселенцам голосовать на местных выборах, причем по опросам больше половины не намерены возвращаться в места, из которых они уехали. Все же 10 сентября, наконец, было опубликовано заявление о том, что переселенцы смогут голосовать на президентских и парламентских выборах в 2019 г. – а это 1,5 млн человек.

Рис. У10 Население не проявляет энтузиазма в выборе кандидатов



Источник: SOCIS

**Команда «Центра развития»**

Дарья Авдеева  
Наталья Акиндинова  
Елена Балашова  
Николай Кондрашов  
Людмила Коновалова  
Алексей Кузнецов  
Валерий Миронов  
Светлана Мисихина  
Анжела Назарова  
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](mailto:info@dcenter.ru), <http://www.dcenter.ru>.

**НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»:** тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: [hse@hse.ru](mailto: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