



Special Report Φ 18/II

Обзор Беларуси, Казахстана и Украины

В первом полугодии 2018 года в экономиках Беларуси, Казахстана и Украины продолжил наблюдаться сильный экономический рост. Кроме того, во всех странах рост ускорился, чему поспособствовало увеличение цен на сырье, а также госпрограммы.

Правительство Беларуси до сих пор пытается достичь цели по средней заработной плате в 1000 руб. в месяц. Для этого усилия будут сосредоточены на предприятиях, где сотрудникам платят в среднем 300–400 руб., что окажет дополнительное давление на финансы государственных организаций. Однако статистика показывает, что госпредприятия крайне редко ликвидируются по результатам банкротства.

Экономика Казахстана испытывает оживление, ведь цены на нефть значительно превысили плановые показатели. С намерением производить больше нефти правительство также готово больше тратить из бюджета на социальные цели. Нацбанк, тем временем, продолжает программу повышения финансовой стабильности, а также лишает лицензий банки, которые нарушили пруденциальные нормативы.

Украина испытывает политическую неопределенность: власти не могут расставить приоритеты между программой МВФ с непопулярными реформами, с одной стороны, и подготовкой к выборам, с другой. Основным оппонентом текущей власти является Юлия Тимошенко, в случае избрания которой программа сотрудничества с МВФ может быть прекращена. Правительство вело активные переговоры с МВФ по тарифам, но возможное недовольство Фонда редакцией принятого закона об антикоррупционном суде может негативно отразиться на сговорчивости кредиторов.

Содержание

Беларусь.....	2
Казахстан.....	7
Украина	14

Беларусь

- Экономическая стабилизация в Беларуси носит противоречивый характер: рекордно низкая инфляция при рекордно высоком росте заработных плат и потребления.
- Более детальный анализ поведения заработной платы показал, что основное увеличение пришлось на программистов, которые работают на экспорт. Работники госучреждений «довольствуются» реальным ростом на 2–3%.
- Интересным на этом фоне выглядит рост розничной торговли на 10%, который может объясняться проеданием «матрасных» долларов населением.
- Правительство плавно повышает цены на бензин, что объясняется ростом цен на нефть, низкими ценами по сравнению с Россией и инвестиционными программами НПЗ. Резкий рост цен не в интересах правительства, особенно после такого продолжительного успеха со сдерживанием инфляции.

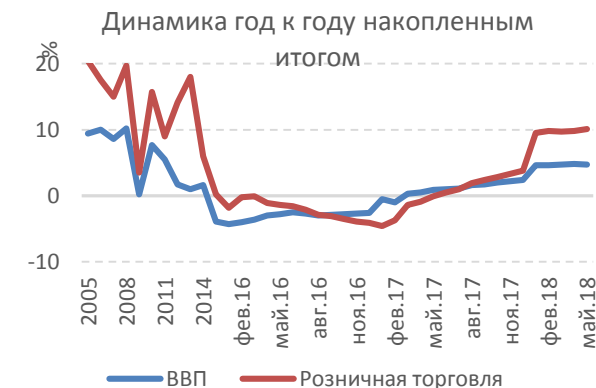
Краткий обзор экономических данных

После восстановительного роста на 2,4% в 2017 году, экономика Беларуси выросла на 4,7% г/г за январь-май. Производительность труда прибавила 5,2% г/г, а промышленность – 8,3% г/г, причем увеличения запасов не произошло.

В инвестиционной деятельности вложения в основной капитал увеличились на 15% г/г за январь-май, но строительство упало на 7,1% г/г. Спад был зафиксирован несмотря на то, что объемы строительства с господдержкой выросли на 40%, восстанавливаясь до уровня 2016 года.

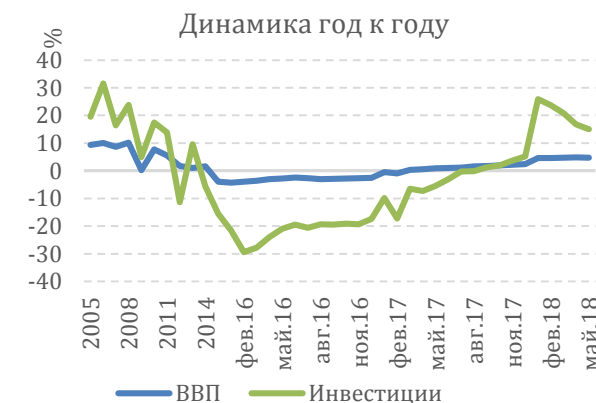
Инфляция составила 4,4% г/г в мае, несколько замедлившись по сравнению с предыдущими месяцами и 2017 годом. Сдержанный рост цен наблюдается несмотря на двузначный рост розничной торговли и реальной заработной платы. Пока потребительская активность не привела к значительному росту импорта (лишь +100 млн долл. г/г в первом

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



Источник: Белстат

Рис. Б2 Подтянулись и инвестиции



Источник: Белстат

квартале), но если правительство продолжит работать над доведением зарплат на госпредприятиях до уровня в 1000 руб., всплеск импорта не заставит себя долго ждать.

Заработная плата

Прошлогодний указ президента о достижении средней заработной платой уровня в 1000 руб. до сих пор обсуждается правительством. Негодование по поводу того, что в декабре 2017 года средняя зарплата по стране составила 995,3 руб. сменилось планами по выходу на заданный уровень.

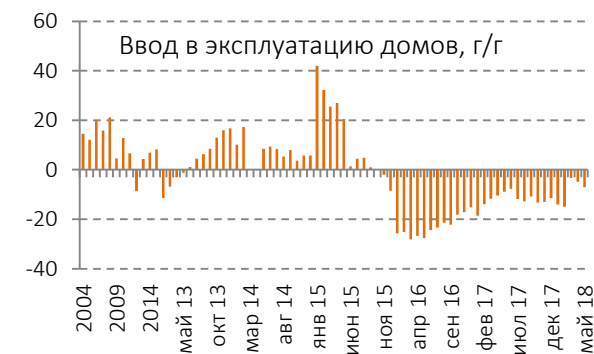
Стоит отметить, что в декабре оплата труда достигает сезонного пика, поэтому по итогам апреля 2018 года средняя зарплата по экономике снизилась до 930 руб. При этом распределение заработной платы неравномерно по отраслям. Так, работники сектора информационных технологий получают 3 350 руб. в месяц, а, например, работники бюджетных учреждений – 713 руб. В секторе ИКТ в Беларуси занято примерно 5% работников, что достаточно для того, чтобы средняя зарплата вне ИКТ намного отличалась от средней по экономике: при средней зарплате по Беларуси в 930 руб., 95% работников, занятых вне ИКТ, в среднем получают по 800 руб.

Удивительнее то, что рост номинальных зарплат (первый квартал 2018 года к среднему значению 2017 года) в секторе ИКТ составил 40%, а вне него – 8%, что покрывает инфляцию примерно на 3 п.п.

Премьер-министр, при этом, заявляет, что планируется провести работу по доведению заработных плат до уровня ближе к 1000 руб. Таргетировать будут предприятия, которые платят лишь 300–400 руб., а на предприятиях со средним расходом в 700 руб. мероприятия по повышению зарплат пока проводить не будут.

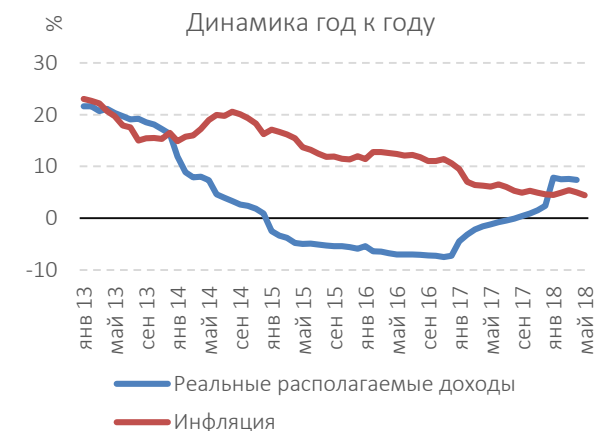
На волне повышения зарплат растет и розничная торговля, прибавляя практически 10% г/г. Однако удивительно, что инфляция на это практически не реагирует. Кроме того, в мае даже была зафиксирована дефляция месяц к месяцу в 0,3 п.п. Видимо, это расхождение вызвано товарами с регулируемыми ценами: так, продукты питания зафиксировали дефляцию в 0,6 п.п. м/м против прироста на 0,6 п.п. в мае прошлого года.

Рис. Б3 Строительство пока запаздывает, несмотря на рост субсидированного жилья



Источник: Белстат

Рис. Б4 Реальные располагаемые доходы перешли к росту



Источник: Белстат

Быстрый рост зарплат, видимо, послужил причиной опасений Нацбанка по поводу потребительского кредитования. Рост доходов – или обещанный властями рост зарплат – может подтолкнуть белорусов тратить больше, чем они могут позволить. Поэтому в апреле были приняты правила по ограничению рисков кредитования и установления предельных показателей, как обслуживание долга к доходу.

Тем временем рост реальной заработной платы уже семь месяцев держится на уровне выше 11% г/г. В своем обзоре Нацбанк, однако, заметил, что за первый квартал 2018 года производительность труда выросла на 5,9% г/г. Разрыв между ростом реальной заработной платы и производительностью труда используется в качестве индикатора устойчивости платежного баланса.

Платежный баланс

Выплаты по валютному долгу в 2018 году составляют 3,8 млрд долл., из которых 3,1 млрд – зарубежным кредиторам. С начала года около трети суммы уже было погашено, а объемы рефинансирования составили 85% от выплат. На данный момент страновые риски в Беларуси выглядят пониженными, поэтому правительство может воспользоваться окном возможностей еще раз и разместить еврооблигации. Экономическая ситуация настолько стабилизировалась, что Банк развития Беларуси уже этим летом может разместить евробонды, номинированные в белорусских рублях, на 250 млн долл.

Центральный банк отмечает, что внешний госдолг находится на высоком для страны уровне (17 млрд долл., или около 300% резервов). Правительство намеревается в этом году рефинансировать лишь 75% долга или снизить долг на 800 млн долл. При этом внутренние заимствования Минфина в валюте не были прокомментированы.

Минфин продолжает занимать на внутреннем рынке в валюте и, что примечательно, на длительные сроки. Так, из миллиарда долларов, размещенных на протяжении последних 9 месяцев, лишь 40 млн истекают в 2019 г. и примерно 350 млн – в последующие три года.

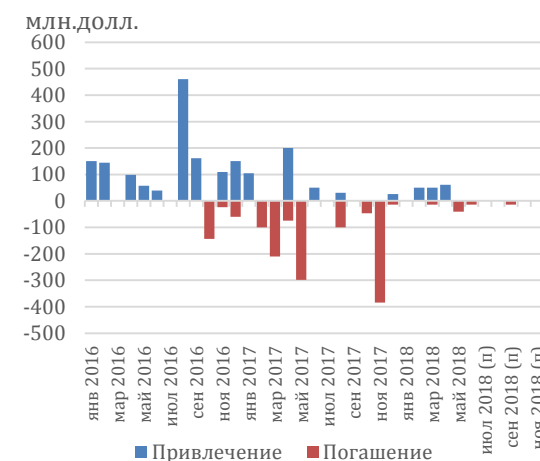
На межправительственных переговорах было отмечено, что Газпром может влить в экономику Беларуси 2–2,5 млрд долл. инвестиций до 2020 года. Однако эти обещания с

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



Источник: Белстат

Рис. Б6 Минфин продолжает размещать валютные облигации, большие выплаты по которым начнутся лишь в 2020–2021 гг.



Источник: Минфин

точностью слово в слово Газпром давал и два года назад, но проекты даже не были начаты. Пауза в совместных проектах могла быть взята из-за продолжающегося нефтегазового спора.

Пока Беларусь успешно расплачивается с внешними и внутренними долларовыми кредиторами, давление на платежный баланс растет со стороны импорта. По итогам января-апреля неэнергетический импорт вырос на 1,3 млрд долл., из которых 0,7 млрд долл. пришлось на оборудование и транспортные средства.

Действительно, продажи автомобилей стремительно растут. За январь-апрель было продано на 57% больше авто, чем за соответствующий период 2017 года. При этом автомобили белорусского производства Geely поступили в продажу в марте, а значит, прирост продаж произошел за счет импорта. Автодилеры отмечают рост продаж в кредит, что, наверное, также побудило Нацбанк принять новые правила кредитования физлиц.

Население продолжает продавать валюту, проедаая запасы для финансирования текущего потребления. Однако темпы продажи валюты замедляются и за январь-апрель этого года было продано на 25% меньше валюты, чем годом ранее. Тем не менее это самый продолжительный период непрерывной чистой продажи валюты, который уже длится 27 месяцев. Валютные депозиты также продолжают снижаться со своего пика, достигнутого в конце 2015 года. Правда, колебания рубля могут резко изменить эту тенденцию.

Госпредприятия

Намерения властей поднять среднюю заработную плату на тех предприятиях, где сотрудникам в среднем платят 300–400 руб., обсуждаются во время снижения чистой прибыли предприятий. В целом доля убыточных предприятий составляет 20%, в промышленности она достигает 30%, а в легпроме – все 40%. Кроме того, ухудшается ликвидность предприятий, что выражается в падении корпоративных депозитов.

Статистика Минэка показывает, что госпредприятия не особо страдают от последствий убыточности. База данных Минэка подсчитала 7625 случаев банкротств за последние

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



Источник: Нацбанк

Рис. Б8 Резервы пока стабильны



Источник: Нацбанк

3 года, из которых лишь 209 пришлось на организации с ненулевой долей государства. Из этих 209 лишь 101 предприятие попало под процедуру санации и лишь 23 частных предприятия смогли это предпринять. Таким образом, даже в случае банкротства только половина госпредприятий может быть ликвидирована. Увольняют руководителей – предприятия оставляют.

Путь от банкротства к санации и реструктуризации долгов является одним из многочисленных способом завышения качества кредитов, выданных банками. Национальный банк впервые стал публиковать статистику по необслуживаемым кредитам, которая составила лишь 3,5% активов. Хотя куда более полезной бы оказалась статистика по реструктурированной задолженности.

Несмотря на столь малый объем необслуживаемых кредитов, Национальный банк планирует с поддержкой МВФ создать рынок проблемных долгов.

В то время как часть предприятий сталкивается с требованиями властей повысить зарплату в ущерб прибыли (или ухода в большой минус), правительство стало активно бороться против убытков в нефтеперерабатывающей сфере.

Бензин

Правительство проводит постепенное повышение цен на автомобильный бензин. С февраля цены повышались около 10 раз на 1–2 копейки. Совокупное повышение цен на бензин с начала года по конец мая составило 8,2%.

Частично повышение цен на бензин объясняется ростом мировых котировок нефти. Так, с января нефть прибавила около 30% в долларовом выражении, а рубль оставался в целом стабильным.

Вторым обоснованием является разница цен в Беларуси и России. И хотя исторически между странами был разрыв, теперь правительство нацелено провести инвестиционные программы на двух НПЗ общей стоимостью в 3,3 млрд долл. Сами предприятия, несмотря на экспорт в Европу, находятся в убытках из-за запоздалого повышения республиканских цен на бензин.

Рис. Б9 Госпредприятия не уходят – их saniруют



Источник: МинЭк

В России рост цен на бензин в мае составил 7,2% с начала года. Все же резкого повышения цен на бензин, вероятно, правительство будет стараться избежать. Пока еще продолжаются переговоры по поставкам газа со скидкой, и белорусская сторона надеется получить его по 65 долл. за тыс. м³, а не по 130 долл. Пока остается на это надежда, правительство будет избегать финансирования инвестпрограмм за счет населения и социальной обстановки.

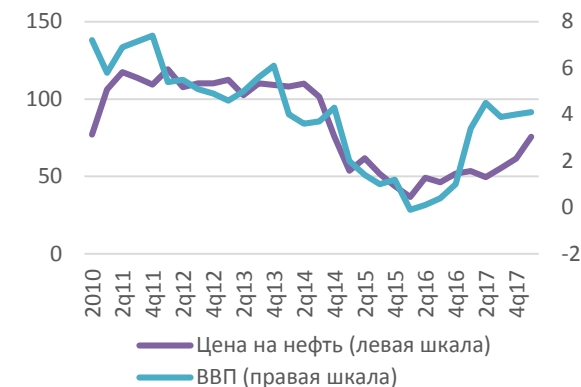
Казахстан

- *Казахстан вернулся к уже привычным темпам роста в 4% г/г, благодаря стабилизации от восстановления цен на нефть.*
- *Договоренность с ОПЕК – не помеха наращиванию производства нефти. Как утверждает Министерство энергетики, Казахстан может отказаться от снижения добычи, если будет нанесен ущерб инвесторам.*
- *Во втором квартале лицензии на прием депозитов лишились еще три банка: Эксимбанк, банк Астаны и Qazaq банк. Отзывом лицензии и отрицательными публичными комментариями власти, по сути, предоставляют банкам ультиматум: или уйти с рынка, или бороться за восстановление доверия клиентов и инвесторов, проводя масштабную докапитализацию.*
- *Рост ВВП в ближайшее время будет поддержан инвестициями. Во-первых, в нефтяной и нефтеперерабатывающей отрасли проходят крупные проекты, а во-вторых, президент выступил с инициативами, крупнейшей из которых стала господдержка ипотеки.*

Краткий обзор экономических данных

Экономический рост Казахстана остается стабильным: по итогам первого квартала 2018 года ВВП прибавил 4,1% г/г после роста на 4% в прошлом году. Добывающая промышленность выросла на 5,4% г/г в первом квартале, а торговля – на 6,2%.

Рис. К1 Восстановление цен на нефть поддерживает ВВП



Источник: Казстат, IEA

Рис. К2 Инфляция держится в целевом коридоре Нацбанка в 5-7%



Источник: Казстат

Розничная торговля продолжает расти на 4–6% г/г второй год подряд, несмотря на снижение реальной заработной платы с середины 2015 года в среднем на 2% г/г. Лишь в первом квартале реальная зарплата выросла на 2% г/г. Промышленность растет более чем на 5% г/г, и темпы роста сравнялись в обрабатывающих и добывающих отраслях. Строительство растет неравномерными темпами, снизившись на 2,8% г/г в январе-мае. Однако программы ипотечного кредитования должны привести к оживлению активности в отрасли.

С ростом торговли растет и число зарегистрированных автомобилей, и число регистраций на первичном рынке по итогам апреля увеличилось на треть. Около половины проданных автомобилей собраны в Казахстане, что значительно лучше показателя в 31% за 2017 год. Помимо стабильной экономической ситуации, рынок частично поддерживается программой льготного кредитования, которая рассчитана на 20 лет и по которой продается порядка 5% автомобилей.

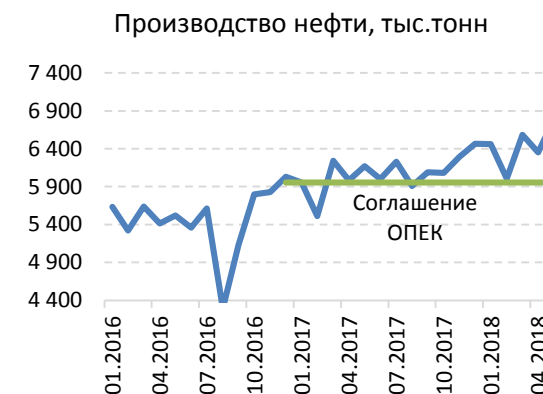
Инфляция продолжила замедляться – до 6,2% г/г в мае против 6,8% г/г в январе. Это позволило Нацбанку снизить базовую ставку четыре раза в этом году в совокупности на 1,25 п.п., до 9%. Прогноз Нацбанка на этот год предполагает рост ВВП на 2,9% и значительные риски замедления инфляции и выхода ее в диапазон ниже целевого 5–7%, что означает дальнейшее снижение ставки.

Рынок нефти

Нефтяные рынки преподнесли приятные сюрпризы правительствам стран-экспортеров нефти. В середине мая сорт Brent подскочил до 80 долл./барр., что примерно в два раза выше цен, заложенных в бюджет.

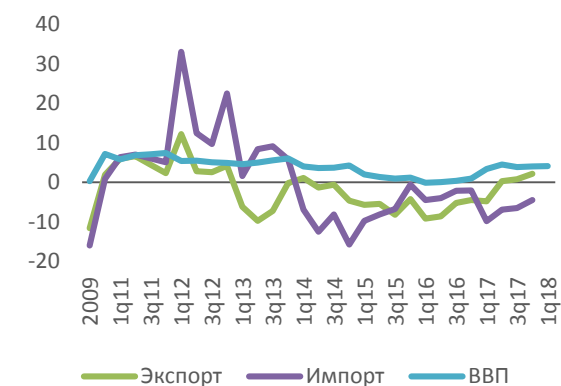
Поддерживали нефть многочисленные факторы. С одной стороны, страны ОПЕК+, наконец, сумели скоординировать участников соглашения и достичь устойчивости в выполнении поставленных целей по сокращению добычи. С другой стороны, геополитическая напряженность вокруг Ирана и угроза санкций ставила под угрозу экспорт.

Рис. К3 Казахстан не слишком придерживается договоренности с ОПЕК, но ОПЕК «не возражает»



Источник: Казстат

Рис. К4 Рост экспорта и спад импорта вносят положительный вклад в ВВП



Источник: Казстат

Перспективы роста цен на нефть также улучшились. Так, рост числа новых скважин в США замедлился. И хотя производство нефти в США выше пика 2014 года на 13% (на 1,2 млн барр. в день), это ниже сокращения производства ОПЕК.

По итогам апреля ОПЕК производил нефти на 2,3 млн барр. в день меньше. Сокращение отсчитывается с конца 2016 года. За этот период США нарастили производство на 2,1 млн барр. в день. Все это происходило на фоне увеличения мирового роста и сокращения запасов. Падение добычи нефти в Венесуэле и опасения сокращения добычи в Иране из-за санкций США привели к тому, что соглашение ОПЕК+ о сокращении добычи страны будет смягчено уже с третьего квартала. Казахстан надеется, что наложенный на него таргет по снижению добычи на 20 тыс. барр. в день, можно будет смягчить путем координации с Россией. Из цели по снижению добычи ОПЕК+ в 1,8 млн барр., 0,3 млн барр. приходится на Россию.

В целом, несмотря на зачастую нарушаемый потолок добычи, у ОПЕК нет претензий к Казахстану. В сделке было оговорено, что Казахстан будет выполнять ее условия только, если это не нанесет урон международным инвесторам. Соглашение ОПЕК совпало с выводом Кашагана на проектную мощность: согласно плану, осенью на месторождении будет добываться 370 тыс. барр. в сутки (на 20% больше, чем сейчас). Правительство планирует нарастить производство нефти с текущих 86 до 104 млн тонн к 2025 году.

Банковский сектор

Недавно завершившиеся истории с Казинвестбанком (отзыв банковской лицензии в декабре 2016 года), Delta банком (отзыв лицензии в ноябре 2017 года), банком RBK (проходит операцию по докапитализации) привели лишь к временному затишью на банковском рынке. С апреля к банкам в активной фазе кризиса добавились Банк Астаны, Qazaq banki и ЭксимБанк. Все они были понижены в рейтинге агентством S&P.

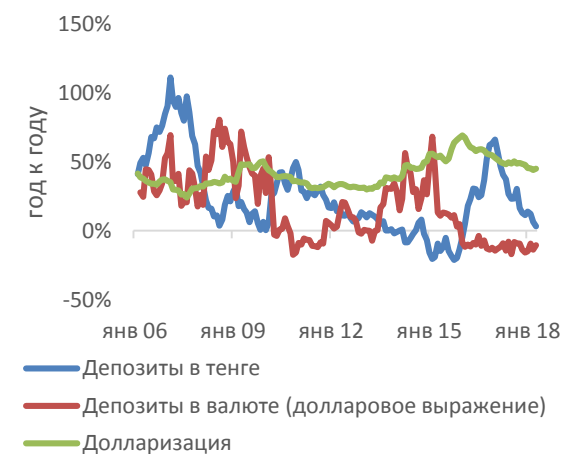
- Эксимбанк испытал снижение краткосрочного рейтинга до дефолтного еще в феврале. В конце мая Нацбанк отозвал лицензию на прием новых депозитов на три месяца за неоднократное нарушение пруденциальных нормативов.

Рис. К5 Рост промышленности стабилизировался



Источник: Казстат

Рис. К6 Расчистка банковского сектора не привела к отзыву депозитов



Источник: Нацбанк

- Банк Астаны и Qazaq в конце апреля были понижены рейтинговым агентством S&P до преддефолтного CCC и CCC-, соответственно. Оба банка имеют трудности с ликвидностью, и ожидается ухудшение достаточности их капитала. Лицензия на прием депозитов Qazaq банка была отозвана в конце апреля, а банка Астаны – в конце мая.

Несмотря на низкое качество активов, которое и привело к проблемам с ликвидностью, по отчетности просроченная задолженность у банков была ниже, чем у самого крупного банка Халык.

Ситуация с банками, в целом, разворачивалась уже знакомым образом: Нацбанк отозвал лицензии на прием депозитов. Видимо, опробовав этот подход на Delta банке в конце 2016 года, власти пришли к выводу, что эта тактика не подрывает макроэкономическую стабильность, а также приводит либо к докапитализации, либо к выводу банка с рынка.

Отзыв лицензии, безусловно, приводит к шоку для баланса банка, а также к долгосрочным последствиям в виде утери доверия вкладчиков. В случае банка Астаны, Qazaq и Эксимбанка шок был испытан еще до отзыва лицензии из-за выступления президента 18 апреля, в котором он отметил, что эти три банка отличаются «ужасными показателями» из-за того, что «акционеры плохо руководили ими». Последовавший отток депозитов усугубил уже существующие проблемы банков, что затем увенчалось отзывом лицензий.

На данный момент инвесторы ведут переговоры с Нацбанком и внешними инвесторами о плане докапитализации и продаже проблемных кредитов для вливания ликвидности. Так, инвестиции в Эксимбанк должны быть вложены до 1 июля.

Активность Нацбанка в спасении проблемных финансовых институтов будет определяться долей вкладов физлиц, а также возможным участием Пенсионного фонда в обязательствах банков.

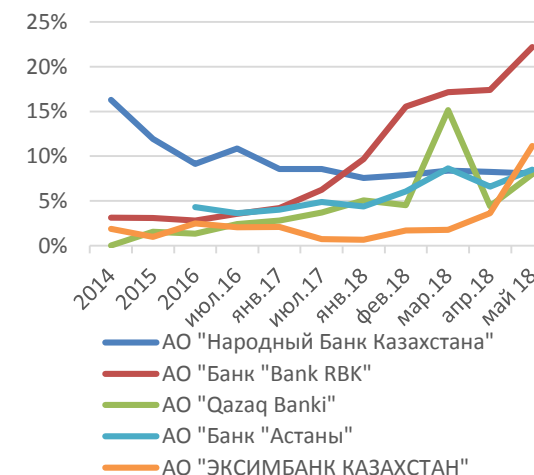
У Казинвестбанка и Delta банка, до вывода с рынка, депозиты в подавляющем большинстве были сформированы предприятиями, а доля физлиц была около 10%. По данным на начало «предкризисного» 2017 года, банк RBK фондировался на 27% физлицами, банк Астаны – на 15%, Qazaq – на 32%, Эксим – менее чем на 1%. Большая доля корпоративных

Рис. К7 Кредитование физических лиц набирает обороты



Источник: Нацбанк

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



Источник: Нацбанк

депозитов, с одной стороны, позволяет эффективнее договориться с основными клиентами, на которых приходится большая доля вкладов. С другой стороны, низкое участие населения снижает заинтересованность госорганов в спасении банка для избежания паники.

Портфель ЕНПФ составляет около 7 трлн тенге, и из них около 0,5% приходится на депозиты и облигации проблемных трех банков: Qazaq – 10 млрд тенге (30 млн долл.), Эксимбанк – 16,3 млрд, а банк Астаны – 7 млрд. Таким образом, потери ЕНПФ при худшем сценарии не будут значительными.

Косвенным последствием снижения качества банковской системы стало ухудшение финансового состояния КазАгро. Правительство пытается предотвратить банкротство холдинга из-за образовавшегося дефицита в миллиард долларов из-за вкладов в ненадежных банках, а также валютных кредитов.

Альтернативой используемому правительством подходу было бы вливание ликвидности Нацбанком, ввод временной администрации и последующая санация с помощью средств фонда гарантирования вкладов. Основным отличием двух подходов является госучастие, от которого, по сути, Казахстан отказался.

Как пообещал глава Нацбанка Данияр Акишев, финансовая стабильность страны не будет улучшаться лишь выводом проблемных банков.

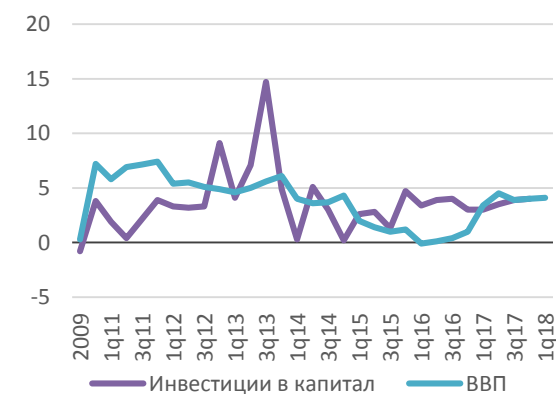
Инвестиционный рост

Драйвером экономического роста в текущем и следующем году будет инвестиционная активность, главным образом, это инвестиции в нефтепереработку и строительство. За январь-апрель инвестиции в основной капитал выросли на 30,5% г/г, а в строительство – на 17,2% г/г. Жилищное строительство поддерживает положительную динамику после роста на 12% в прошлом году.

Нефтяной сектор

В середине апреля на Шымкентском НПЗ начался капитальный ремонт. Чтобы избежать появления дефицита топлива на внутреннем рынке (одна треть производственных

Рис. К9 Инвестиционные программы будут драйвером роста ВВП



Источник: Нацбанк

мощностей страны простаивает), были заполнены все резервуары для хранения топлива. К 18 мая уже прошли пуско-наладочные работы на ряде объектов.

Шымкентский завод стал третьим на очереди к модернизации после того, как прошли пусковые операции на Атырауском и Павлодарском заводах. Модернизация одного завода обходится примерно в 2 млрд долл.

После модернизации производство автомобильных бензинов Атырауским заводом выросло с 1900 до 4500 тонн в сутки, что должно помочь избежать возникновения дефицита топлива на внутреннем рынке. Тем не менее в целом по Казахстану производство продуктов нефтепереработки упало на 9,9% г/г в январе-мае.

Министр энергетики Канат Бозумбаев отметил, что Казахстан уже нашел частного инвестора, готового построить долгожданный четвертый НПЗ. Четвертый НПЗ уже в течение последних 10 лет считается решением проблемы регулярно возникающих дефицитов топлива.

Инвестиции также поддерживаются расширением месторождения Тенгиз. В 2016 году объем инвестиций оценивался в 37 млрд долл., и сейчас проект перешел в активную фазу.

Ограничения на импорт бензина

После модернизации заводов в Казахстане образовались обильные запасы бензина в 350 тыс. тонн. Поэтому чиновники предложили ограничить импорт бензина на несколько месяцев, а именно, импорт бензина железнодорожным транспортом из России.

По данным министерства энергетики страны, обеспеченность внутреннего рынка Казахстана бензином в настоящее время составляет 90%. Во время недавнего дефицита бензина доля импорта поднялась до 40%.

Ограничение на импорт бензина может оказаться опасным перед сезонным повышением спроса на топливо, связанным с сельскохозяйственными работами. Исторически рынок бензина в Казахстане быстро реагировал на возникающий дефицит.

Инициативы президента

Президент Назарбаев представил пять социальных инициатив, которые обойдутся бюджету в 2,6 трлн тенге. Они заключаются в дополнительных возможностях для приобретения жилья, снижении налоговой нагрузки для низкооплачиваемых работников, образовании, микрокредитовании и газификации.

Основной программой по повышению доступности жилья стала программа «7–20–25» (ипотека по ставке 7% на 25 лет при 20%-ном взносе). По сути, предложенная ставка в два раза ниже, чем на рынке. Программа в основном нацелена на дешевое жилье для семей без недвижимости, которые бы в противном случае встали в очередь на получение жилья.

С точки зрения банковского сектора, программа позволит другим банкам, кроме Жилстройсбербанка, нарастить ипотечный портфель. В прошлом году 83% ипотечных займов было выдано Жилстройсбербанком.

Кроме того, расширение рынка ипотеки будет сопровождаться секьюритизацией займов. Так, дочерней организации Нацбанка «Баспана» будет принадлежать кредит и связанный с ним риск, а банки будут получать 4% за операционное управление кредитом.

На программу правительство уже выделило 200 млрд тенге из государственного бюджета, и в перспективе сумма дойдет до 1 трлн. Следующие 200 млрд тенге ожидаются из Пенсионного фонда. При этом сами казахстанцы не смогут распоряжаться своими деньгами в ЕНПФ даже на получение ипотеки.

Целью инициативы по микрокредитованию станет увеличение объема новых микрозаймов (за 2017 год микрофинансовые организации нарастили портфель на 58 млрд тенге). Запущенная в конце прошлого года программа помощи в создании бизнеса «Бастау бизнес» получит финансирование в 62 млрд тенге.

Рис. К10 Ипотечное кредитование получит значительную поддержку от госпрограмм



Источник: Нацбанк

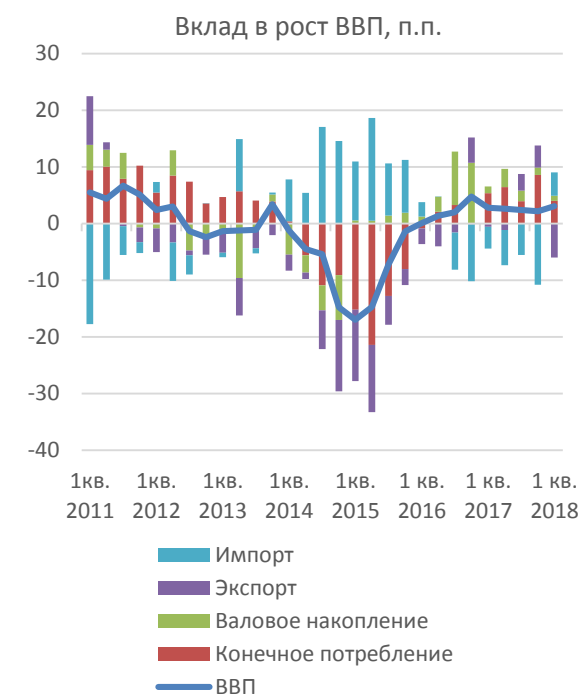
Украина

- Основным драйвером роста остается спрос населения при двузначном росте реальных зарплат. Перед выборами правительство планирует снова проиндексировать минимальную заработную плату.
- Стокгольмский арбитраж приостановил решение по взысканию штрафа с Газпрома. Продолжающиеся тяжбы с Газпромом стали поводом для откладывания разделения Нафтогаза по функциям. Однако пока будут проходить судебные заседания, а старый контракт на транзит с Россией будет близиться к завершению, проект Северный поток-2 может стать реальностью. Северный поток-2 в разы снизит оценочную стоимость газотранспортного бизнеса Нафтогаза.
- Основными требованиями МВФ являются принятие закона об антикоррупционном суде, повышение тарифов и поддержание дефицита бюджета на запланированном уровне в 2,5% ВВП. Однако принятая редакция закона об антикоррупционном суде вызвала недовольство многих организаций. МВФ предоставит комментарии позднее.
- Для текущей власти сложилась непростая ситуация перед выборами 2019 года: МВФ настаивает на непопулярных реформах, таких как повышение тарифов. При этом, согласно опросам, оппозиция опережает текущего президента и его партию на несколько процентных пунктов.

Краткий обзор экономических данных

Экономика Украины продолжает показывать сильные результаты. Так, в первом квартале 2018 года экономика выросла на 3,1% г/г после роста на 2,5% в 2017 году. Как и на протяжении всего прошлого года, экономику подпитывает потребление (+5,6% г/г) и инвестиции (+17% г/г). Положительным для ВВП стало снижение импорта на 5,4% г/г, несмотря на рост частного потребления и кредитования. Экспорт же снизился на 9,9% г/г,

Рис. У1 Внутренний спрос поддерживает ВВП



Источник: Укрстат

что объясняется изменением объема транзита газа и снижением урожая зерновых. Из отраслей наиболее сильный рост показывает строительство и оптовая торговля.

Правительство по-прежнему обещает повышение минимальной заработной платы, на этот раз на 13%, до 4200 гривен. Предыдущие повышения разогрели инфляцию и привели к повышенным процентным ставкам. Однако это повышение уже откладывалось несколько месяцев из-за недостаточности средств в казне и давления МВФ в вопросе бюджетного дефицита.

Банки нацелены кредитовать экономику. Так, розничные кредиты прибавили 40% г/г, а высокие ставки привлекали сбережения. Основным препятствием для кредитования бизнеса банки называют юридические риски в случае неработающих займов. Кроме того, стресс-тестирование НБУ может привести к дополнительным требованиям докапитализации.

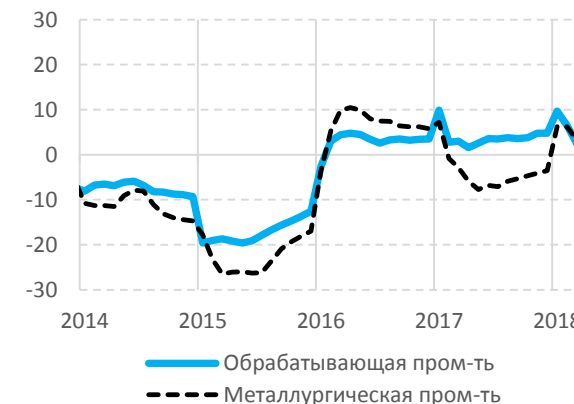
Платежный баланс устойчив, но существуют определенные риски. Так, несмотря на благоприятный рост цен на ресурсы в первой половине года, риски мировой торговой войны и тарифы на сталь могут существенно снизить экспорт из Украины (металлы составляют 20% экспорта).

С начала года Нацбанк сумел нарастить резервы на 1 млрд долл. благодаря закупкам валюты на рынке. Платежный баланс поддерживается денежными переводами из-за рубежа, которые составили 9,2 млрд долл. в прошлом году. Кроме того, поддержку финансовому счету могут оказать поступления по итогам решений споров с Газпромом (2,6 млрд долл.) и аудитором Приватбанка – PWC (сумма иска за положительное решение по отчетности составляет 3 млрд долл.).

Инфляция

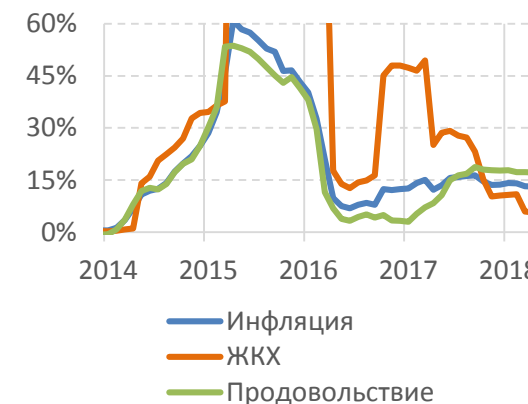
Повышение минимальной заработной платы и социальных расходов привело к разогреву инфляции. Рост цен ускорился до 13,7% г/г в декабре, а затем замедлился до 11,7% г/г в мае в основном за счет продовольствия.

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



Источник: Укрстат

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



Источник: Укрстат

К концу года Нацбанк планирует вернуть инфляцию в однозначную территорию – к 8,9% г/г. Пока регулятор настроен оптимистично и рассчитывает, что это замедление произойдет естественным путем. Следовательно, после двух повышений ставки в совокупности на 2,5 п.п. Нацбанк может взять паузу.

Однако пауза вряд ли продлится долго, если власти и вправду в очередной раз повысят минимальную заработную плату на внушительную величину в 13%. Для бюджета это будет означать дополнительные 13 млрд грн. (С другой стороны, увеличение пенсий с 1 июля будет крайне скромным: 5% и даже не для всех категорий пенсионеров.) В целом Нацбанк прогнозирует разогрев инфляции на 0,5 п.п. от действий правительства.

К давлению на инфляцию подключается рост экономики. По данным НБУ, индекс деловых ожиданий достиг исторического максимума, что означает высокую активность предприятий и вероятный эффект на рост заработной платы.

Таким образом, даже без учета возможных повышений тарифов, прогноз Нацбанка по замедлению инфляции до 8,9% г/г уже в этом году имеет большие риски не сбыться.

Реформы

Согласно недавним сообщениям Нацбанка и правительства, Украина все еще нуждается в финансировании со стороны МВФ. На кону – транш размером около 1,5 млрд долл. Планировалось, что переговоры о перечислении транша начнутся после принятия закона об антикоррупционном суде и что средства поступят в Украину уже осенью. Так как программа рассчитана до марта 2019 года, с учетом выборов, следующий шанс страны на получение средств Фонда появится не раньше 2020 года.

Антикоррупционный суд стал одним из трех основных требований МВФ по продолжению текущей программы финансирования. Другими требованиями были тарифы для населения и удержание дефицита бюджета в рамках 2,5% ВВП.

На данный момент МВФ продолжает рассматривать законопроект об антикоррупционном суде, но предварительные комментарии от Transparency International и других организаций

Рис. У4 Рост доходов приводит к спросу



Источник: Укрстат

Рис. У5 Будет ли танш МВФ?



Источник: МВФ

указывают на серьезные недостатки в законе (см. ниже). Таким образом, получение транша оказалось подвержено риску.

НБУ утверждал, что получение транша и продолжение сотрудничества с МВФ является необходимым условием для того, чтобы страна могла разместить еврооблигации (по 1,5 – 2,5 млрд долл. в год до 2020 г.). И хотя Украина продолжает получать макрофинансирование от ЕС, большая его часть привязана к прогрессу по программе МВФ (последний транш в 1 млрд евро был обусловлен сбалансированностью избирательной комиссии).

МВФ и другие кредиторы остались довольны банковской реформой. НБУ решительно настроен на решение проблемы неработающих активов и продолжает разрабатывать законодательство. Кроме того, НБУ проведет стресс-тестирование 25 банков, согласно мировой практике.

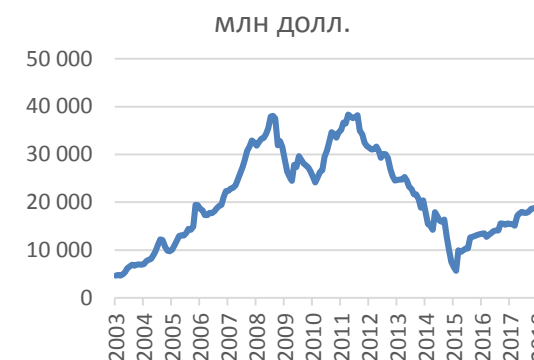
Хотя правительство заявляет о том, что готово выполнить требования Фонда для получения транша, в реальности переговоры по тарифам затягиваются, закон об антикоррупционном суде принят с вопросами, а «приверженный реформам» (по словам самого Фонда) министр финансов Данилюк оказался уволен. Кроме того, правительством всерьез обсуждается попытка протекционизма нефтеперерабатывающей отрасли – что против принципов свободной торговли – путем ограничения импорта бензина.

Теперь все будет зависеть от того, как будет решен вопрос с приемлемостью закона об антикоррупционном суде в текущей редакции.

Антикоррупционный суд

После многих месяцев рассмотрения законопроекта и консультаций с международными кредиторами, украинское правительство в начале июня, наконец, приняло закон о создании антикоррупционного суда (АС). Более ранние версии законопроекта подверглись крайне жесткой критике со стороны МВФ, а Всемирный банк даже написал открытое письмо, призывающее власти встать на путь истинный в вопросе о роли международных экспертов в назначении судей.

Рис. У6 Резервы стабилизировались



Источник: Нацбанк

Радость от того, что закон был принят, продлилась недолго. Спустя неделю после публикации обнаружилось, что закон содержал пункт, который значительно снижает охват суда. А именно то, что апелляции по делам Антиторрупционного бюро (НАБУ), начавшимся в судах обычных инстанций, будет рассматривать обычный суд, а не антиторрупционный. Таким образом, все текущие дела и дела, поданные в суд до создания АС, будут рассмотрены обычными судьями. Сообщается, что правки были представлены в законопроект за час до голосования и не были упомянуты в таблице с правками.

В целом АС выглядит независимым: международные эксперты имеют право голоса в назначении судей, но, надо признать, их роль, вероятно, меньше, чем того бы хотел МВФ. Однако основным недостатком суда стала ограниченность его деятельности. В особенности, принятая версия закона означает практически амнистию для текущих дел НАБУ. Также, согласно закону, даже вторые апелляции будут передаваться в Верховный суд.

Таким образом, власти попытались удовлетворить требования кредиторов, при этом не передавая им слишком много власти.

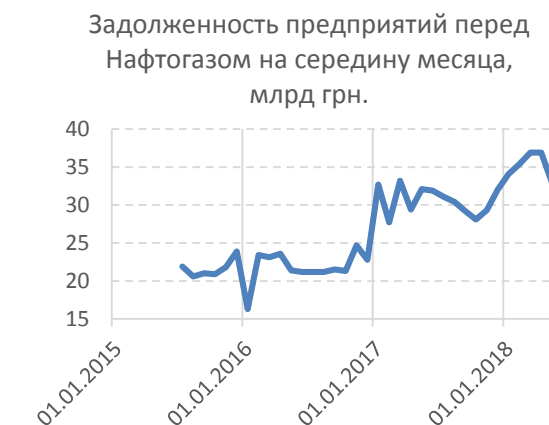
Газовый сектор

Тарифы

Одним из трех ключевых требований МВФ является повышение тарифов для населения. Из-за предстоящих выборов текущее правительство крайне неохотно соглашается с Фондом о необходимости повышения тарифов. Так, споры о спецобязательствах Нафтогаза по поставке газа населению и определенным организациям газа со скидкой продолжаются. МВФ требовал отмены спецобязательств с апреля, а правительство пока решило их поддерживать до конца июля.

МВФ остается непреклонен в доведении тарифов для населения до импортного паритета, или в увеличении на 60–70% по сравнению с текущим уровнем. Правительство выступает против: ведь в бюджет на этот год заложено 71 млрд грн. на субсидии и уже 33 млрд потрачено – в основном, на погашение долга за предыдущий год. Однако МВФ тоже нашелся, что ответить: увеличьте тарифы для состоятельных граждан. Сам МВФ хочет

Рис. У7 Задолженность предприятий перед Нафтогазом перешла к сезонному снижению



Источник: Нафтогаз

ограничить дефицит бюджета на уровне 2,5% ВВП, а Минфин и вправду готов ужесточить правила получения субсидий. Так что итоговый компромисс возможен.

В целом окончательного решения по тарифам пока еще не принято. Правительство попробует предложить МВФ очередные варианты того, как избежать индексации для населения, но МВФ уже отверг ряд предложений. Больше ясности ожидается лишь к августу.

Тем временем, после того, как некоторые районы Киева неделями оставались без горячей воды, активы Киевэнерго были переданы новой муниципальной компании Киевтеплоэнерго. Киевэнерго, принадлежащее холдингу ДТЭК, погрязло в долгах перед Нафтогазом. И хотя новой компании перешла вся инфраструктура, долги перед Нафтогазом остались на балансе Киевэнерго. Это не устроило Нафтогаз, и компания отказалась поставлять топливо новой компании.

Интересным в этой истории стало то, что новая компания уже пересмотрела тарифы на энергию для населения. Так, на 30% была снижена отпускная цена на энергию. Однако общий тариф оказался практически неизменным – так как возросла цена других компонент, например, транспортировки. Отпускная цена на энергию составляла около 80–90% общего тарифа. Было ли это сделано в предвкушении повышения тарифов на топливо? То есть при доведении цен ближе к импортному паритету повысится отпускная цена на газ на 60–70% по сравнению с *начальной* величиной – или более, чем в два раза, по сравнению с *текущей*. Соответственно, итоговый тариф окажется на 15–20% выше, чем если бы компания не провела такой маневр.

Судебные тяжбы с Газпромом

В конце первого квартала Нафтогаз праздновал решение Стокгольмского арбитража по двух судебным искам, согласно которым украинской стороне причитается 2,56 млрд долл. по взаимозачету штрафов (без взаимозачета Газпром был бы должен 4,6 млрд долл., а Нафтогаз – 2,1 млрд). Однако Газпром не спешил выплачивать эти средства и подал апелляцию. Нафтогаз при этом грозился наложить арест на имущество российского концерна.

В начале июня, приняв апелляционную жалобу Газпрома, Стокгольмский арбитраж приостановил решение по выплате штрафа Нафтогазу. Однако штраф, который Нафтогаз должен Газпрому (2,1 млрд долл.), на паузу поставлен не был и на него начисляются проценты. В то же время команда Нафтогаза выписала себе бонусы за успех в суде. Бонус был установлен в размере 46 млн долл., или 1% по делу, в котором команда Нафтогаза выиграла (без учета иска Газпрома, по которому Нафтогаз проиграл). Правительство потребует пересмотра премий – особенно после приостановления действия решения.

На рассмотрении также находятся еще два иска против Газпрома и России. Так, в первом квартале 2019 года ожидается решение по иску в международный трибунал компаний Нафтогаза по «захвату» активов в Крыму. Кроме того, антимонопольный комитет Украины решил оштрафовать Газпром на 171 млрд грн.

Анбандлинг

Разделение функций Нафтогаза на добычу, транспортировку и распределение газа является одной из самых ключевых и сложных реформ в Украине. Первым шагом решено отделить транспортировку от остальных функций.

В феврале сообщалось, что функции по транзиту газа были отделены от Нафтогаза и переданы новому оператору – Магистральным газопроводам Украины. Однако в конце мая правительство все еще обсуждало план отделения, поскольку активы Укртрансгаза так и не были переданы.

Причиной промедления стало решение Стокгольмского арбитража о взаимных штрафах Нафтогаза и Газпрома. Одним из вердиктов стало продолжение контракта от 2009 года до конца 2019 года с некоторыми поправками. Таким образом, передача активов другой компании потребует изменения договора с Газпромом и возможными проблемами с взысканием штрафов.

Получается, что транзит газа может быть отделен от Нафтогаза лишь в 2020 году. Это означает, что еще несколько лет Нафтогаз как компания останется прибыльной, ведь

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



Источник: Укртрансгаз

транзит был единственным стабильно прибыльным направлением деятельности. Однако в целом структура Нафтогаза финансово выглядит менее устойчивой.

Так, долг Нафтогаза дочерней «Укргаздобыче» составляет 42 млрд грн., что является отражением долга газораспределительных компаний перед Укртрансгазом в 20 млрд грн. и долга теплогенерирующих компаний перед Нафтогазом в 35 млрд грн.

После анбандлинга планируется провести приватизацию. Пока же, согласно правительственному плану, на торги будет выставлен ряд облэнерго.

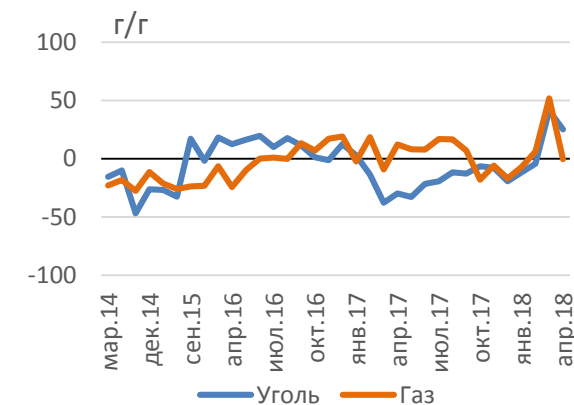
Северный поток-2

Переговоры по второй нити Северного потока продолжаются на международном уровне, а в России уже разрешено начать строительство трубопровода на территории страны. Мнение Европы разделилось: часть стран выступают за строительство (включая Швецию, Финляндию и Германию), против высказалась Польша. США также придерживается позиции «против», но немецкие чиновники осуждают предвзятость Штатов, вызванную собственными интересами по экспорту сжиженного природного газа, который дороже российского.

Строительство Северного потока-2 лишит Нафтогаз львиной части денежного потока. В 2017 году от транзита Нафтогаз получил 74 млрд грн. выручки и 36,5 млрд грн. прибыли – то есть, практически вся прибыль холдинга пришлась на транзит. Российские власти заявили о готовности продолжать транзит через Украину и после строительства нового трубопровода, но лишь в объемах около 10 млрд м³ в год, что в 8 раз ниже текущих.

При транзите в 10 млрд м³ в год стоимость компании сильно снизится. Недавняя оценка стоимости Укртрансгаза составила 328 млрд грн. Однако при снижении транзита прибыль не снизится пропорционально, так как инфраструктура Укртрансгаза требует объемных фиксированных затрат. Даже правительство Украины признало, что для России нецелесообразно транспортировать 10 млрд м³ в год, и лишь при 40 млрд м³ в год Нафтогаз начинает соревноваться с Северным потоком.

Рис. У9 Потребление топлива стабилизировалось после затянувшейся зимы



Источник: Укрстат

Рис. У10 Международные кредиторы довольны реформами в банковском секторе



Источник: Нацбанк

Выборы

В 2019 году в Украине пройдут выборы президента и в парламент. И хотя социологические службы проводят опросы по одобрению кандидатов, результаты показывают, что у кандидатов очень сильный антирейтинг. Топ-два кандидата в президенты также возглавляют топ-две партии, проходящие в парламент: Петр Порошенко с Блоком и Юлия Тимошенко с Батькивщиной. Обе партии получают около 10% голосов, но Тимошенко идет с небольшим отрывом впереди.

Текущей власти предстоит непростая борьба против направленной на популизм платформы Тимошенко. Пока нынешнее правительство работает над реформами и непопулярными мерами, Батькивщина выдвигается на платформе снижения тарифов.

Несмотря на то что, по опросам, лишь 10% населения отдадут свой голос партии Тимошенко, на местных выборах Батькивщина показывала сильные результаты. Так, в 11 из 17 округов Батькивщина опередила другие партии, получив около трети голосов.

С такой низкой поддержкой основных кандидатов возникает риск появления нового лица с предвыборной платформой, которую сложно предугадать. Неопределенность также возникает ввиду требуемого МВФ повышения тарифов, которое может еще выше поднять рейтинг оппозиционных партий в случае его осуществления. Кроме того, существуют риски сложностей с голосованием на восточных территориях, что усугубляется промедлением законопроекта о правах переселенцев на выборах. По оценкам ООН, вынужденными переселенцами в другие регионы стали 1,6 млн человек.

Рис. У11 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, <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