

Макроекономічний огляд

Поступове відкриття, хитке відновлення



11 ЧЕРВНЯ 2020

ДАНИЙ ЗВІТ МАЄ ВИКЛЮЧНО ІНФОРМАЦІЙНЕ ПРИЗНАЧЕННЯ

Зміст

Резюме	3
Світова економіка: Важкий рестарт	5
Світове економічне відновлення буде повільним	5
Ціни на енергоносії будуть лідерами росту в 2П20-2021	6
Економічна політика: Заручниця коронакризи	9
Державні фінанси стабільні попри негативні наслідки від карантину	12
Дефіцит бюджету збільшено більш ніж утричі через пандемію.....	12
Вітчизняні інвестори забезпечать попит на ОВДП.....	13
МФО профінансують бюджетний дефіцит та зовнішні боргові виплати	15
Монетарна політика: Зниження ставок триває	17
За зниженням облікової ставки в 2020 р. може слідувати невелике її підвищення наступного року.....	17
Премія за ОВДП до облікової ставки має знизитися.....	17
Банківські депозити здебільшого не відчували впливу пандемії	18
Брак надійних позичальників посилюється	19
Споживче кредитування на паузі	20
Економіка: Попереду поступове відновлення	21
Початковий шок для економіки – з боку пропозиції.....	21
Відновлення буде важким через пригнічений попит	21
Попереду поступове відновлення.....	23
Зростання безробіття буде відносно помірним.....	24
Інфляція: Повільно зростатиме	25
Платіжний баланс: Поточний рахунок компенсує вплив капіталу	27
Поточний рахунок отримує підтримку від падіння внутрішнього попиту та сприятливих умов торгівлі.....	27
Чистий приплив капіталу відновиться в 2021 р.....	29
Міжнародні резерви продовжать зростати у 2020-21 рр.....	30
Незначне послаблення гривні в 2П20-2021	31
Річні прогнози на 2020–21 рр.	32
Квартальні прогнози на 2020–21 рр.	33

Резюме

Україна починає відкривати свою економіку після 2-місячного жорсткого карантину. Вихід з карантину поки що був поступовим, однак відбувався швидшими темпами, ніж очікувалося ще місяць тому. Це дає підставу сподіватися на відновлення економіки через перезапуск замороженої діяльності: транспорту, торгівлі, сфери громадського харчування та відпочинку тощо. Однак, на нашу думку, втрати під час карантину та обмеження, пов'язані із подальшим соціальним дистанціюванням, разом з іншими чинниками обумовлять втрати для потенційного рівня ВВП після відкриття економіки, нижчі темпи його зростання порівняно з докартинним періодом та пригнічений попит як всередині країни, так і за кордоном.

Реальний ВВП впаде на 6.7% у 2020 р. та відновиться на 5.7% у 2021 р. На відміну від попередніх кризових епізодів цього разу економіка України не виглядає аутсайдером на тлі порівняних країн. З одного боку, це пов'язано зі структурними особливостями вітчизняної економіки. Сектори послуг, що найбільше постраждали від карантину, займають відносно низьку частку у ВВП. Водночас агро- і IT-сектори виявились стійкими до кризових явищ. З іншого боку, завдяки зміцненню макрофінансової стійкості протягом останніх років українська економіка увійшла в кризу без відчутних дисбалансів. Тому замість використання ресурсів на гасіння пожеж, фінансові й монетарні стимули забезпечили певні компенсуючі ефекти. Однак ці стимули значно менші, ніж у розвинутих країнах і в окремих країнах з ринками, що розвиваються.

Інфляція зростатиме поступово й політика НБУ залишатиметься «голубиною». Прогнозоване зростання ІСЦ цього року на 4.2% та наступного на 5.3% дозволить НБУ продовжити пом'якшення монетарної політики. Ми прогнозуємо, що НБУ знизить свою облікову ставку до 5.5% у вересні та продовжить використовувати інструменти надання ліквідності за наявності відповідної потреби в банків. Банки будуть підтримувати надійних позичальників кредитними ресурсами, однак ми не очікуємо суттєвого посилення кредитування через обережну поведінку банків і дефіцит платоспроможних позичальників. Урядові ініціативи щодо стимулювання кредитування матимуть лише маржинальні ефекти.

Більші стимули очікуються з боку бюджету. Ми прогнозуємо розширення дефіциту державного бюджету цього року до 6% ВВП (дещо нижче порівняно із запланованим рівнем у 7.5% ВВП через стримування певних видатків внаслідок обмеженості ресурсних джерел). Важливу роль у забезпеченні фінансування бюджету відіграватиме нова програма Stand-By із МВФ та пов'язане з нею інше офіційне фінансування. Крім того, ми прогнозуємо повернення уряду на ринок єврооблігацій вже в 2П20. Ми також очікуємо, що нерезиденти почнуть поступово повертатися на ринок внутрішніх облігацій у 2П20, що полегшить бюджетні обмеження. Однак основним джерелом попиту на гривневі облігації будуть вітчизняні банки, які перерозподілятимуть ліквідність із депозитних сертифікатів НБУ та використовуватимуть кредити рефінансування, які НБУ надаватиме їм у разі потреби. Незважаючи на значне збільшення бюджетного дефіциту цього року, державні фінанси видаються стійкими.

Ми плануємо лише помірне збільшення співвідношення державного боргу до ВВП – до 57%.

Зовнішня позиція економіки України виявилася достатньо стійкою до ефектів коронакризи. Через падіння цін на нафту та природний газ, а також скорочення внутрішнього попиту у перші 4М20 поточний рахунок був з профіцитом. Ми очікуємо, що профіцит становитиме близько 1% ВВП за весь рік. Однак на тлі відновлення внутрішнього попиту та збільшення імпортних цін на енергоносії дефіцит повернеться восени, а наступного року дефіцит дорівнюватиме 1.2% ВВП. Повернення дефіциту поточного рахунку разом з очікуваним зниженням процентних ставок призведе до помірною ослаблення гривні наприкінці року до 28–29 грн/дол. У 2021 р. ми не очікуємо значних змін обмінного курсу, оскільки дефіцит поточного рахунку буде більш ніж компенсований припливом капіталу за фінансовим рахунком.

Світова економіка: Важкий рестарт

- Світове економічне відновлення буде повільним та нерівномірним
- Країни продовжать нарощувати монетарну та фіскальну підтримку
- Інфляція залишиться низькою в розвинених економіках, але в країнах, що розвиваються, може повернутися до докризових рівнів у 2-3кв21
- Після стрімкого падіння в 1П20 ціни на нафту та газ у 2П20-2021 зростатимуть значно вищими темпами, ніж ціни на метали та зернові

Світове економічне відновлення буде повільним

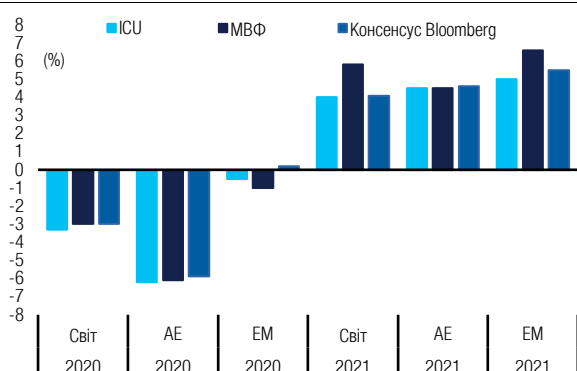
Можлива друга хвиля пандемії, вірогідність повторного зараження, розробка та доступність вакцини, правила повторного відкриття та крихітні настрої споживачів та інвесторів роблять перспективи відновлення світової економіки дуже невизначеними навіть після зняття обмежень, пов'язаних з COVID-19.

Відновлення ЄС буде повільнішим, ніж у інших розвинутих економіках, що не на користь Україні

Відновлення економічної активності буде повільним та нерівномірним у всьому світі. Ми очікуємо, що відновлення в більшості країн набуде форми значку Nike і в деяких випадках буде затяжним. Основний торговий партнер України, ЄС, зазнає найбільшого падіння (-7% у 2020 р.) серед розвинених економік, а повернення його ВВП до докризового рівня очікується не раніше, ніж у 2023 р. Водночас країни Центральної та Східної Європи, зокрема Польща, відновляться швидшими темпами.

Графік 1. Темпи росту ВВП, % р/р

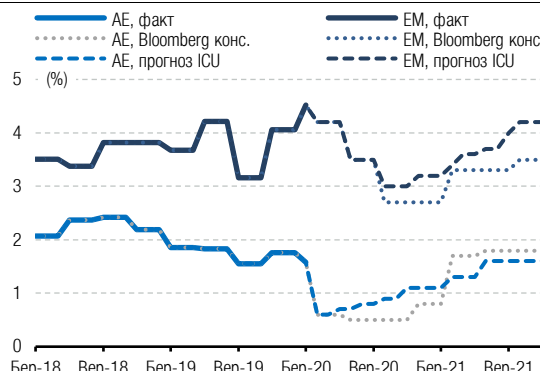
Наші очікування щодо відновлення світової економіки більш стримані в порівнянні з консенсус-прогнозом



Джерело: Bloomberg, МВФ, ICU.

Графік 2. Рівень інфляції, % р/р

На відміну від розвинених економік, інфляція в країнах, що розвиваються, може повернутися до докризових рівнів у 2-3кв21



Джерело: Bloomberg, ICU.

2020-21 рр. ЦБ країн, що розвиваються, знижуватимуть процентні ставки, наслідуючи політику розвинених економік

Національні уряди та центробанки продовжать застосовувати увесь спектр доступних фіскальних та монетарних стимулів, щоб вивести свої економіки з рецесії. Оскільки потенціал подальшого зниження ключових процентних ставок у більшості розвинених економік майже вичерпано, центробанки збільшуватимуть обсяги викупу активів та застосовуватимуть альтернативні інструменти. Водночас центробанки країн, що розвиваються, продовжать зниження ставок та вдаватимуться до політики кількісного пом'якшення, де це можливо.

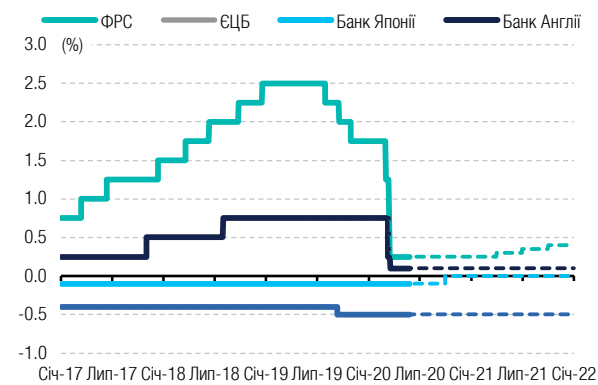
Через рецесію та пригнічений попит інфляція в розвинених економіках, найімовірніше, залишиться низькою (0.5–0.6%) у 2020 р. та незначно прискориться (до 1.6–1.8%) у 2021 р. Можливе швидке економічне відновлення, відсутність фіскальних обмежень та підвищення цін на нафту збільшують ризики для прискорення інфляції. Ці ризики є маржинальними у 2020 р., однак посилюються у 2021 р.

Інфляція в країнах, що розвиваються, повернеться до докризових рівнів у 2-3кв21

Ми очікуємо, що інфляція в країнах, що розвиваються, відновиться з мінімумів 2-3кв20 до докризового рівня (3.5-4%) у 2021 р. Послаблення національних валют, зростання цін на енергоносії, подальше пом'якшення монетарної політики та фіскальні дисбаланси створюють ризики для більш швидкого прискорення інфляції.

Графік 3. Ключові ставки розвинених економік, %

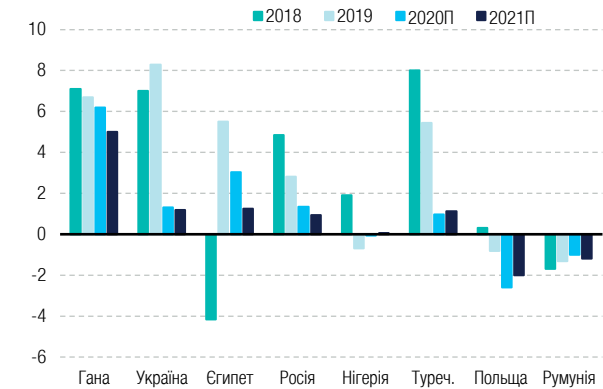
Ставки залишатимуться близькими або нижче нуля в 2020-21 рр.



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 4. Ключові реальні ставки країн, що розвиваються, %

Центробанки країн, що розвиваються, ітимуть за центробанками розвинених економік та знизять реальні ставки до нульових рівнів



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Темпи відновлення цін на нафту та газ можуть значно перевищити темпи відновлення світової економіки та цін на інші сировинні товари

Ціни на енергоносії будуть лідерами росту в 2П20-2021

Відновлення цін на нафту та природний газ може значно перевершити відновлення цін на метали, починаючи з 2П20. Скорочення видобутку нафти країнами-членами ОПЕК+ та різке падіння видобутку в інших країнах може змінити ситуацію на світовому ринку з надмірної пропозиції в 2кв20 на дефіцит і призвести до зростання ціни на нафту Brent до \$40–50/барель у 3-4кв20. Зниження поставок російського газу та СПГ із США, відновлення цін на нафту та наближення зимового сезону повинні спричинити різкий підйом європейських цін на природний газ. Тим часом відновлення європейських цін на сталь, якщо й відбудеться, має бути помірним на тлі повільного відновлення економіки ЄС, високу конкуренцію сталевиробників та зниження цін на залізу руду.

Графік 5. Ціна на нафту Brent, \$/барель

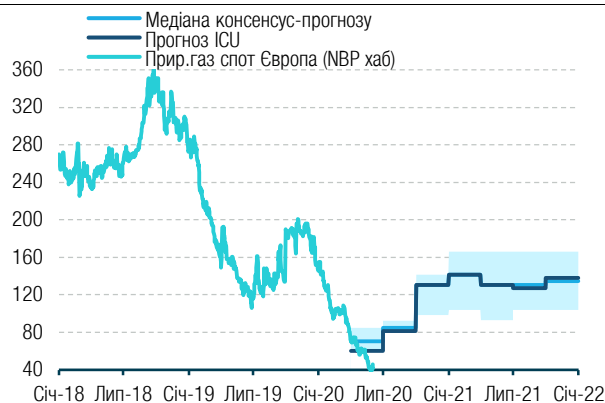
Зростання ціни на нафту перевищить темпи відновлення світової економіки на тлі значного падіння видобутку



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 6. Ціна на природний газ у Європі, \$/1000 м³

Зниження поставок російського газу та СПГ із США та наближення зимового сезону призведуть до підйому цін на природний газ у 2П20



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Ціни на кукурудзу та пшеницю будуть найменш чутливими до пандемічного шоку та післяпандемічного економічного підйому. Оскільки близько 30% кукурудзи в США використовується для виробництва етанолу, відновлення цін на нафту позитивно вплине й на ціни на кукурудзу. Ціни на пшеницю як основний продукт харчування повинні залишатися підвищеними до тих пір, поки більшість заходів щодо стримування COVID-19 не буде знято, а потім знизяться через зростання запасів та добрий урожай у ринковому сезоні 2020/21.

Графік 7. Ціна на гарячекатану сталь у чорноморському регіоні, \$/т

Зростання цін на сталь буде помірним через повільне відновлення ЄС, слабкі національні валюти виробників сталі та високу конкуренцію



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 8. Ціна на залізну руду, \$/т

Ціна на залізну руду поступово падатиме на тлі відновлення поставок з Бразилії, уповільнення попиту в Китаї та слабкий попит поза ним



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 9. Ціна на кукурудзу, \$/т

Відновлення світового попиту та цін на нафту посприяє відновленню цін на кукурудзу



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 10. Ціна на пшеницю, \$/т

Ціни на пшеницю, імовірно, знизяться, оскільки зростання запасів та добрий урожай у сезоні 2020/21 призведуть до надлишку пропозиції



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Економічна політика: Заручниця коронакризи

Новий уряд швидко й жорстко реагував на пандемію різними обмеженнями

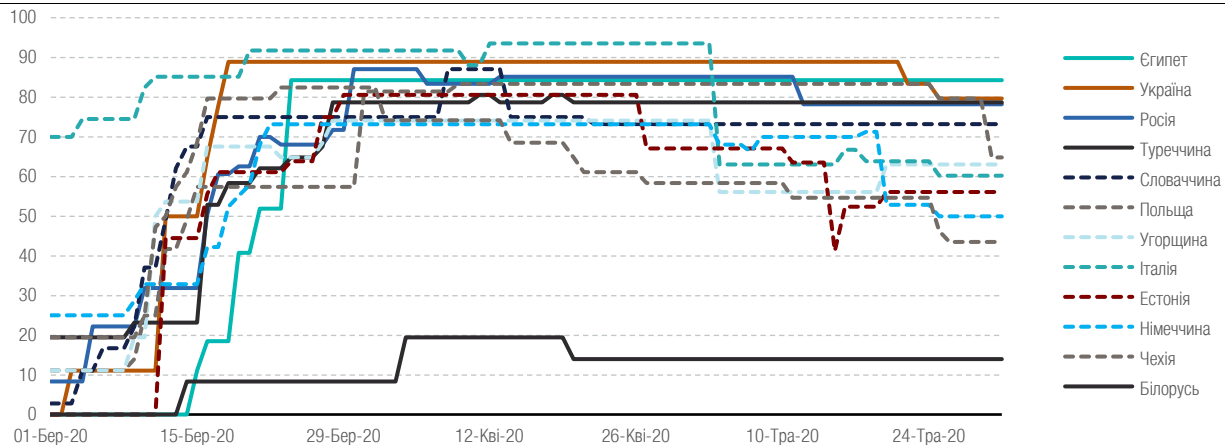
- Швидка та жорстка реакція нового уряду на пандемію
- Зниження апетиту до сприятливих для зростання структурних реформ
- Перехід на Stand-By забезпечує критично важливе офіційне фінансування

На початку березня Верховна Рада відправила у відставку уряд Олексія Гончарука й призначала Прем'єр-міністром Дениса Шмигала, який до цього місяця обіймав посаду віце-прем'єр-міністра – міністра розвитку громад і територій. Голосування за зміну уряду відбувалось у надшвидкому режимі, на декілька позицій не знайшлося відповідних кандидатур. Зокрема, Міністра економіки було призначено через 2 тижні, а за 3 тижні після призначення було змінено двох ключових міністрів – фінансів і охорони здоров'я

Новий уряд одразу зіштовхнувся із серйозним викликом – поширенням пандемії коронавірусу у світі та в Україні. Реакція уряду була достатньо швидкою і дуже жорсткою. У середині березня були заборонені або суворо обмежені міжнародні подорожі з окремими винятками для повернення вітчизняних громадян, торгівля некритичними товарами, громадський транспорт у містах і міжміське сполучення, культурні, спортивні та інші заходи, а також робота закладів громадського харчування, окрім роботи на умовах доставки, тощо. Жорсткість заходів протидії поширення коронавірусу була найвищою в регіоні (див. Графік 11). Здебільшого така реакція влади була зумовлена усвідомленням слабкої спроможності медичної системи впоратися із значною кількістю хворих на коронавірус.

Графік 11. Індекси жорсткості карантинних заходів у окремих країнах

В Україні були запроваджені одні з найбільш жорстких обмежувальних заходів у регіоні



Джерело: Університет Оксфорда, ICU

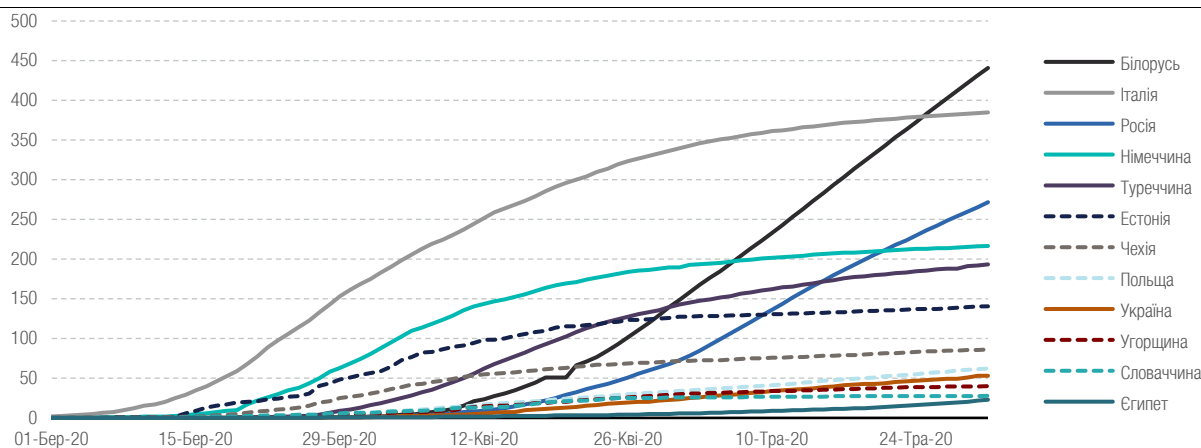
Перехід до адаптивного карантину на тлі обмеженого поширення коронавірусу

Завдяки таким діям поширення хвороби в Україні відбувається в достатньо обмежених масштабах, на відміну, наприклад, від Білорусі чи Росії, де реакція влади була слабкою чи запізнілою (див. Графік 2). Усвідомлюючи негативний вплив запроваджених заходів на економічну активність, обмежену ефективність компенсуючих стимулів з боку держави та стримане поширення коронавірусу в Україні, наприкінці квітня уряд оприлюднив 5-ти етапний план виходу з карантину й почав його впроваджувати з 11

травня. Останні тижні уряд прискорив “відкриття” економіки й перейшов до адаптивного карантину, наслідуючи приклад інших країн Центрально-Східної Європи. Ми очікуємо, що більшість критичних обмежень для економічної діяльності будуть зняті до кінця червня. Однак протягом 3кв20 ще зберігатимуться обмеження для міжнародних подорожей і великих скупчень людей (на культурні та спортивні заходи). Також залишатимуться норми соціального дистанціювання та забезпечення профілактичних засобів (маски, дезінфектори тощо).

Графік 12. Кількість виявлених випадків COVID-19 (на 100 тис осіб)

В Україні кількість виявлених випадків значно менша в порівнянні з більшістю країн регіону



Джерело: Університет Оксфорда, ICU

Від ринкових реформ до підтримки вітчизняного виробника

Економічна політика нового уряду більше сконцентрована на ініціативах з підтримки вітчизняних виробників, на відміну від попереднього уряду, що фокусувався на впровадженні ринкових реформ. Зокрема, у своїй економічній програмі новий уряд робить значний наголос на створенні преференцій для вітчизняних товарів і послуг порівняно з іноземними аналогами, зокрема через систему публічних закупівель і торгову політику. Також значним є фокусування на програмах стимулювання кредитування МСП й інфраструктурних проєктів та на інших стимулах для вітчизняних виробників. На нашу думку, більшість подібних заходів матимуть достатньо обмежений середньо- та довгостроковий ефект для економічного зростання.

Влада забезпечила критично необхідне офіційне фінансування

Однак така зміна політичної парадигми дозволила владі забезпечити голосування в парламенті “антиколомойського” банківського закону. Це, з одного боку, унеможливило повернення неплатоспроможних банків колишнім власникам через суди, а з іншого – стало останнім кроком до укладання нової угоди із МВФ. При цьому змінився формат співпраці України із МВФ: від програми розширеного фінансування на Stand-By, яка є коротшою, легшою для виконання та менш сфокусованою на структурних реформах, сприятливих для економічного зростання. Перехід на більш коротку програму повністю виправданий розвитком глобальної кризи через пандемію і карантин та пов'язану із цим величезну невизначеність. Водночас відступ від програми EFF з посиленням фокусом на структурних реформах може бути додатковим свідченням уповільнення чи призупинення проведення реформ, сприятливих для економічного зростання.

Але нова угода дозволяє втримати макроекономічну стабільність в умовах коронакризи та необхідності фінансування розширеного дефіциту бюджету. Україна вже отримала перший транш у \$2.1 млрд за новою програмою, загальний обсяг якої становить близько \$5 млрд. Однак, враховуючи попередню історію співпраці України із МВФ, ми

очікуємо, що наступний транш країна отримає лише в наступному році. Крім того угода із МВФ дозволяє скористатися кредитами від ЄС (€1.7 млрд) та від Світового банку (\$1 млрд), а також поновити доступ до міжнародних ринків капіталу.

Державні фінанси стабільні попри негативні наслідки від карантину

- COVID-19 призвів до падіння доходів бюджету на 14% у перші 4М20
- Недовиконання доходів змусить уряд зменшити видатки в 2П20
- МФО є ключовими джерелами для фінансування дефіциту бюджету та зовнішніх боргових виплат
- Мінфін буде прагнути звузити премію за своїми паперами до облікової ставки НБУ до 150-200 б.п., що буде привабливо переважно вітчизняним банкам

Дефіцит бюджету збільшено більш ніж утричі через пандемію

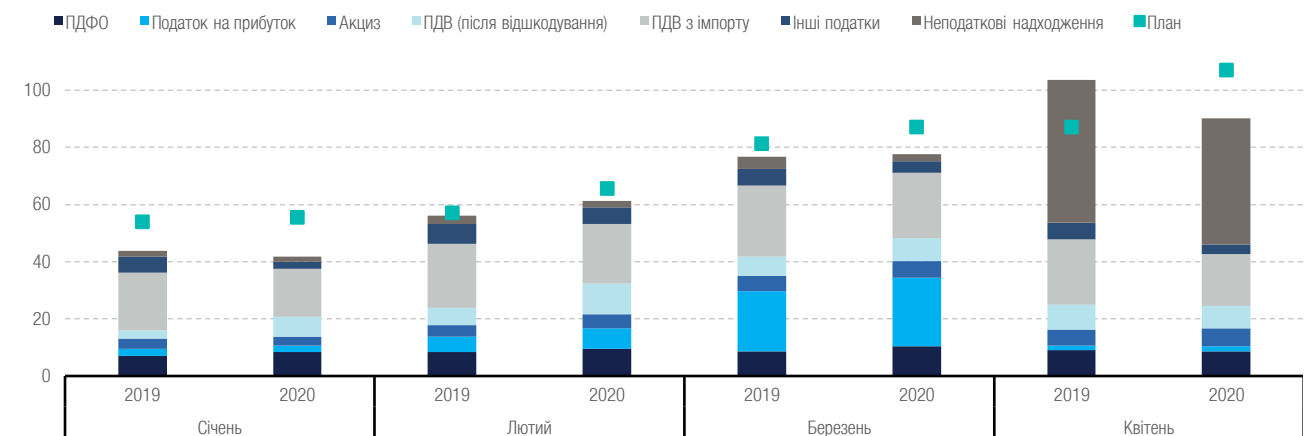
Через пандемію коронавірусу та запровадження карантину уряду довелося переглянути бюджетні показники, що були затверджені Парламентом у середині квітня. Дефіцит бюджету було збільшено до 298 млрд грн або 7.5% ВВП.

Недовиконання доходів бюджету в січні-квітні 2020 р. склало 14%

Реагуючи на карантин, доходи бюджету впали у квітні на 13% р/р, незважаючи на те що НБУ перерахував повністю обсяг перевищення кошторисних доходів над витратами за 2019 рік на початку квітня. Найбільше скорочення доходів стосувалося саме податкових надходжень. Падіння ПДВ через зменшення імпорту було найбільш відчутним. Загалом за 4М20 недовиконання планового показника за доходами склало 44 млрд грн або 14% від плану (до внесення змін) переважно через менші обсяги імпорту та міцнішу гривню, ніж очікувалося.

Графік 13. Виконання доходної частини державного бюджету, млрд грн

Доходи бюджету, планові та фактичні показники за січень-квітень 2019 та 2020 років (на 2020 рік план до внесення змін)



Джерело: МФУ, ДКСУ, ICU.

Очікуючи повільне, але стійке відновлення економіки країни в 2П20, доходи бюджету можуть бути близькими до минулорічних показників, однак приблизно на 10% нижче рівня планових бюджетних показників із внесеними у квітні змінами.

За 4М20 бюджетний дефіцит склав 24 млрд грн, профінансований короткостроковими ОВДП...

Протягом 4М20 бюджетний дефіцит склав 24 млрд грн, оскільки бюджет витратив 340 млрд грн при отриманих 315 млрд грн доходів та 1 млрд погашення бюджетних позик. Цей дефіцит був переважно профінансований короткостроковими ОВДП та залишками коштів на ЄКР та валютних рахунках (17.5 млрд грн та \$0.8 млрд), що були сформовані на початок року.

...та може скласти 6% ВВП або 220 млрд грн у 2020 р...

Враховуючи обмежене фінансування бюджету, ми прогнозуємо, що скорочення видатків дозволить утримати дефіцит бюджету на рівні близько 200 млрд грн для загального фонду та 220 млрд грн для державного бюджету загалом або близько 6% ВВП на весь 2020 р.

...оскільки низка видатків може бути зменшена ще більше, ніж у січні-квітні.

За 4М20 фактичні видатки були нижчі планових за усіма напрямками, враховуючи медицину, оборону та безпеку, освіту тощо. Ми очікуємо, що надалі уряд збільшить фінансування медицини з огляду на продовження реформ та боротьбу з коронавірусом, а також фінансування економічної діяльності з метою сприяння швидшому виходу з карантину. Водночас можуть бути зменшені видатки на безпеку, екологію, імовірно, освіту, але найбільше це може стосуватися капітальних видатків.

У 2021 р. ми очікуємо, що дефіцит бюджету зменшиться до 4% ВВП

У 2021 році ми очікуємо, що розпочнеться фіскальна консолідація, але це буде швидше балансування між потребою економічного відновлення та забезпечення фіскальної стійкості. Крім того, параметри бюджету потребуватимуть узгодження з МВФ, адже ми розраховуємо, що Україна залишиться в програмі Stand-By. Тому ми очікуємо, що бюджетний дефіцит зменшиться приблизно до 160 млрд грн або 4% ВВП.

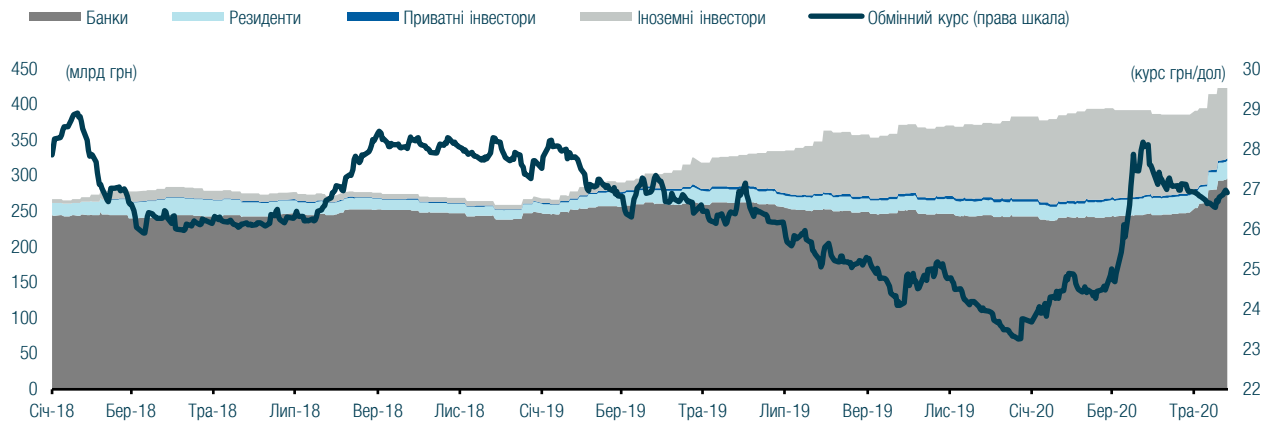
Вітчизняні інвестори забезпечать попит на ОВДП

Більшість ОВДП, розміщених у перші 5М20, мали терміни погашення до кінця року, а саме приблизно 80 млрд грн таких позик, з яких половина в іноземній валюті. Загалом фінансування бюджету цього року було від'ємним, адже погашено державного боргу було на 37 млрд грн більше, ніж отримано позик на фінансування бюджету. Це стало результатом зменшення апетиту до ризиків та падіння ставок за гривневим боргом.

Через відсутність попиту на гривневі ОВДП з боку нерезидентів Мінфін був змушений переключитися на короткострокові облігації, пропонуючи 200-300 б.п. премії до облікової ставки НБУ. Попри очікуване звуження цієї премії до 150-200 б.п. у 2П20, вона на тлі пропозиції НБУ різних інструментів з підтримки ліквідності сприятиме попиту на ОВДП з боку вітчизняних банків та інших категорій інвесторів. Саме вітчизняні інвестори забезпечать уряд більшою частиною гривневого фінансування в 2020 р., тоді як нерезиденти займатимуть очікувальну позицію майже до кінця року.

Графік 14. Структура власників гривневих ОВДП, млрд грн

Усі гривневі ОВДП без врахування портфеля НБУ й курс гривня/долар



Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

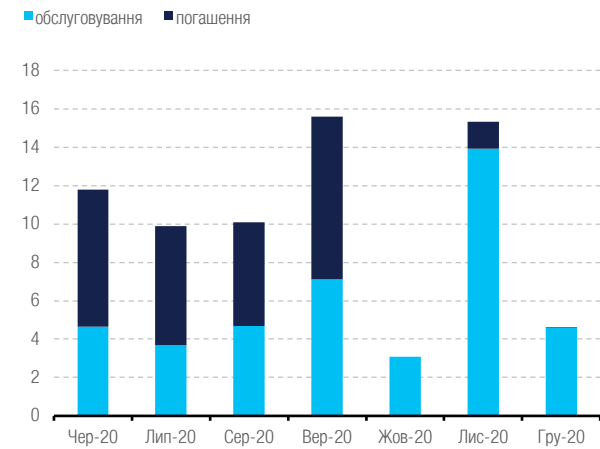
Мінфін зможе залучити близько 80 млрд грн у червні-грудні 2020 р., зокрема через відновлення попиту від нерезидентів наприкінці року

Боргові виплати, номіновані в гривні, що припадають на червень-грудень цього року, складуть 61 млрд грн (\$2.3 млрд). Ми прогнозуємо, що уряд зможе рефінансувати всі ці виплати та залучити додатково біля 20 млрд грн (\$0.8 млрд). Частково це відбуватиметься завдяки збільшенню портфеля нерезидентів до 110 млрд грн наприкінці року після його падіння нижче 100 млрд грн протягом літа. Ми очікуємо, що НБУ може знизити облікову ставку до 5.5% до кінця року, а це означатиме, що ставки за ОВДП знизяться до 7-8%. Такий рівень ставок може не бути дуже привабливим для нерезидентів, якщо брати до уваги ставки за єврооблігаціями та валютні ризики. А втім, ослаблення гривні до 28.5 грн/дол наприкінці року може посприяти відновленню інтересу нерезидентів у розрахунку на сезонне укріплення гривні в 2021 році, що може компенсувати низькі ставки.

У 2021 р. ми очікуємо, що нерезиденти зберігатимуть обережну позицію щодо гривневих ОВДП, несуттєво збільшуючи свій портфель. Натомість вітчизняні банки, що будуть підтримуватися НБУ через інструменти рефінансування, продовжуватимуть збільшувати свої портфелі ОВДП.

Графік 15. Гривневі виплати у 2020 р., млрд грн

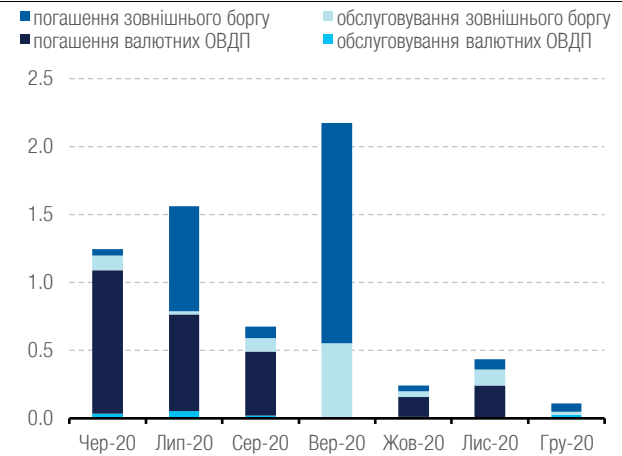
За виключенням уже здійснених виплат у 5М20



Джерело: МФУ, ІСУ

Графік 16. Графік валютних виплат за державним боргом, \$ млрд

Внутрішні та зовнішні валютні виплати у червні-грудні 2020 р.



Джерело: МФУ, ІСУ

МФО профінансують бюджетний дефіцит та зовнішні боргові виплати

Уряду необхідно залишатися в програмі МВФ та отримувати зовнішнє фінансування, щоб покрити \$7.5 млрд валютних виплат у 2020 р.

За 5М20 уряд залучив у валюті \$1.6 млрд та €1.5 млрд. З цих коштів лише €1.25 млрд були отримані від зовнішніх кредиторів. Але протягом червня-грудня 2020 р. з бюджету потрібно сплатити \$4.7 млрд за зовнішнім боргом та ще \$2.8 млрд за валютними ОВДП. Після нещодавнього погашення \$1 млрд за гарантованим США боргом наприкінці травня на валютних рахунках уряду було близько \$0.2 млрд на початку червня. Це робило програму МВФ разом з кредитами інших МФО критично необхідною для уряду, щоб профінансувати дефіцит бюджету.

У 2020 р. Україна може отримати \$4.3 млрд від МВФ та інших МФО. Також, ми очікуємо, що уряд повернеться на ринки капіталу в 2П20 із випуском єврооблігацій на \$1.5 млрд. До того ж ми очікуємо 100% рефінансування виплат за валютними ОВДП.

Таблиця 1. Валютні боргові виплати та джерела їхнього покриття в червні-грудні 2020 р. та 2021 р., \$млрд

	2020 ¹	2021		2020 ²	2021
Залишок на рахунках уряду	0.2	1.3			
Джерела фінансування у валюті	8.6	8.1	Валютні боргові виплати	7.5	8.5
МВФ	2.1	1.4	МВФ	0.5	0.5
Єврооблігації	1.5	3.0	МФО	1.0	0.6
Світовий банк	1.0	0.0	Єврооблігації	1.4	1.6
Валютні ОВДП	2.8	3.0	Єврооблігації, гарантовані США	--	1.0
ЄС (макрофіндопомога)	1.2	0.7	Інші виплати за зовнішнім боргом	0.8	0.1
			Виплата відсотків	1.0	1.7
			Валютні ОВДП	2.8	3.0
Очікуваний залишок валюти на кінець року	1.3	0.9			

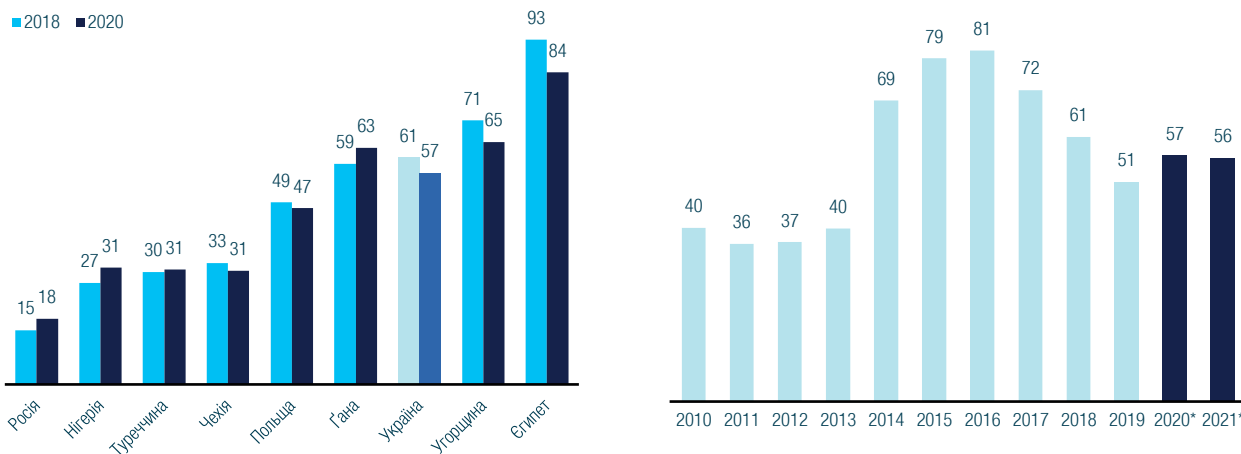
Джерело: МФУ, ІСУ. Примітки: [1] Станом на 1 червня 2020 р.; [2] має бути сплачено протягом червня-грудня 2020 р.

Відношення боргу до ВВП складе 57% у 2020 р. та майже не зміниться в 2021 р.

Усі згадані позики у всіх валютах складуть цього року 200-220 млрд грн, що матиме відображення в збільшенні відношення боргу до ВВП до 57%, що є помірним показником.

Графік 17-18. Відношення боргу до ВВП України та низки країн, %

Протягом 2014–2017 рр. відношення боргу до ВВП в Україні було значно вищим за порівнювані країни, але завдяки укріпленню гривні та стабільному зростанню економіки Україна має шанс втримати це відношення нижче 60% попри кризу



Джерело: МВФ, МФУ, Держстат, ІСУ.

Джерело: МФУ, Держстат, ІСУ. Примітки: [*] прогноз ІСУ

Поступове відновлення на світових ринках та діюча програма МВФ мають дозволити уряду отримати дуже важливе фінансування і у 2021 р., зокрема ще принаймні один транш МВФ та \$0.7 млрд допомоги від ЄС. Також ми очікуємо, що Україна успішно зможе розмістити єврооблігації на \$3 млрд. Бюджетний дефіцит на рівні 4% ВВП, чисті запозичення на рівні 160 млрд грн та відносно стабільний курс гривні дозволять зберегти відношення боргу до ВВП на рівні, близькому до цьогорічного показника.

Монетарна політика: Зниження ставок триває

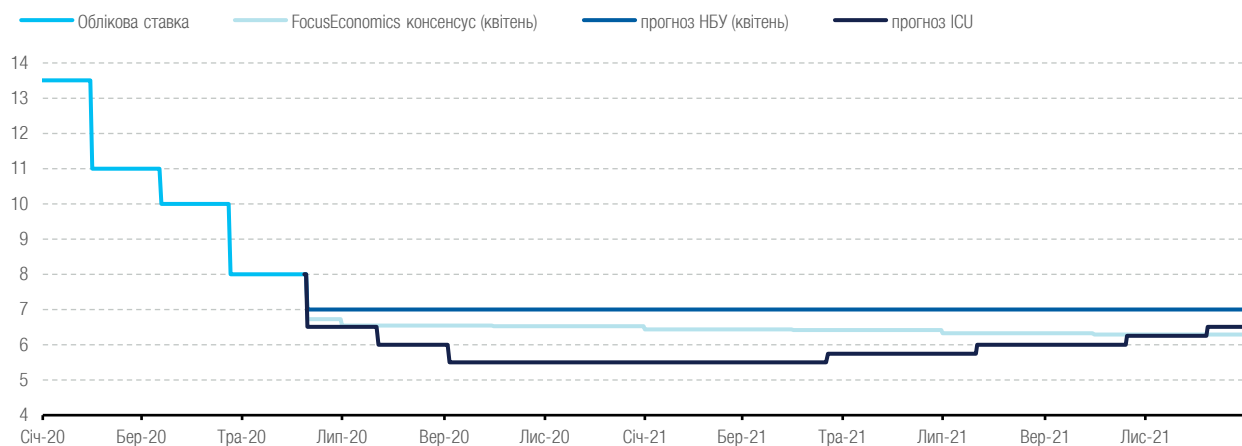
- НБУ знизить ставку до 5.5% до кінця 2020 р., що менше поточних очікувань
- Дохідність облігацій та ставки за банківськими депозитами й кредитами знижуватимуться слідом за обліковою
- Банки будуть більш обережними: кредитування залишатиметься слабким, попри зусилля уряду щодо його стимулювання

За зниженням облікової ставки в 2020 р. може слідувати невелике її підвищення наступного року

НБУ пішов на більш різке зниження ставок, оскільки інфляція виявилася нижчою, а скорочення попиту – більшим, ніж прогнозував НБУ ще у квітні. Ми очікуємо, що споживча інфляція збережеться на рівні 2-3% до 4кв20. Слабке зростання цін та менший попит підштовхують НБУ продовжити цикл послаблення та знизити облікову ставку до 5.5% до вересня. Попередній, квітневий, прогноз НБУ передбачав незмінну ставку на рівні 7% у 2П20 та протягом наступного 2021 р. Очікується, що з послабленням гривні та відновленням цін на енергоносії НБУ збереже та утримається від зміни ставки в 4кв20. У 2021 р. Нацбанк поступово підвищить ставку до 6.5%, реагуючи на відновлення попиту та інфляційного тиску.

Графік 19. Прогноз облікової ставки, %

Ми очікуємо зниження облікової ставки до кінця року, поки інфляція не досягне цілі НБУ

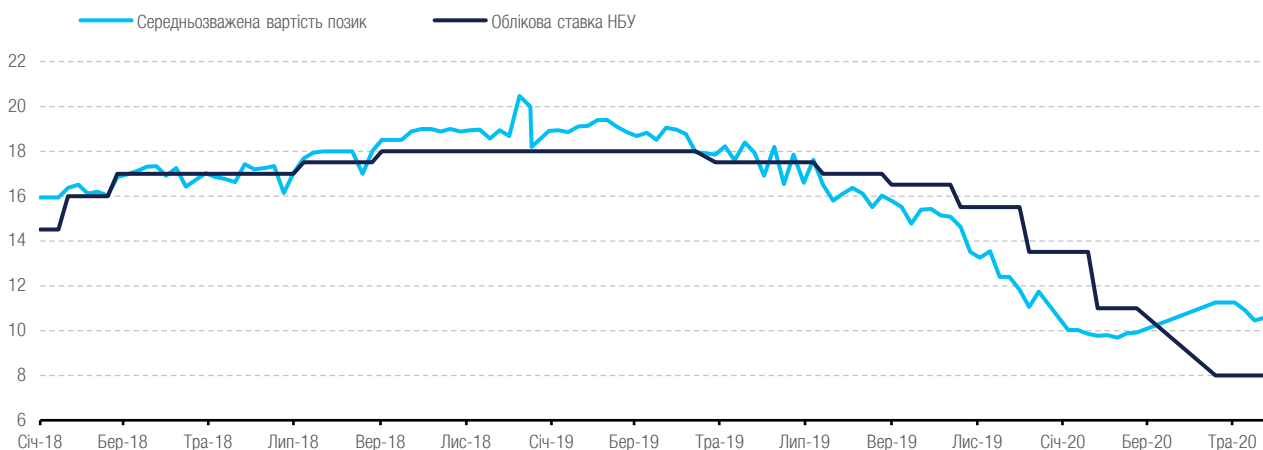


Джерело: НБУ, FOCUS ECONOMICS, ICU

Премія за ОВДП до облікової ставки має знизитися

Протягом декількох років дохідності ОВДП дуже залежать від облікової ставки НБУ із короткочасними відхиленнями під впливом притоку дешевших грошей від нерезидентів. Зі зменшенням попиту на ОВДП від іноземців Міністерству фінансів довелося запропонувати додаткову премію до облікової ставки, щоб підвищити привабливість облігацій для вітчизняних банків.

Графік 20. Середньозважена вартість гривневих запозичень та облікова ставка НБУ, %



Джерело: МФУ, НБУ, ICU.

Мінфіну довелося пропонувати премію до облікової ставки, яка до кінця року має зменшитися до 150-200 б.п.

Ми не очікуємо, що нерезиденти кардинально змінять своє бачення українського боргу серед інвестицій. Принаймні до осені ми очікуємо поступове скорочення портфеля гривневих ОВДП у власності нерезидентів. Без попиту з-за кордону Мінфін буде змушений і надалі платити премію до облікової ставки. Наразі така премія становить 200-300 б.п. і зберігатиметься переважно незмінною протягом літа. Пізніше цього року з поступовим відновленням попиту від нерезидентів та адаптуванням вітчизняних банків до нових монетарних реалій ця премія може звузитися до 150-200 б.п. Тож ставки за ОВДП і надалі будуть повторювати рух облікової ставки НБУ.

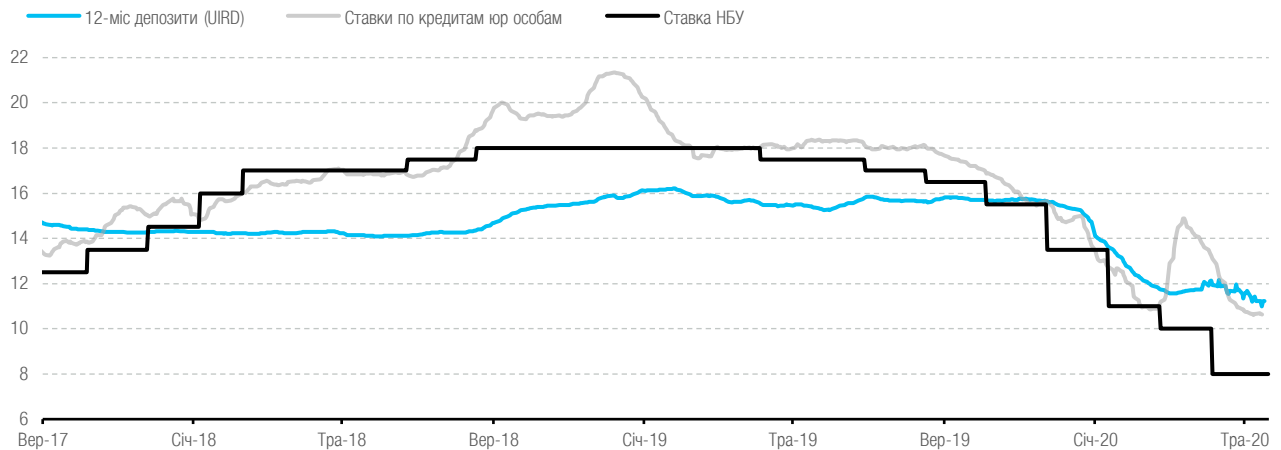
Банківські депозити здебільшого не відчували впливу пандемії

COVID-19 мав досить обмежений вплив на банківські депозити; після короткого та помірною відтоку їх обсяг стабілізувався. Вклади фізичних осіб скоротилися на 0.5% у березні за вирахуванням ефекту обміну валют, але у квітні знову зросли на 2.7%. Депозити без дострокового вилучення були запроваджені менше п'яти років тому, але виявились ефективними в ситуації, коли виникає турбулентність. Банки навряд чи будуть конкурувати за депозити вищими ставками, оскільки вони хотіли б уникнути значного падіння чистої процентної маржі на фоні зменшення балансів.

Водночас зростають обсяги готівкових операцій за межами банківської системи. Зростання М0 в обігу (24% р/р у травні порівняно з 3-10% річного зростання протягом 2019 року) відповідає світовим тенденціям. Це, імовірно, є результатом збільшення долі тіньової економіки, яка змушена працювати напівлегально під час карантину та накопичення готівки населенням про запас.

Графік 21. Динаміка ставок у гривні, %

Ставки за кредитами та депозитами в гривні знижуватимуться за обліковою ставкою



Джерело: НБУ, ICU

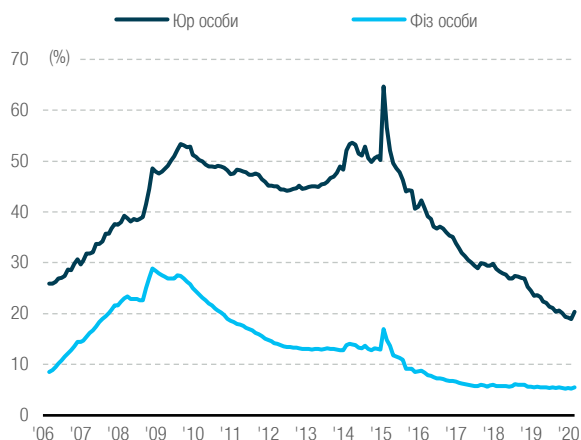
Брак надійних позичальників посилюється

Українські банки довгий час страждають від дефіциту надійних позичальників. Зважаючи на вразливість деяких галузей до наслідків карантину та очікувані повільні темпи відновлення після епідемії, ця проблема лише загостриться. Топ-позичальники мають відносно легкий доступ до необхідного кредиту. На піку кризи COVID-19, саме тоді як гривня швидко девальвувала, українські банки наростили кредитування корпоративному сектору. Валові кредити в гривні для юридичних осіб збільшились у березні на 17 млрд. грн. (+ 4% м/м), що було одним з найбільших щомісячних приростів за останні шість років. Однак це більше свідчення обмеженого попиту на позики в кращих позичальників. На фоні знецінення національної валюти експортерам потрібне було кредитування в гривні, щоб не продавати валютну виручку для фінансування поточних витрат. Цей борг здебільшого є короткостроковим і поступово буде погашений у міру нормалізації валютного ринку. У наступні місяці не спостерігалось збільшення кредитування, незважаючи на пом'якшення монетарної політики.

Слабкий попит з боку позичальників, яких банки хотіли б фінансувати, обмежений доступ до кредитів від позичальників, що допустили дефолт, а також МСБ, які часто працюють за межами банківської системи, призвели до подальшого делевереджу банківської системи. У березні співвідношення валових корпоративних кредитів до ВВП досягло 20% - найнижчого за десятиліття значення. Більше того, ця цифра значною мірою завищена, оскільки 54% валових позик у банківському секторі - це непрацюючі кредити, розміщені переважно в державних банках. Україна вже взяла на себе зобов'язання скоротити та реструктуризувати ці кредити, і можна очікувати їх поступового списання, а також незначних погашень.

Графік 22. Співвідношення валових кредитів до ВВП

Десятиріччя делевереджу знизило співвідношення до рекордно низьких рівнів



Джерело: НБУ, ІСУ

Державні програми можуть збільшити валові кредити на суму до 1% ВВП

До початку світової пандемії уряд розпочав програму вирішення проблеми нерівного доступу до кредитів, надаючи позики МСБ за пільговими ставками через уповноважені банки. Міністерство фінансів має покрити різницю між розміром ринкової та пільгової ставки. Зміна макроекономічних умов вимагала адаптації програми з метою включення наявних позик та надання державних гарантій позичальникам з недостатньою заставою.

Ця ініціатива може мати результатом збільшення портфеля валових кредитів у еквіваленті до 1% ВВП за рахунок сегменту, який має обмежений доступ до кредитного ресурсу. Однак його обсяг не здатен перекрити загальний делевередж банківської системи, який триватиме.

Споживче кредитування на паузі

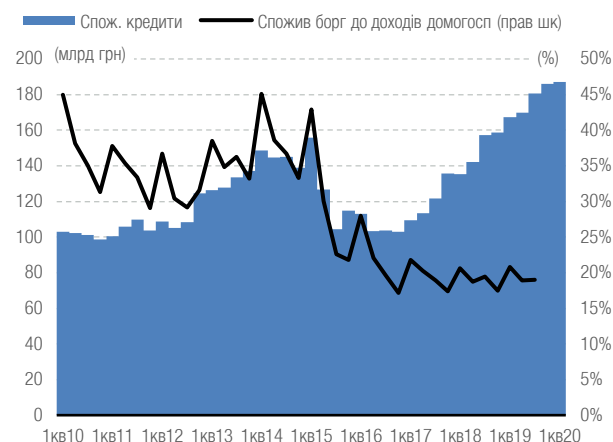
Зростання валових споживчих кредитів припиниться після кількох років активного росту

Споживчі кредити зростали протягом останніх трьох років на 10-50% р/р. Однак, швидше за все, банки зменшать відсоток схвалених кредитів та зріжуть кредитні лінії в очікуванні зниження доходу домогосподарств. Банки фізично не в змозі надати POS-кредити в офлайн магазинах протягом періоду карантину. Крім того, споживчі настрої погіршилися, оскільки люди неохоче витрачають кошти в період невизначеності. Нових виданих позик буде недостатньо, щоб забезпечити зростання портфелів через їх погашення. Тому ми очікуємо, що валові кредити для домогосподарств у гривнях призведуть до відсутності зростання (0% р/р) на кінець цього року порівняно з приростом в 26.2 р/р у 2019 р.

Плани уряду відновити іпотечне кредитування, яке залишалося маргінальним сегментом протягом більш ніж десятиліття, може стати можливим після 2020 р. Поки що іпотечні кредити з 10-відсотковою процентною ставкою можуть бути можливими лише за умови урядової програми. Однак іпотека – наступний логічний крок для банків, оскільки ринок споживчих кредитів буде близький до насичення.

Графік 23. Заборгованість по споживчим кредитам

Споживче кредитування навряд чи досягне рівня буму 2012/13



Джерело: НБУ, ІСУ

Економіка: Попереду поступове відновлення

- Українська економіка краще готова до нової кризи, ніж до попередніх
- Після відкриття економіки пригнічений попит буде гальмувати відновлення
- Ринок праці переходить від дефіциту до надлишку робочої сили

Початковий шок для економіки – з боку пропозиції

ВВП сягає дна в 2кв20 через обмежувальні заходи

Квітневі дані підтвердили негативні наслідки від пандемії та продовжених обмежень на подорожі та некритичну торгівлю: пасажирські перевезення різко впали, у промисловості, торгівлі та вантажоперевезеннях поглибилося зниження, тоді як сільське господарство залишалось стійким. За нашими оцінками, падіння ВВП у квітні поглибилося до 12% р/р у порівнянні з 4.5% р/р у березні. Зважаючи на поступове послаблення карантину всередині країни та раніше, ніж очікувалося, відкриття економічної діяльності у всьому світі в травні, схоже, що українська економіка пройшла своє дно у квітні. Ділова активність повертається, і спостерігаються ознаки відновлення таких високочастотних показників, як виробництво електроенергії, відстані, подолані пішки та автомобілями, кількість вакансій тощо. Однак "розморозування економіки" все ще сильно стримувалось обмеженнями щодо функціонування громадського транспорту та іншими заходами соціального дистанціювання. У результаті ми очікуємо, що падіння ВВП становитиме близько 10% р/р у 2кв20.

Початковий шок для економіки значною мірою був з боку пропозиції, частину якої було адміністративно відключено. Відкриття економіки допоможе швидко відновити "потенційний випуск", але, швидше за все, не до початкового рівня: з різних причин окремі підприємства не зможуть відкритись (див. Графік 24). Більше того, зростання потенціалу після карантину залишатиметься нижчим, ніж до кризи COVID-19 (2.5-3.0% порівняно з 3.5-4.0%) через падіння інвестицій під час карантину, збільшення операційних витрат для ведення бізнесу (через необхідність забезпечити дистанцію та медичний захист у нових реаліях), посилення протекціонізму в усьому світі, ускладнення або розрив традиційних ланцюгів створення доданої вартості тощо. Водночас криза може позитивно вплинути на показники продуктивності через низку каналів, наприклад, через менші витрати на енергоресурси, активний перехід на віддалені методи роботи, продажу та навчання тощо.

Відновлення буде важким через пригнічений попит

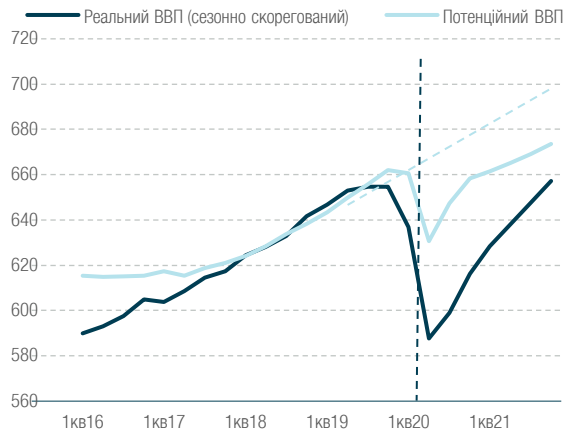
Пригнічений попит гальмуватиме відновлення

Із середини 2020 року провідна роль у спричиненні економічного спаду переходить від обмежувальних заходів до пригніченого попиту. Ми припускаємо, що його відновлення буде більш тривалим процесом, ніж "включення потенціалу". Хоча на першому етапі можлива певна реалізація відкладеного попиту, втрати в доходах споживачів і підприємств та обмежені фіскальні стимули завадять швидкому відновленню. Додатковим фактором буде очікуване підвищення схильності до заощаджень на тлі обережної поведінки людей, які побоюватимуться звільнень та другої хвилі пандемії.

Хоч і значне, скорочення попиту є м'якшим порівняно з попередніми кризовими епізодами. Акумулявання від'ємного розриву випуску прогнозується на рівні 10.5% річного ВВП порівняно з 16.2% під час та після кризи 2008-09 рр. та 13.6% для кризи 2014-15 рр. (див. Графік 25).

Графік 24. Фактичний і потенційний реальний ВВП, млрд грн, у цінах 2016 року, сезонно скорегований

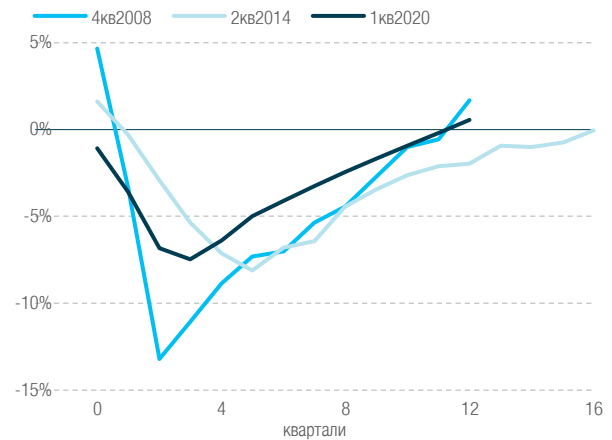
Потенційний ВВП відновлюється швидко до докризового рівня, але подальше зростання є повільним



Джерело: Держстат, ICU.

Графік 25. Розрив випуску, % від потенційного ВВП, перший квартал наведений у легенді

Відновлення попиту цього разу є швидшим, однак усе ще тривалим



Джерело: Держстат, ICU.

Такий результат визначається стійким макроекономічним підґрунтям та надійним станом банківської системи до кризи, обмеженою вразливістю до впливу капіталу та сприятливими змінами в умовах торгівлі. Порівняння цих факторів з попередніми кризовими епізодами представлено в Таблиці 2.

Таблиця 2. Визначальні фактори глибини початкового формування та швидкості подальшого закриття від'ємних розривів випуску

Негативний вплив позначається червоним кольором, нейтральний – жовтим, позитивний – зеленим

	2008-2010	2014-2017	2020-??
Зовнішній попит	Різне падіння у світі через Глобальну фінансову кризу, досить швидке відновлення в 2010-11 рр.	Сильне падіння попиту з боку Росії, що частково компенсувалося попитом з боку ЄС внаслідок реалізації угоди про асоціацію	Помірне падіння попиту на метали, але попит на продукти харчування та ІТ-послуги залишається стійким
Умови торгівлі	Сильні негативні ефекти через різке падіння цін на чорні метали	Поступове зниження цін на сировину, але втрати для експортних цін були частково компенсовані зниженням цін на енергоносії	Падіння цін на енергоносії в умовах відносно стабільних цін на експортні товари (залізна руда, сталь, зерно)
Потоки капіталу	Значні обсяги відпливу капіталу на тлі високого дефіциту поточного рахунку	Значні обсяги відпливу капіталу на тлі високого дефіциту поточного рахунку	Різка зупинка припливу капіталу була достатньо обмеженою
Фіскальні заходи	Дефіцит бюджету був підвищений з 3% ВВП у 2008 р. до 6% ВВП у 2009-10 рр.	Потужна фіскальна консолідація в 2015-16 рр.	Заплановане зростання дефіциту бюджету з 2% ВВП до 7.5% ВВП
Реакція монетарної політики	Боротьба з девальвацією та інфляцією, жорсткі заходи контролю за рухом капіталу	Боротьба з девальвацією та інфляцією, жорсткі заходи контролю за рухом капіталу	Зниження процентних ставок, надання ліквідності
Реакція банківської системи	Зупинка кредитного буму, делевердж пом'якшувався фіскальними та монетарними стимулами	Повноцінна банківська криза, за якою слідував значний делевердж	Банківська система готова надати кредитні канікули, нові державні програми стимулювання кредитування
Екзогенні фактори	Лопання бульбашки на ринку нерухомості	Екстремальна невизначеність через військовий конфлікт	Висока невизначеність, пов'язана з другою хвилею пандемії

Джерело: ICU

Попереду поступове відновлення

Реальний ВВП впаде на 6.7% у 2020 р. та зросте на 5.7% у 2021 р.

Поєднуючи ефекти з боку попиту та пропозиції, ми очікуємо криву економічного відновлення більш схожу на значок Nike. Така крива передбачає різкий сплеск після закінчення карантину, який швидко вщухає в 2П20 і надалі переходить у повільне повернення до передпандемічної траєкторії. У нашому базовому сценарії реальний ВВП у 2020 р. падає на 6.7%, а у 2021 р. зростає на 5.7%.

Слабкий внутрішній попит у 2020 р.

У 2020 р. скорочення внутрішнього попиту є основним драйвером економічного спаду. Приватне споживання скоротиться на 5.8%, і насамперед впадуть закупки товарів тривалого користування, витрати на подорожі та послуги готелів і ресторанів. Крім того, після чотирьох років потужного зростання інвестиції в основний капітал знизяться на 16%. Компанії будуть набагато обережнішими у своїх інвестиційних проектах, зокрема через відсутність достатнього попиту як за кордоном, так і всередині країни. Водночас ми очікуємо збільшення інвестицій у медицину та фармацевтику, ІТ, організацію віддаленої роботи, автоматизацію та робототехніку. Певний попит буде генерувати аграрний сектор, враховуючи його високі доходи цього року та відкладені кошти на придбання землі у зв'язку із затягуванням запуску повноцінного ринку. Продовження реалізації державних інфраструктурних проектів надасть додаткову підтримку. Однак усі ці ініціативи не зможуть повністю компенсувати скорочення інвестицій у «традиційні» сектори. Водночас внесок чистого експорту стане доданим уперше з 2015 р.

Натомість у 2021 р. внутрішній попит буде драйвером відновлення, тоді як внесок чистого експорту повернеться до від'ємних значень.

Таблиця 3. Реальний ВВП та його компоненти за методом кінцевого використання, % р/р

	2019	2020(П)	2021(П)
Реальний ВВП	3.2%	(6.7%)	5.7%
Кінцеві споживчі витрати	8.1%	(6.1%)	6.0%
домашніх господарств	11.9%	(5.8%)	7.1%
сектору загального державного управління	(4.9%)	(11.0%)	1.0%
Валове нагромадження капіталу	(19.9%)	(18.3%)	21.2%
валове нагромадження основного капіталу	14.2%	(15.8%)	15.0%
Експорт товарів і послуг	6.7%	(11.0%)	10.7%
Імпорт товарів і послуг	6.3%	(13.3%)	13.4%

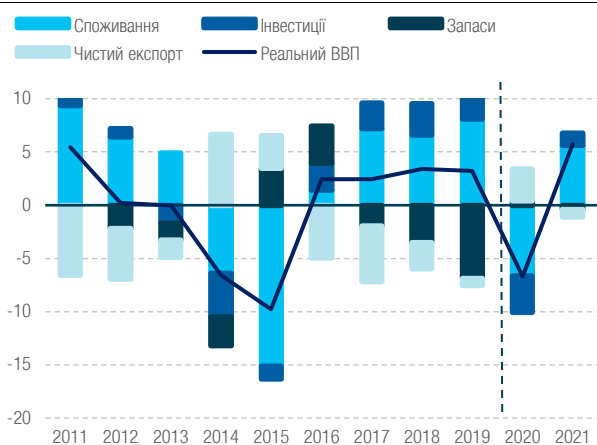
Джерело: Держстат, ICU.

Українська економіка виглядає стійкою в порівнянні з іншими країнами

На відміну від попередніх криз, падіння економіки в Україні очікується дещо м'якшим порівняно із середніми показниками в Європі завдяки нижчій частці послуг у ВВП та відносно помірній кількості випадків COVID-19 (див. Графік 27). Однак недостатньо значні стимули зумовлять гірші результати порівняно з більшістю країн Центральної та Східної Європи.

Графік 26. Компоненти росту реального ВВП, % р/р

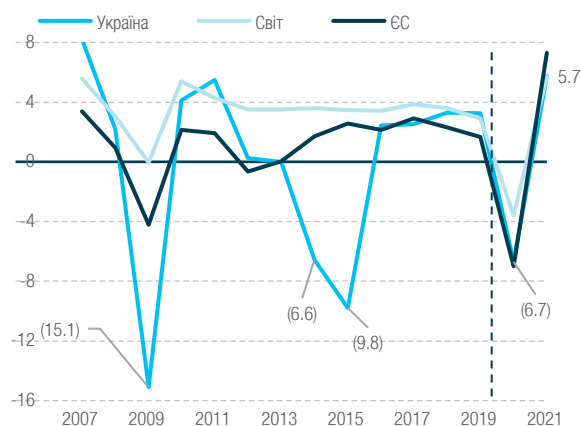
У 2020 році падає внутрішній попит, а внесок чистого експорту стає додатним



Джерело: Держстат, ІСУ.

Графік 27. ВВП в Україні та світі, % р/р

Цього разу криза в Україні не є глибшою, ніж у порівняних країнах



Джерело: Держстат, ІСУ.

Зростання безробіття буде відносно помірним

Ринок праці переходить від дефіциту до надлишку робочої сили

Стан ринку праці різко зміниться через кризу COVID-19. Дефіцит робочої сили та швидке зростання заробітних плат зміняться на профіцит робочої сили та скорочення заробітних плат. Під час карантину багато працівників були звільнені. Не всі вони зможуть знайти роботу після відновлення економіки через тривалий негативний ефект на попит та зміну бізнес-моделей окремими компаніями. Крім того, низка фізичних осіб-підприємців можуть стати безробітними, оскільки вони не зможуть відкрити свій бізнес після карантину. Ми не очікуємо, що урядові програми для підвищення зайнятості будуть успішними, оскільки їхні плани враховують уже існуючі робочі місця і є низькооплачуваними. Водночас українські компанії часто вважають за краще відправляти працівників у неоплачувану відпустку або зменшувати кількість робочих днів замість звільнення. Тому ми прогнозуємо, що зростання безробіття не буде настільки різким, як у інших країнах. В Україні ми передбачаємо зростання рівня безробіття приблизно до 10% у 2020 р. з 8.2% у 2019 р. з поступовим зменшенням у наступні роки.

Однак така поведінка компаній на ринку праці в поєднанні з нижчою мобільністю працівників посилить тиск на заробітну плату. Тому після чотирьох років потужного зростання заробітних плат ми очікуємо, що реальна заробітна плата цього року буде на рівні попереднього року, а наступного року зростатиме повільно.

Інфляція: Повільно зростатиме

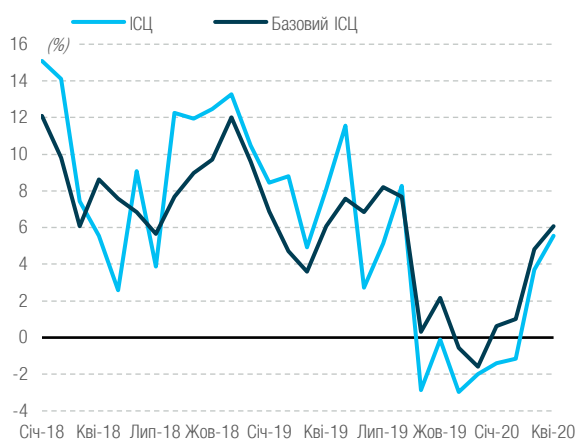
- Інфляція залишилася слабкою на початку 2020 р.
- Послаблення гривні та відновлення цін на енергоресурси прискорять зростання ІСЦ лише до 4.2% р/р наприкінці 2020 р. та до 5.3% р/р у 2021 р.
- Пригнічений споживчий попит та слабе зростання заробітних плат стримуватимуть інфляційний тиск

У квітні інфляція впала до найнижчого рівня з 2013 р.

Після тривалого періоду низької інфляції, в березні-квітні 2020 року ціни відновили зростання темпами близькими до 5%, якщо дивитися на сезонно скориговані аннуалізовані темпи зростання порівняно з попереднім місяцем (див. Графік 28). Однак ми вважаємо, що цей результат є тимчасовим і відображає згасаючі ефекти девальвації гривні в 1кв20 та панічний попит на критичні товари. До того ж таке м/м прискорення було нижчим, ніж очіувалося, і річна інфляція у квітні сповільнилася до 2.1%. Річний показник базової інфляції також був низьким – 3.1%, залишаючися майже незмінним із січня. Показники інфляції підтверджують той факт, що загальне скорочення сукупного попиту поки що перевищує згасаючий ефект нещодавнього послаблення обмінного курсу гривні.

Графік 28. ІСЦ і базовий ІСЦ, % м/м ссат

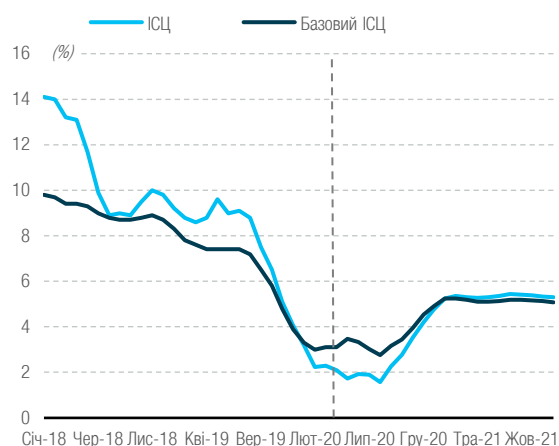
У березні-квітні сезонно скориговані аннуалізовані темпи зростання цін порівняно з попереднім місяцем відновилися



Джерело: НБУ, Держстат, ICU.

Графік 29. ІСЦ і базовий ІСЦ, % р/р

Прискорення очікується тільки восени



Джерело: Держстат, ICU

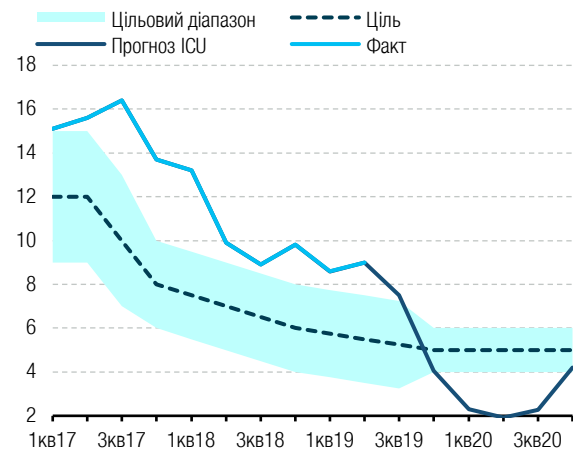
Інфляція зростає до 4.2% р/р у 2020 р. і до 5.3% р/р у 2021 р.

Враховуючи слабкий попит та відносно стабільний обмінний курс, ми очікуємо досить низьку інфляцію в наступні місяці. Інфляційний тиск повинен посилитися восени через ослаблення обмінного курсу, зростання світових цін на енергоносії та поступове відновлення внутрішнього попиту переважно на продукти харчування. Однак ми очікуємо, що споживча інфляція повернеться до цільового діапазону НБУ лише наприкінці 2020 року, закінчивши рік на позначці 4.2%. Протягом 2021 р. споживча інфляція буде близькою до 5%. Інфляція визначатиметься помірним зростанням цін на імпортовані товари та відновленням внутрішнього попиту внаслідок м'яких монетарних умов та поступової фіскальної консолідації.

Водночас значна частка продуктів харчування в кошику ІСЦ та можливі ефекти карантину роблять ці прогнози та оцінку їхніх ризиків об'єктом надзвичайно високої невизначеності в цьому році.

Графік 30. Інфляція: прогноз і цілі НБУ, % р/р

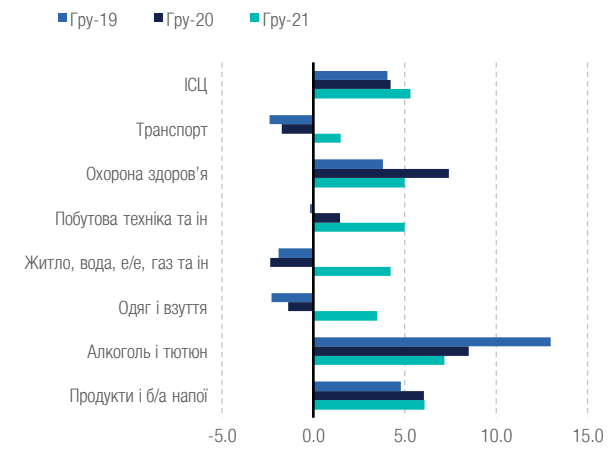
Інфляція буде нижче цільового діапазону НБУ майже весь 2020 р.



Джерело: НБУ, Держстат, ІСУ.

Графік 31. Інфляція: за компонентами, % р/р

Продовольча інфляція визначатиме кінцевий результат завдяки своїй високій частці в споживчому кошику



Джерело: Держстат, ІСУ

Платіжний баланс: Поточний рахунок компенсує вплив капіталу

- Завдяки сприятливим умовам торгівлі та падінню внутрішнього попиту поточний рахунок буде в профіциті в 2020 р. та незначному дефіциті в 2021 р.
- Раптова зупинка потоків капіталу спричинила «м'яку» валютну кризу в 2кв20
- Гривня залишається сильною, але незначно послабиться в 2П20 на тлі пом'якшення монетарної політики та повернення дефіциту поточного рахунку

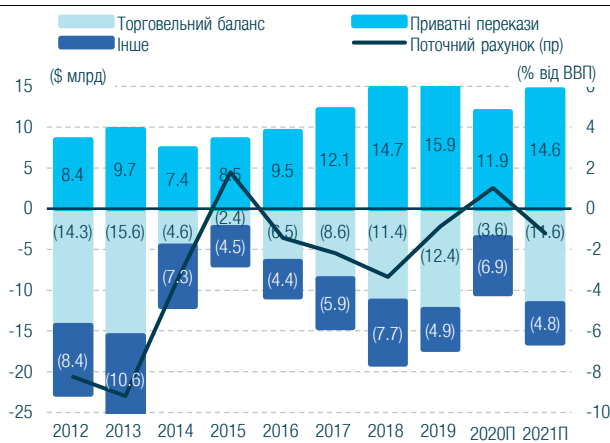
Поточний рахунок отримує підтримку від падіння внутрішнього попиту та сприятливих умов торгівлі

Поточний рахунок покаже дефіцит 1% ВВП у 2020 р. внаслідок різкого падіння імпорту та низьких цін на газ і нафту

Пандемія коронавірусу та стримувальні заходи в Україні спричинили різке падіння попиту на складні товари та послуги, а також на обладнання та інші основні засоби. Крім того, зниження світового попиту призвело до падіння цін на нафту та природний газ до 10-річних мінімумів. Унаслідок у 2020 р. дефіцит торговельного балансу України скоротиться на 71% до \$3.6 млрд або 2.4% ВВП, зумовлюючи формування профіциту поточного рахунку виросте на рівні 1% ВВП.

Графік 32. Поточний рахунок України, \$ млрд, % від ВВП

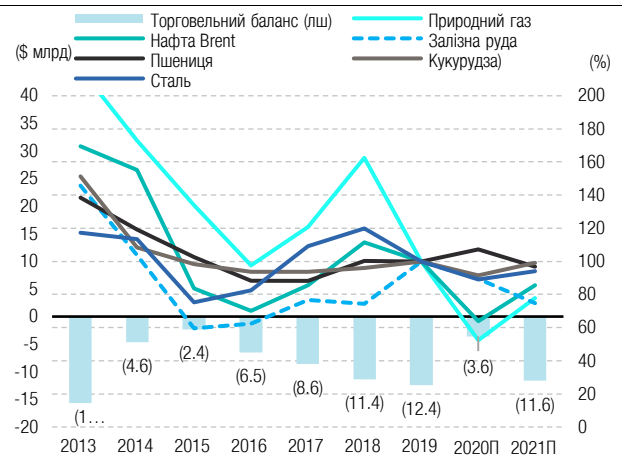
Профіцит поточного рахунку буде на рівні 1% ВВП завдяки торговельному балансу. У 2021 р. профіцит зміниться дефіцитом в 1.9% ВВП



Джерело: НБУ, Укрстат, ICU.

Графік 33. Ціни на сировину (2019=100) та торговельний баланс (\$ млрд)

Зміна цін на енергоносії продовжує значним чином впливати на торговельний баланс України



Джерело: НБУ, Укрстат, ICU.

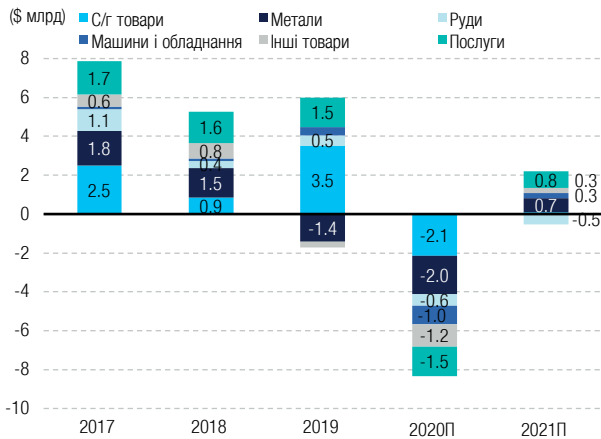
У 2020 р. експорт скоротиться на 13% до \$55 млрд переважно за рахунок зниження надходжень від поставок металургійної продукції, залізної руди, с/г продукції та машин і обладнання. Серед цінових факторів найзначнішим буде зменшення ціни на сталь (-11% р/р) та залізну руду (-10% р/р). Водночас фізичні обсяги експорту металів та машин і обладнання знизяться на 10% р/р та 20% р/р відповідно. Експорт послуг зменшиться через нижчі обсяги транзиту газу та зменшення подорожей і транспортних потоків.

Однак падіння імпорту в 2020 р. повинно перевищити падіння експорту більш ніж удвічі, тому ми очікуємо, що імпорт знизиться на 23% р/р до \$59 млрд. Майже третину загального падіння імпорту зумовить зменшення закупівель енергоресурсів (-41% р/р) на тлі зниження цін, падіння споживання та великих запасів природного газу. Другим

найбільшим чинником має стати падіння імпорту машин та обладнання на 19% р/р. Найбільший вплив на зниження імпорту послуг (-22% р/р) матиме скорочення витрат на подорожі та транспортні перевезення.

Графік 34. Зміна українського експорту, \$ млрд, р/р

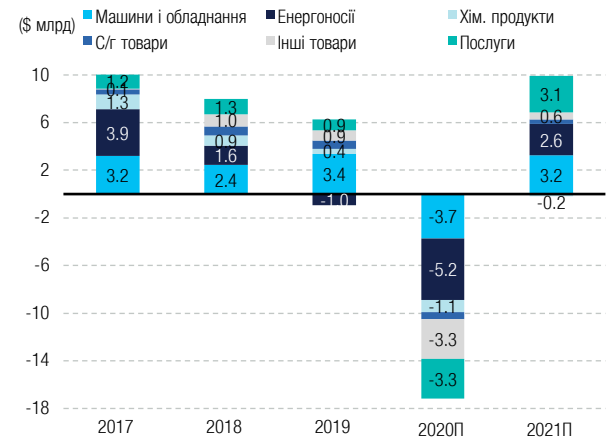
С/г продукція, метали, руди та машини й обладнання будуть головними чинниками скорочення українського експорту в 2020 р.



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 35. Зміна українського імпорту, \$ млрд, р/р

Головним рушієм скорочення імпорту будуть нижчі обсяги закупівель енергоресурсів та нижчі ціни на них



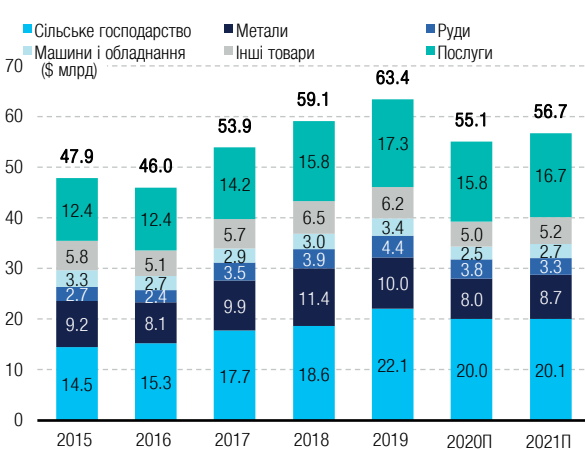
Джерело: НБУ, ICU.

Ми очікуємо, що скорочення дефіциту торгівлі буде достатньо великим, щоб покрити втрати поточного рахунку через зменшення грошових переказів трудових мігрантів. Валові грошові перекази повинні знизитися на 25% до \$11.9 млрд. Ми вважаємо, що стійкість економік Центральної та Східної Європи до впливу COVID-19 та високий попит на робітників з України знижують ризики для нашого прогнозу щодо грошових переказів.

Ми також очікуємо, що одна з ключових статей витрат поточного рахунку, репатріація дивідендів, скоротиться на 20% до \$2.6 млрд у 2020 р., оскільки багато українських корпорацій мають перейти в режим збереження грошових коштів з огляду на економічний спад і викликані ним труднощі доступу до валютного капіталу.

Графік 36. Експорт товарів та послуг з України, \$ млрд

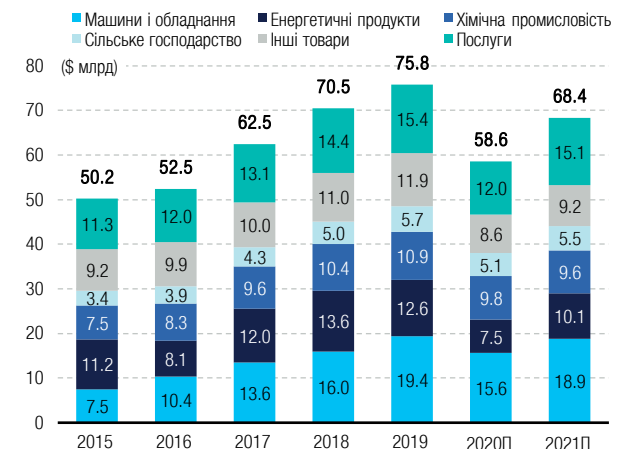
Експорт скоротиться на 13% у 2020 р. та виросте лише на 3% у 2021 р.



Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Графік 37. Імпорт товарів та послуг в Україну, \$ млрд

Імпорт скоротиться на 23% у 2020 р. та виросте на 17% у 2021 р.



Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

У 2П20 профіцит поточного рахунку зміниться дефіцитом. Ми прогнозуємо дефіцит поточного рахунку на рівні 1.2% ВВП у 2021 р. переважно через збільшення дефіциту торговельного балансу майже утричі – до \$11.6 млрд або 7.6% ВВП на ґрунті відновлення внутрішнього попиту та зростання цін на нафту та природний газ. Імпорт машин та обладнання, енергоносіїв та послуг повинен стати основним чинником загального зростання імпорту на 17% в 2021 р. Ми очікуємо, що витрати на подорожі, ключовий елемент імпорту послуг, виростуть на 40% у 2021 р., але все ще будуть на 3% нижчими, ніж у 2019 р. Темпи росту експорту будуть помірними в 2021 р. (+3% р/р), переважно через слабкий попит на метали, зниження цін на залізну руду та очікуване зниження на 40% обсягів транзиту російського газу через Україну.

Чистий приплив капіталу відновиться в 2021 р.

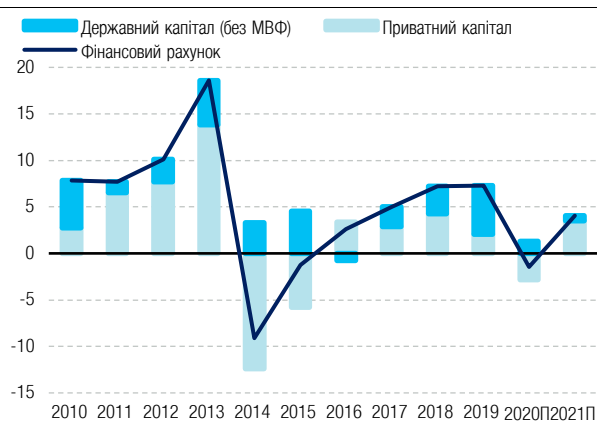
У 2020 р. відплив капіталу був досить короткочасним та помірним за масштабами

Як і більшість країн, що розвиваються, Україна зіштовхнулася із відпливом капіталу через збільшення турбулентності на світових фінансових ринках. Однак, на відміну від інших країн та попередніх криз платіжного балансу в Україні, цього разу відплив капіталу був досить короткочасним та помірним за масштабами. За нашими оцінками, чистий відплив капіталу в 2020 р. становитиме приблизно \$1.5 млрд порівняно з \$15 млрд у 2014-15 рр. Як зазвичай у кризові періоди відплив капіталу генерувався приватним сектором, тоді як запозичення державного сектору через офіційні канали частково компенсували цей відплив. Однак цього року чистий приплив капіталу до державного сектору був незначним і навіть меншим, ніж у попередні роки (зауважимо, що кредити МВФ ми враховуємо окремо). Це пов'язано із значним погашенням зовнішнього боргу та скороченням ОВДП у власності іноземних інвесторів у 2020 р. Окрім вже згаданого офіційного фінансування (€1.7 млрд від ЄС, \$1 млрд від Світового банку, \$0.5 млрд своп-операції НБУ з ЄБРР), ми очікуємо, що уряд повернеться на міжнародні ринки капіталу та розмістить єврооблігації на суму \$1.5 млрд у 2П20 та \$3 млрд у 2021 р.

Ми очікуємо зменшення прямих іноземних інвестицій у приватний сектор у 2020 р., часткове погашення ним боргів та продовження накопичення іноземних активів. Унаслідок чистий відплив капіталу з приватного сектора становитиме \$3 млрд (для порівняння у 2014-15 рр. відплив був \$18 млрд). У 2021 р. приватний сектор знову стане чистим реципієнтом капіталу, загалом розміром близько \$3.5 млрд.

Графік 38. Фінансовий рахунок, \$ млрд

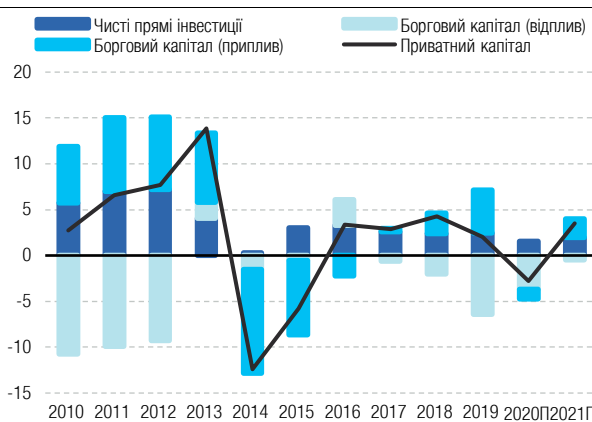
У 2020 р. сальдо фінансового рахунку буде від'ємним на тлі відпливу капіталу з приватного сектора



Джерело: НБУ, ІСУ.

Графік 39. Потоки капіталу в приватний сектор, \$ млрд

Приплив іноземного капіталу зупиниться в 2020 р., але резиденти продовжать накопичувати іноземні активи. У 2021 р. приплив капіталу до приватного сектору відновиться.



Джерело: НБУ, ІСУ.

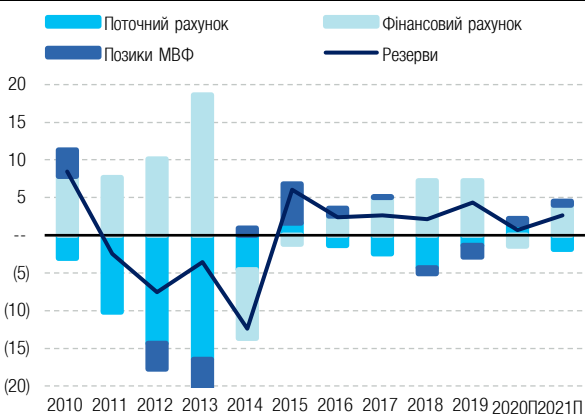
Міжнародні резерви продовжать зростати у 2020-21 рр.

Рівень адекватності резервів за композитною мірою МВФ у 2021 р. збільшиться до 100%

Профіцит поточного рахунку в 2020 р. буде нівельований відпливом капіталу за фінансовим рахунком. Відповідно збільшення резервів на \$0.9 млрд відбуватиметься винятково за рахунок першого траншу програми МВФ (\$2.1 млрд). У 2021 р., незважаючи на повернення дефіциту поточного рахунку, ми прогнозуємо збільшення резервів на \$2.2 млрд завдяки відновленню припливу капіталу за фінансовим рахунком та отриманню другого траншу МВФ. Унаслідок резерви виростуть майже до \$28.5 млрд або 100% показника адекватності резервів за композитною метрикою МВФ.

Графік 40. Зміна золотовалютних резервів, \$ млрд

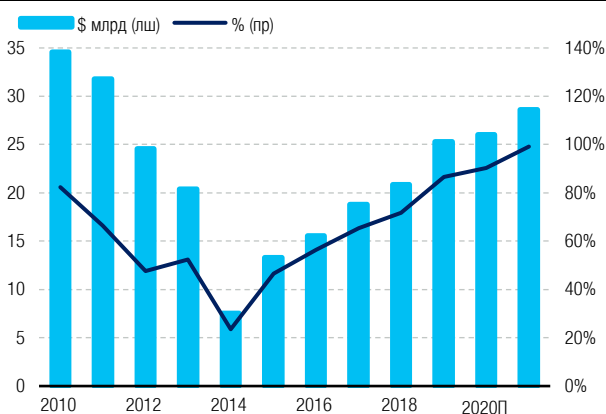
Накопичення резервів призупиниться в 2020, але відновиться в наступні роки



Джерело: НБУ, ІСУ

Графік 41. Золотовалютні резерви (\$ млрд) та рівень їх адекватності за МВФ (%)

Ми очікуємо збільшення рівня резервів до 100% адекватності за метрикою МВФ



Джерело: НБУ, ІСУ

Незначне послаблення гривні в 2П20-2021

Протягом березня панічний розпродаж гривні через впровадження обмежувальних заходів у зв'язку з COVID-19 спричинив падіння курсу гривні на 13% до 28.11 грн/дол. Однак у квітні-травні девальваційні настрої серед населення та бізнесу дещо знизилися, експортери купували гривню для операційних потреб, імпортери залишалися осторонь через погіршення попиту, а Україна просувалася до досягнення угоди із МВФ. Унаслідок з початку квітня гривня зміцнилася на 5%. Також варто зазначити, що зменшення попиту іноземних інвесторів на гривневі ОВДП не мало суттєвого негативного впливу на курс гривні.

Графік 42. Курс гривні в 2016–20 рр., грн/дол США

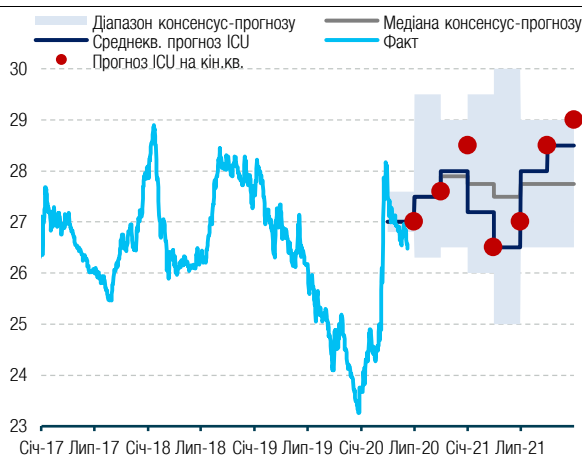
Після панічного розпродажу в березні курс гривні зміцнився у квітні-травні завдяки попиту експортерів та покращенню економічних очікувань



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 43. Прогноз курсу гривні, грн/дол США

Гривня послабиться до 28-29/дол на кінець 2020 р. та до 28.5-29.5/дол на кінець 2021 р.



Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Ми очікуємо поступове послаблення курсу до 28-29 грн/дол на кінець 2020 р. та до 28.5-29.5 грн/дол на кінець 2021 р.

Іноземні інвестори навряд чи повернуться на валютний ринок України в значних обсягах цього року, враховуючи їхні очікування щодо девальвації гривні, недостатню привабливу дохідність ОВДП та загальну невизначеність. Однак доступ до фінансування від МФО, сприятливі умови зовнішньої торгівлі та профіцит поточного рахунку мають захистити гривню від значного послаблення до кінця 2020 р.

Ми очікуємо, що гривня залишиться відносно стабільною в межах 26.5-27 грн/дол. протягом наступних кількох місяців завдяки падінню імпорту, майбутньому першому кредитному траншу від МВФ та поступовому послабленню стримуючих заходів. У 2П20 відновлення економічної діяльності та зростання цін на нафту повинні призвести до повернення дефіциту поточного рахунку. Подальше пом'якшення монетарної політики покращить доступ учасників валютного ринку до гривневої ліквідності, і ми очікуємо, що НБУ знизить облікову ставку до 5.5% до кінця року. Унаслідок до кінця 2020 р. гривня повинна поступово послабитися до 28-29 грн/дол.

Протягом 2021 року дефіцит поточного рахунку буде розширюватися, однак відновлення припливу капіталу до державного та приватного сектору зменшить тиск на гривню. Крім того, імовірно повернення іноземних інвестицій у ОВДП надасть гривні додаткову підтримку. Ми очікуємо, що гривня продовжить поступово послаблюватися до 28.5-29.5 грн/дол. на кінець 2021 р.

Річні прогнози на 2020–21 рр.

	Історичні дані за 2010-19 рр.									Прогноз ICU		
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020П	2021П
Економічна активність												
Реальний ВВП (% р/р)	4.2	5.5	0.2	0.0	-6.6	-9.8	2.4	2.5	3.4	3.2	-6.7	5.7
Номинальний ВВП (млрд грн)	1,079	1,300	1,405	1,465	1,587	1,989	2,385	2,984	3,561	3,975	3,912	4,234
Номинальний ВВП (млрд дол)	136	163	174	180	133	90	93	112	131	155	145	153
Безробіття (%)	8.2	8.0	7.6	7.3	9.3	9.1	9.3	9.5	8.8	8.2	10.0	9.5
Інфляція												
Індекс споживчих цін (% р/р, к.п.)	9.1	4.6	-0.2	0.5	24.9	43.3	12.4	13.7	9.8	4.1	4.2	5.3
Індекс споживчих цін (% р/р, сер.)	9.4	8.0	0.6	-0.3	12.1	48.7	13.9	14.4	10.9	7.9	2.5	5.3
Дефлятор ВВП (% р/р)	13.5	14.2	7.8	4.3	15.9	38.9	17.1	22.1	15.4	8.1	5.5	2.4
Обмінні курси												
Гривня/Долар США (к.п.)	7.94	8.04	8.05	8.24	15.82	24.03	27.30	28.10	27.72	23.81	28.50	29.00
Гривня/Долар США (сер.)	7.95	7.98	8.08	8.15	12.01	21.95	25.55	26.61	27.19	25.80	26.89	27.55
Зовнішні баланси												
Баланс поточного рахунку (млрд дол)	-3.0	-10.2	-14.3	-16.5	-4.6	1.6	-1.3	-2.4	-4.4	-1.3	1.5	-1.9
Баланс поточного рахунку (% ВВП)	-2.2	-6.3	-8.3	-9.2	-3.5	1.8	-1.4	-2.2	-3.3	-0.9	1.0	-1.2
Торгівельний баланс (млрд дол)	-4.0	-10.1	-14.3	-15.6	-4.6	-2.4	-6.5	-8.6	-11.4	-12.4	-3.6	-11.6
Торгівельний баланс (% ВВП)	-2.9	-6.2	-8.3	-8.7	-3.5	-2.6	-6.9	-7.7	-8.7	-8.0	-2.4	-7.6
Експорт (млрд дол)	65.6	83.7	86.5	81.7	65.4	47.9	46.0	53.9	59.1	63.4	55.1	56.7
Імпорт (млрд дол)	69.6	93.8	100.9	97.4	70.0	50.2	52.5	62.5	70.5	75.8	58.6	68.4
Приплив капіталу (за ф/р) (млрд дол)	7.9	7.7	10.1	18.6	-9.1	-1.2	2.6	5.0	7.2	7.3	-1.5	4.0
ПІІ (млрд дол)	5.8	7.0	7.2	4.1	0.3	3.0	3.3	2.6	2.4	2.4	1.5	2.0
ПІІ (% ВВП)	4.2	4.3	4.1	2.3	0.2	3.3	3.5	2.3	1.8	1.6	1.1	1.3
Міжнародні резерви (млрд дол)	34.6	31.8	24.5	20.4	7.5	13.3	15.5	18.8	20.8	25.3	26.3	28.5
Міжнародні резерви (% композитної міри МВФ)	82	67	48	52	24	46	56	65	72	87	91	99
Процентні ставки												
Облікова ставка НБУ (% к.п.)	7.75	7.75	7.50	6.50	14.00	22.00	14.00	14.50	18.00	13.50	5.50	6.50
Публічні фінанси												
Баланс бюджету (% ВВП)	-5.9	-1.8	-3.8	-4.4	-5.0	-2.3	-2.9	-1.5	-2.4	-2.1	-6.0	-4.0
Державний борг (% ВВП)	40.1	36.4	36.7	39.9	69.4	79.0	80.9	71.8	60.9	50.6	56.9	56.2

Джерело: Держстат, НБУ, МВФ, ICU.

Квартальні прогнози на 2020–21 рр.

	Історичні дані								Прогноз ICU							
	1кв18	2кв18	3кв18	4кв18	1кв19	2кв19	3кв19	4кв19	1кв20	2кв20	3кв20	4кв20	1кв21	2кв21	3кв21	4кв21
Економічна активність																
Реальний ВВП (% р/р)	3.5	3.9	2.7	3.7	2.9	4.7	3.9	1.5	-1.5	-10.0	-8.5	-5.9	-1.3	8.6	8.1	6.7
Номинальний ВВП (млрд грн)	706	810	995	1,050	815	933	1,112	1,115	872	871	1,060	1,109	858	945	1,181	1,249
Номинальний ВВП (млрд дол)	26	31	36	38	30	35	44	46	35	32	39	40	32	36	42	44
Інфляція																
Індекс споживчих цін (% р/р, к.п.)	13.2	9.9	8.9	9.8	8.6	9.0	7.5	4.1	2.3	1.9	2.2	4.2	5.3	5.3	5.4	5.3
Індекс споживчих цін (% р/р, сер.)	13.8	11.5	8.9	9.7	8.9	9.1	8.5	5.2	2.6	1.9	1.9	3.5	5.1	5.3	5.4	5.3
Дефлятор ВВП (% р/р)	15.1	17.4	16.0	13.5	12.2	9.9	7.6	4.7	8.6	3.8	4.2	5.7	-0.2	0.0	3.1	5.6
Обмінні курси																
Гривня/Долар США (сер.)	27.28	26.18	27.37	27.92	27.31	26.52	25.21	24.22	25.09	26.96	27.47	28.02	27.20	26.52	27.98	28.52
Гривня/Долар США (к.п.)	26.27	26.34	28.24	27.72	27.31	26.16	24.36	23.81	27.59	27.00	27.60	28.50	26.50	27.00	28.50	29.00
Процентні ставки																
Облікова ставка НБУ (% к.п.)	17.00	17.00	18.00	18.00	18.00	17.50	16.50	13.50	10.00	6.50	5.50	5.50	5.50	5.75	6.00	6.50

Джерело: Держстат, НБУ, ICU.



Бізнес центр "Леонардо", 11-й пов.
вул. Богдана Хмельницького, 19-21
Київ, 01030 Україна
Телефон: +38 044 3777040

WEB www.icu.ua



АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

Сергій Ніколайчук
керівник підрозділу
макроекономічних досліджень
sergiy.nikolaychuk@icu.ua

Тарас Котович
старший фінансовий аналітик,
державний борг
taras.kotovyuch@icu.ua

Дмитро Дяченко
молодший аналітик
dmitriy.dyachenko@icu.ua

Олександр Мартиненко
керівник підрозділу аналізу корпорацій,
небанківський сектор
alexander.martynenko@icu.ua

Михайло Демків
фінансовий аналітик,
банківський сектор
mykhaylo.demkiv@icu.ua

ТОВ «ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КАПІТАЛ УКРАЇНА» Ліцензії НКЦПФР на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку: дилерська діяльність – АЕ 263019, брокерська діяльність – АЕ 263018, депозитарна діяльність депозитарної установи – АЕ 286555, діяльність андеррайтера – АЕ 263020.

ЗАСТЕРЕЖЕННЯ / РОЗКРИТТЯ ДОДАТКОВОЇ ІНФОРМАЦІЇ

Цю аналітичну публікацію підготовлено у ТОВ «Інвестиційний капітал Україна» суто для інформаційних цілей для своїх клієнтів. Вона не є інвестиційною порадою або пропозицією продати чи купити будь-який фінансовий інструмент. Тоді як було вжито відповідних заходів, щоб опублікована інформація не була неправдивою чи вводила в оману, ТОВ «Інвестиційний капітал Україна» не робить заяв, що вона є повною і точною. Інформація, що міститься у цій публікації, може бути змінена без жодних попереджень. Захист авторських прав та права на базу даних присутні в цій публікації, і її не може відтворити, поширити або опублікувати будь-яка особа для будь-яких цілей без попередньої згоди ТОВ «Інвестиційний капітал Україна». Усі права захищено. Будь-які інвестиції, згадані тут, можуть включати значний ризик, не обов'язково у всіх юрисдикціях, можуть бути неліквідними і не можуть бути прийнятними для всіх інвесторів. Вартість або дохід згаданих тут інвестицій можуть змінюватися або залежати від обмінного курсу. Історичні дані не можуть бути підставою для майбутніх результатів. Інвестори мають робити власні дослідження та приймати рішення, не покладаючись на цю публікацію. Лише інвестори зі значними знаннями й досвідом у фінансових питаннях, спроможні оцінити переваги та ризики, мають розглядати інвестиції в будь-якого емітента або ринок, а інші особи не повинні робити жодних дій на підставі цієї публікації.



Будь-ласка надсилайте запит про додаткову інформацію із цього звіту на research@icu.ua.