Фокус
Україна

Сегменти
Економіка

Аналітики
Сергій Ніколайчук
Олександр Мартиненко
Тарас Котович
Михайло Демків
Дмитро Дяченко

Макроекономічний огляд

Відновлення триває попри перешкоди

16 ВЕРЕСНЯ 2020

ДАНИЙ ЗВІТ МАЄ ВИНЯТКОВО ІНФОРМАЦІЙНЕ ПРИЗНАЧЕННЯ

Зміст

Резюме 3

Глобальне відновлення сповільнюється 5

Економічна політика: пошук рішень 10

Державні фінанси міцні, але далекі від плану 13

Бюджетна політика: замало фіскальних стимулів 13

Офіційне фінансування затримується, але ринкові операції процвітають 14

Гривневі ОВДП приваблюють резидентів, але не іноземців....15

Доходності гривневих ОВДП поступово зростуть....16

Монетарна політика: уже не яструби, ще не голуби 18

Вичікування зміниться обережним підвищенням ставки 18

Банки оговтуються від карантину, попереду ще багато викликів....19

Незначні успіхи в стимулюванні кредитування 21

Пандемія знижує комісійні доходи та витрати....22

Економіка: продовжується нерівномірне відновлення 24

Економічний потенціал страждає від пандемії....24

Різке відновлення споживчого попиту буде короткостроковим 26

Відкриття економіки відновлює ринок праці 28

Інфляція: новий поштовх від мінімальної зарплати 30

Капітал замінить торгівлю в підтримці платіжного балансу 33

Прогноз поточного рахунку на 2020 р. поліпшується 33

Приплив капіталу відновлюється поступово й нерівно....36

Гривня: стійкі зовнішні умови, хиткі настрої....37

Річні прогнози на 2020–21 рр. 39

Квартальні прогнози на 2020–21 рр. 40

Резюме

Економіка України продовжує відновлюватися після карантину. Різке пом'якшення обмежень протягом червня надало потужного поштовху економічному відновленню. Уже в липні окремі індикатори економічної активності перевершили допандемічні рівні (роздрібна торгівля) або впритул наблизилися до них (промисловість, реальні зарплати). Однак надалі нові спалахи зараження коронавірусом у світі та Україні, що супроводжувалися поверненням окремих обмежень або гальмуванням запланованих раніше пом'якшень, призвели до обережнішої поведінки споживачів і бізнесу, що почало стримувати стрімке зростання. І хоча ми не очікуємо нового жорсткого карантину, негативні наслідки пандемії будуть відчуватися як на потенційному випуску, так і на сукупному попиті.

Однак ми покращуюємо прогноз ВВП 2020 р. і знижуємо темпи падіння до 5.7% з 6.7%. Цьому насамперед сприяло стрімке «ввімкнення» економіки влітку та покращення умов торгівлі через високі ціни на залізну руду. Як ми оцінювали й раніше, економіка України непогано проходить цю глобальну кризу завдяки своїм структурним характеристикам та проведеній макрофінансовій стабілізації в попередні роки. Хоча результати могли б бути кращими за умови ширшого застосування монетарних і фіскальних стимулів, що стримуються невизначеністю щодо отримання офіційного фінансування за обмеженості ринкового.

Як і раніше, ми очікуємо наступний транш МВФ не раніше початку 2021 р. Зміни в керівництві НБУ, тиск на реформу корпоративного управління та антикорупційні органи, обмеження зарплат у державному секторі та початок бюджетного циклу на тлі планів стрімкого підвищення мінімальної зарплати серйозно ускладнюють перший перегляд програми МВФ та отримання фінансування від інших офіційних кредиторів. Однак значні фінансові потреби змусять українську владу пришвидшити переговори та досягти згоди на початку наступного року.

Ми залишаємо майже незмінним прогноз зростання ВВП у 2021 р. на рівні 5.6%. Відновлення буде стимулюватися внутрішнім попитом, а внесок чистого експорту знову стане від'ємним. Значне підвищення мінімальної зарплати надасть додаткового імпульсу споживчому попиту, одночасно стримуючи інвестиції. Тим не менше, ми очікуємо суттєве зростання інвестицій на тлі відновлення світової економіки, пом'якшення кредитних умов та певного монетарного послаблення.

Інфляція зросте вище цільового діапазону в 1кв21 і сягне 6.5% р/р у 2021 р. Наші очікування щодо переважаючого впливу скорочення сукупного попиту на уповільнення інфляції підтвердились. Однак окремі компоненти споживчого кошика вже демонструють посилення інфляційного тиску, тоді як на агрегованих показниках сильно відображаються різке падіння цін на енергоносії та пригнічена інфляція послуг. На прогнозному горизонті, незважаючи на наші передбачення від'ємного розриву випуску, відкладений попит у окремих секторах, зростання собівартості продукції внаслідок підвищення мінімальної зарплати, послаблення обмінного курсу та відновлення цін на енергоносії зумовлюватимуть зростання ІСЦ досить високими темпами.

Реакція НБУ буде трохи заслабкою, ставку підвищать лише до 7% у 1П21. Ми очікуємо, що спочатку НБУ дотримуватиметься вичікувального підходу, зберігаючи ставку на рівні 6% до кінця 2020 р. Потім, реагуючи на зростаючий інфляційний тиск, НБУ двічі підвищить ставку на 50 б.п., утримуючи дещо зам'які монетарні умови.

Обмінний курс гривні трохи послабиться, незважаючи на міцні фундаментальні фактори. Ми покращили прогноз поточного рахунку платіжного балансу на 2020 р., підвищивши очікуваний профіцит до $6.2 млрд або 4.2% ВВП. Такі ефекти COVID-19, як скорочення попиту на імпорт, обмеження подорожей і зниження виплат інвестиційного доходу, були сильнішими, ніж очікувалося раніше, тоді як грошові перекази виявились досить стійкими. Хоча фундаментальні фактори для обмінного курсу гривні залишаються міцними, наслідки погіршення настроїв поки що переважають. Враховуючи завищені девальваційні очікування, відновлення внутрішнього споживання, очікуване погіршення світової кон'юнктури, відсутність припливу капіталу та сплеск фіскальних витрат наприкінці року, ми очікуємо послаблення курсу гривні в діапазон 29–30 грн/дол на кінець цього року. У 2021 р. відновлення припливу капіталу частково компенсує негативний вплив повернення до дефіциту поточного рахунку ($3.7 млрд або 2.4% ВВП). Унаслідок гривня може трохи послабитися до рівня 29.5–30.5 грн/дол на кінець 2021 р.

Глобальне відновлення сповільнюється

- **За бурхливим відновленням провідних економік світу в травні – червні відбулося значне сповільнення споживання через нові спалахи COVID-19**
- **Значна ліквідність, яку вливають національні органи влади, і надалі підвищуватиме вартість активів на фінансових ринках, проте це не допоможе прискорити економічне зростання**
- **COVID-19 підриває ключові засади довгострокового економічного зростання – зайнятість та інвестиції. Це створює додаткові ризики для відновлення у 2021 р.**
- **Імовірне введення перших вакцин до кінця 2020 р. не усуне загрози подальших спалахів COVID-19, які й надалі обтяжуватимуть світову економіку**

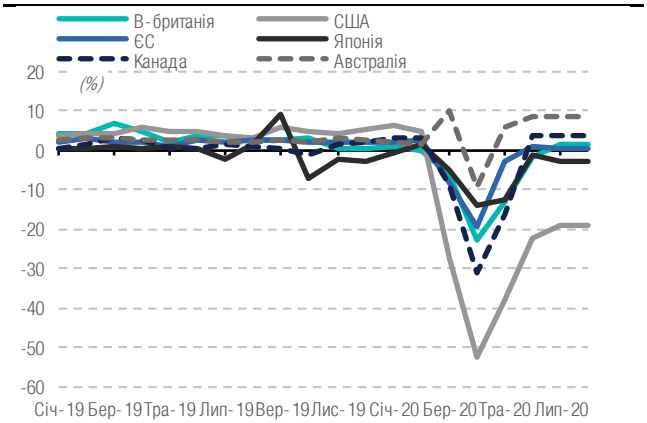
Слабке споживання загальмовує відновлення

Після бурхливого відновлення в травні – червні зростання глобального споживання сповільнюється

Падіння споживчих витрат стало ключовим фактором різкого зниження світового ВВП на 5.7% р/р у 2кв20. У травні та червні зростання виявилося жвавішим, ніж очікувалося, і роздрібні продажі в США та Єврозоні перевищили допандемічні рівні. Однак нові спалахи пандемії припинили ріст споживання розвинених економік у липні – серпні. Серпневі індекси менеджерів із закупівель (PMI) підтвердили, що економічний підйом Єврозони втрачає силу. Відновлення споживання є ще слабшим у країнах, що розвиваються, де підтримка доходів домогосподарств менша, а деякі регіони, як-от Латинська Америка, Індія та Південна Африка, особливо страждають від пандемії. Навіть у Китаї, який на сьогоднішній день виявляється найбільш успішним у стримуванні вірусу, роздрібна торгівля в червні залишалася нижче рівня часів до розповсюдження вірусу.

Графік 1. Роздрібні продажі розвинених країн, % р/р

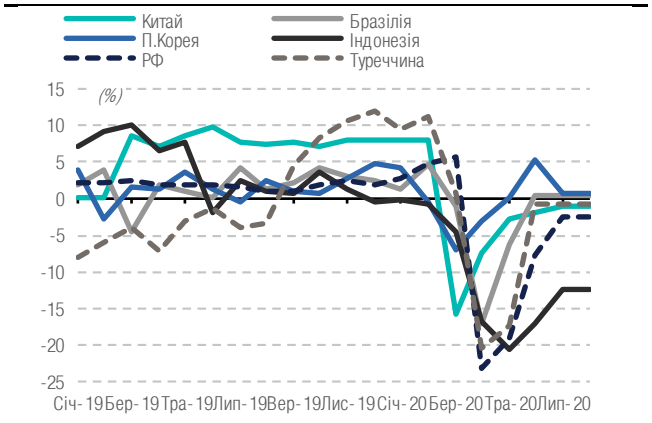
Відновлення роздрібних продажів розвинених країн у липні-серпні сповільнюється



Джерело: Bloomberg, ICU

Графік 2. Роздрібні продажі країн, що розвиваються, % р/р

Роздрібні продажі ключових економік, що розвиваються, відновлюються ще слабіше, ніж у розвинених економіках

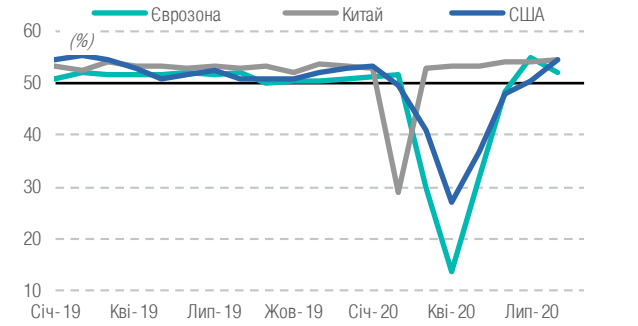


Джерело: Bloomberg, ICU

Хоча повернення до жорсткого ізоляційного режиму зараз малоймовірне, подовжені обмеження мобільності населення та обережність споживачів можуть призвести до чергового спаду споживання. Це насамперед відбуватиметься в галузі послуг, зокрема в таких секторах, як подорожі, громадське харчування та розваги. Тому шанси на V-подібне відновлення світової економіки зменшуються, і аналітики, швидше за все, продовжать знижувати прогнози зміни глобального ВВП у 2020 р. нижче нинішніх -3.9%.

Графік 3. Індекси менеджерів із закупівель

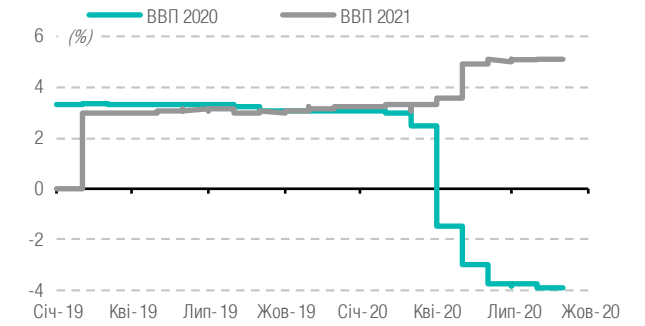
Опитування ділової активності показують, що відновлення Єврозони сповільнюється



Джерело: Bloomberg, ICU

Графік 4. Прогнози зміни глобального ВВП, % р/р

Консенсус-прогнози зміни глобального ВВП у 2020 і 2021 рр. мають високі ризики перегляду донизу



Джерело: Bloomberg, ICU

Ліквідність підтримує фінансові ринки

Стимулююча фіскальна та монетарна політика заохочуватимуть подальші інвестиційні потоки в фінансові активи

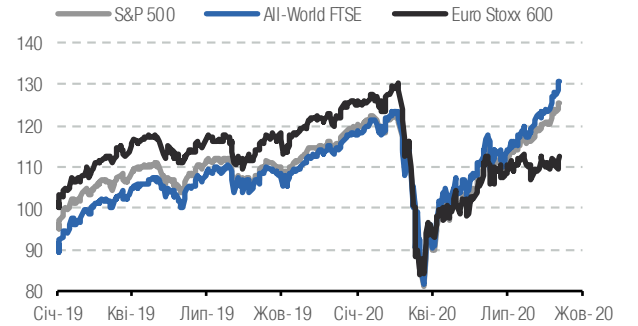
Більшість національних урядів та центральних банків продовжують спрямовувати великі потоки ліквідності на фінансові ринки. Це вже спричинило зростання обсягів кредитування, первинних випусків корпоративних облігацій, цін на акції та сировину – зокрема промислові метали та золото, – а також кількості корпоративних злиттів та поглинань.

А втім, зростання банківського кредитування в деяких випадках уже почало поступово сповільнюватися, оскільки відновлення економіки зменшує потребу в екстрених кредитах. У багатьох економіках зростання кредитування бізнесу досягає піку, тоді як кредитування домогосподарств уже сповільнилося. Банки посилюють вимоги для позичальників, пояснюючи це невизначеністю економічних перспектив та зниженням сприйняття ризиків. У цьому відношенні Китай є одним з небагатьох винятків, оскільки його кредитне зростання має залишатися сильним до кінця 2020 р.

Надлишок ліквідності має втримувати доходність облігацій розвинених економік близько нуля або навіть нижче протягом 2020-21 рр. Ринкова вартість боргу з від'ємною доходністю у всьому світі досягла $16 трлн у червні 2020 р. і може зростати й надалі. Таким чином, триваюче полювання за доходністю допоможе цінам на цінні папери та сировину продовжувати зростання. Однак це зростання буде стримуватися все ще високим ризиками COVID-19 та уповільненням економічного відновлення. Промислові метали додатково підтримуються сильним попитом Китаю, який може послабнути лише в кінці 2020 р. разом із уповільненням кредитного стимулювання.

Графік 5. Ключові світові індекси акцій, 11 березня 20 = 100

Акції надалі матимуть підтримку від зростання глобальної ліквідності



Джерело: Bloomberg, ICU

Графік 6. Світовий обсяг боргу з від'ємною доходністю, $ трлн

Обсяги інструментів з від'ємною доходністю зросли до $16 трлн

Джерело: Bloomberg, ICU

Ціни на нафту Brent продовжать зростати до $46-50/бар до кінця 2020 р. і до $55/бар до кінця 2021 р., оскільки відновлення мобільності підтримає попит і перетворить ринок на дефіцит, починаючи з 3кв20. Зростання цін на нафту, падіння поставок Росії та СПГ підтримає ціни на природний газ в Європі. Проте зростання цін на природний газ буде обмежене швидкою відповіддю зростаючого постачання.

Графік 7. Ціни на нафту, $/барель

Ціни на нафту продовжуватимуть рости через перехід ринку до дефіциту

Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU

Графік 8. Ціни на природний газ у Європі, $/1000 м^3

Ціни на газ підтримуються цінами на нафту та падінням пропозиції

Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU

Ціни на залізну руду вже коливаються на семирічних максимумах і, найімовірніше, впадуть на 15-20% у 2П20, оскільки морські поставки зростають, а попит у Китаї буде сповільнюватися. Зниження цін на залізну руду надалі негативно впливатиме на ціни на сталь на все ще слабкому європейському ринку. У 2021 р. зниження цін на залізну руду має продовжуватися, тоді як ціни на сталь можуть помірно відновитися.

Графік 9. Ціни на сталевий рулон FOB Чорне море, $/т

Слабкий ринок ЄС негативно вливатиме на ціни на сталь у Чорноморському регіоні

Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU

Графік 10. Індикативні ціни на залізну руду, $/т

Ціни на залізну руду мають знизитись унаслідок значних морських поставок та уповільнення попиту в Китаї

Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU

Криза COVID-19 найменше впливає на ціни на зерно, які залишаться здебільшого стабільними до кінця 2020 р. У 2021 р. ціни на кукурудзу повинні помірно зростати, що зумовлено динамікою цін на нафту, тоді як ціни на пшеницю трохи зменшаться через значні запаси та зростаючу пропозицію.

Графік 11. Ціни на кукурудзу, $/т

Ціни на кукурудзу продовжать зростати завдяки вищим цінам на нафту

Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU

Графік 12. Ціни на пшеницю, $/т

Ціни на пшеницю помірно знижуватимуться через високі запаси та значну пропозицію

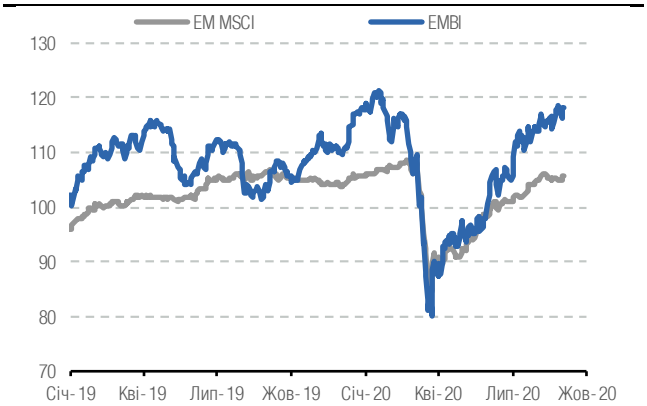
Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU

Іноземний капітал повільно повертається до ЕМ, хоча залишається розбірливим через зниження винагороди та високі ризики

Дефіцит інструментів з високою доходністю повинен підтримувати попит інвесторів на активи ринків, що розвиваються (ЕМ). Однак цей попит, імовірно, залишатиметься обережним та вибірковим. Однією з ключових причин є надзвичайно м'яка монетарна політика центральних банків ЕМ, яка наслідувала приклад регуляторів розвинених економік щодо зниження ключових ставок. Зниження процентних ставок суттєво зменшило компенсацію інвесторів у цінні папери ЕМ за підвищені ризики та зробило валюти країн ЕМ менш привабливими. На тлі високих ризиків суверенних дефолтів критичним фактором привабливості ЕМ буде стійкість поточного рахунку та доступність фінансування від міжнародних фінансових установ.

Графік 13. Основні індекси ЕМ акцій і облігацій, 11 бер 20 = 100

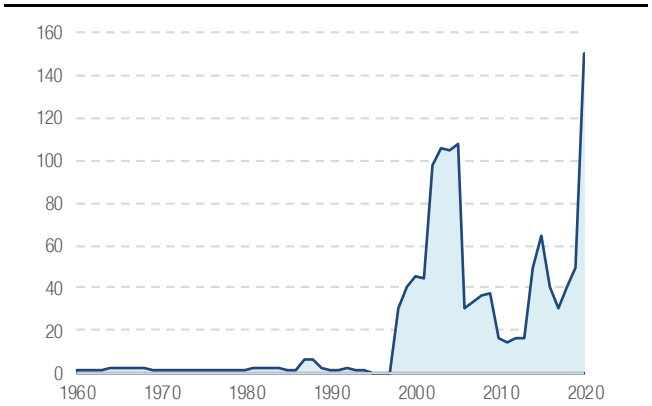
Іноземний капітал починає повільне повернення до ЕМ



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 14. Обсяг боргу ЕМ у дефолті, $ млрд

Обсяги суверенних дефолтів у ЕМ готові до подальшого зростання



Джерело: Bloomberg, ICU.

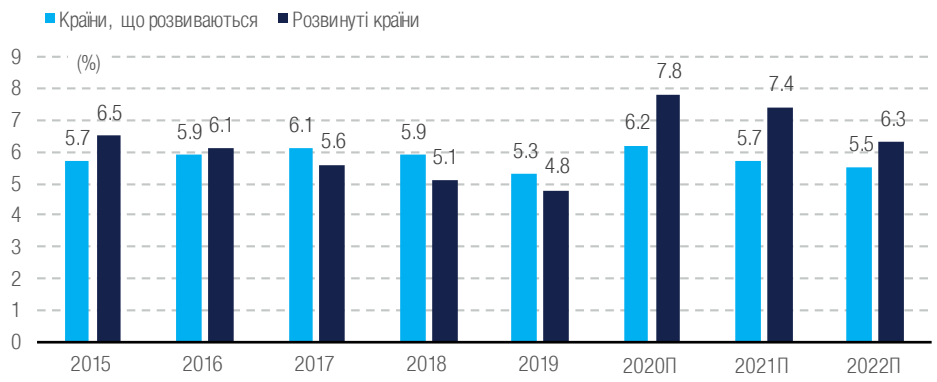
Консенсус-прогноз на 2021 р. може виявитися надмірно оптимістичним

COVID-19 підриває довгострокове економічне зростання через зниження зайнятості та інвестицій

COVID-19 суттєво підриває такі ключові фактори довгострокового економічного зростання, як зайнятість, міжнародна торгівля та інвестиції в бізнес. Навряд чи робочі місця, втрачені протягом перших кількох місяців пандемії, будуть повністю компенсовані в 2021 р. Існує також високий ризик зростання безробіття, якщо поточні механізми збереження робочих місць у розвинених країнах не будуть подовжені. Інвестиції продовжують слабшати через високу невизначеність та порушення ланцюгів постачання та можуть почати відновлення лише в 2П21. Унаслідок ріст глобального ВВП у 2021 р. може виявитися нижче поточного консенсус-прогнозу в 5.6%.

Графік 15. Безробіття в розвинених економіках і EM, %

Зайнятість навряд чи досягне допандемічних рівней у 2020-22 рр. як у розвинених економіках, так і в EM



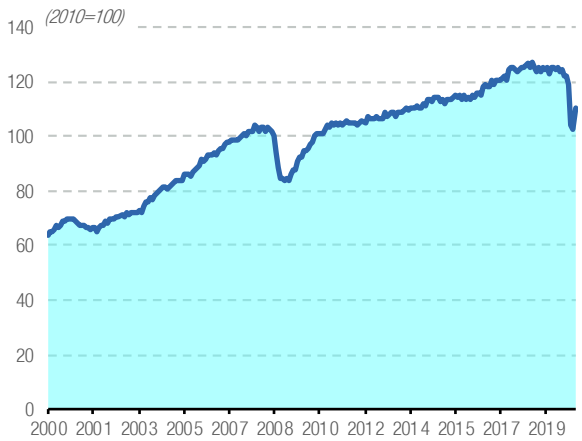
Джерело: Bloomberg, ICU.

Впровадження перших вакцин COVID-19 може тимчасово покращити ринкові настрої, але не зможе швидко відновити світову економіку

Впровадження перших вакцин від COVID-19 стає все більш імовірним до кінця 2020 р., оскільки конкуренція у сфері розробки вакцини прискорила швидкість досліджень у рекордні темпи. Це може покращити настрої бізнесу та ринків, але кардинально не змінить глобальну економічну активність у 2021 р. Темпи відновлення залежатимуть від ефективності, тривалості та безпечності вакцин, готовності людей використовувати їх, швидкості виробництва та розподілу. Навіть за оптимістичного сценарію масового виробництва вакцин, починаючи з кінця 2020 р., нові хвилі COVID-19 усе ще ймовірні в 4кв20 та 1П21. Отже, заходи стримування, імовірно, будуть розширені або посилені, особливо в країнах, де системи охорони здоров'я наближаються до своїх меж.

Графік 16. Глобальна торгівля товарами, 2010=100

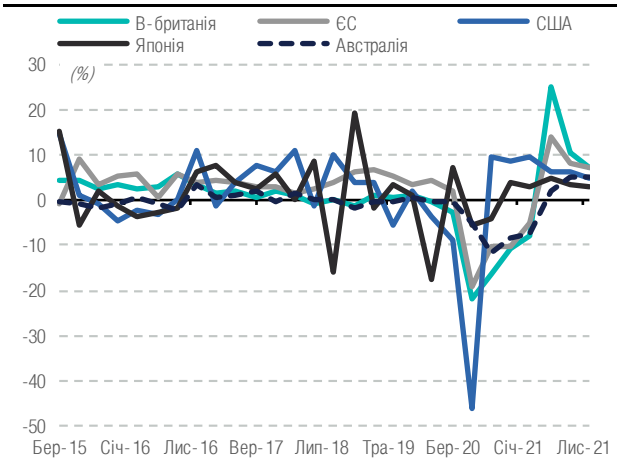
Глобальна торгівля, підірвана торговими конфліктами у 2019 р., сильно постраждала від COVID-19 у 2020 р. й зі свого боку пригнічує інвестиції



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 17. Інвестиції на розвинених ринках, % р/р

Інвестиції в розвинених країнах продовжують слабшати та можуть розпочати своє відновлення лише в 2П21



Джерело: Bloomberg, ICU

У цілому, цілком імовірно, що заходи стримування, зокрема соціальне дистанціювання та обмеження іноземних поїздок, залишаться найближчим часом. На думку медичних експертів, пандемія COVID-19, можливо, буде проблемою на довгі роки навіть з вакциною. Вірус час від часу спалахуватиме, тому постійно треба буде боротися з ним подібно до грипу та інших патогенних захворювань.

Економічна політика: пошук рішень

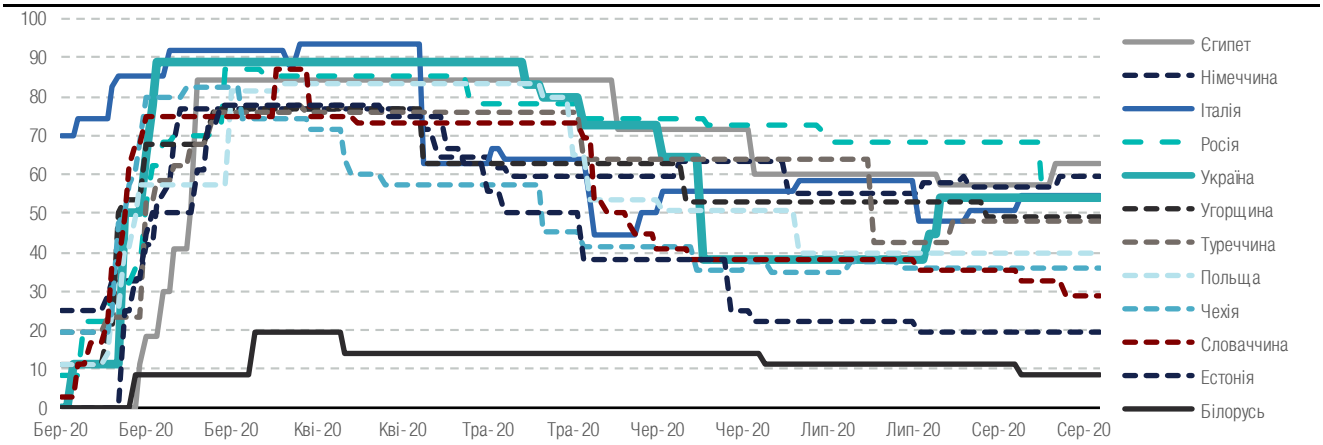
- **Перехід на адаптивний карантин знижує втрати для економіки**
- **Інфраструктурні проекти та підвищення мінімальних зарплат у фокусі економічної політики**
- **Після першого траншу програма МВФ, як і очікувалося, гальмує**

Обмежувальні заходи набагато менш болісні для економіки, ніж навесні

Після двох місяців жорсткого карантину із середини березня до середини травня уряд агресивно пом'якшив обмеження. Протягом липня обмеження в Україні були досить м'якими порівняно з іншими країнами. Але на початку серпня, коли кількість захворювань почала швидко зростати, у рамках адаптивного карантину обмеження почали посилюватися на регіональному рівні. Зокрема, жорсткі обмеження на роботу громадського транспорту та готельно-ресторанного бізнесу були відновлені в регіонах з червоної зони. Однак дотримання карантинних обмежень різко погіршилося порівняно з весною, оскільки побоювання коронавірусу серед населення різко знизилися.

Графік 18. Індекси жорсткості карантинних заходів у окремих країнах

Хоча період пом'якшення обмежень був досить коротким, суворість обмежувальних заходів є значно слабкішою, ніж навесні



Джерело: Університет Оксфорда, ICU

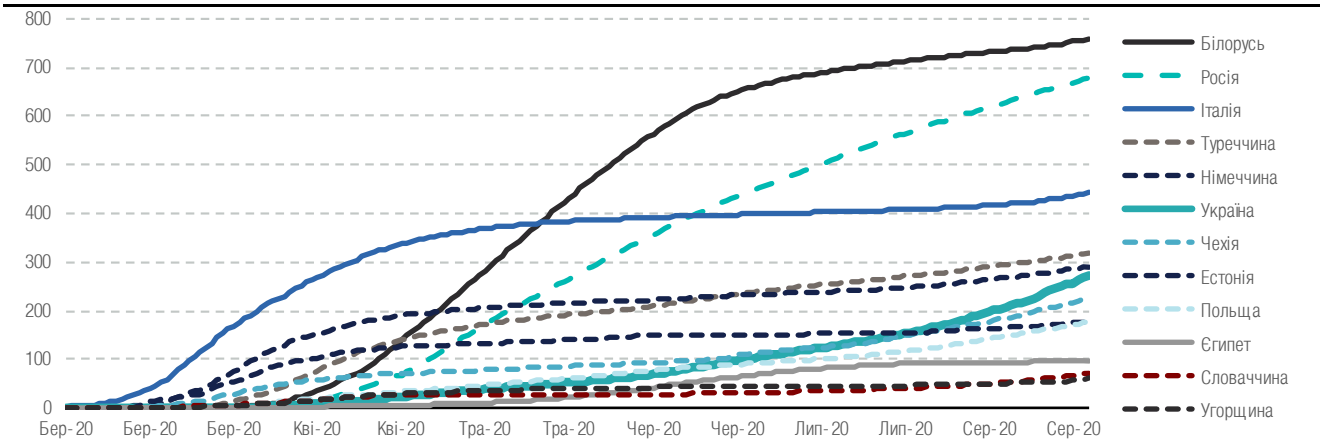
Негативні наслідки COVID-19 для економіки стали керованими

Кількість випадків захворювання на COVID-19 на 100 тис осіб стрімко зростає останніми тижнями й перевищила аналогічні показники в країнах ЦСЄ (Західна Європа та країни СНД далеко попереду). Однак нові спалахи насамперед спостерігаються серед молоді, що є менш вразливою до негативних наслідків хвороби. Тому кількість загиблих (38 на 1 млн осіб на кінець серпня) є однією з найнижчих у Європі. Крім того, тиск на систему охорони здоров'я досі не був критичним.

Цикли нових спалахів та відповідних регіональних обмежувальних заходів можуть продовжуватися в 4кв20 та 1П21. Сезонність та початок навчального року можуть сприяти поширенню COVID-19. Однак у базовому сценарії ми не очікуємо, що дійсно жорсткі заходи стримування будуть відновлені. Водночас ми передбачаємо, що поведінка населення стане знову обережнішою і деякі форми самоізоляції та соціального дистанціювання можуть повернутися. При цьому домогосподарства та компанії мають бути набагато краще підготовлені до цих нових хвиль дистанційної роботи та освіти.

Графік 19. Кількість виявлених випадків COVID-19, на 100 тис осіб

В Україні кількість виявлених випадків швидко зростає, але смертність і тиск на систему охорони здоров'я залишаються відносно низькими



Джерело: Університет Оксфорда, ICU

Увага влади переключилась із карантину на інші пріоритети

Зміна фокусу населення від загрози зараження коронавірусом до вирішення своїх фінансових проблем, викликаних пандемією та карантином, спричинила й відповідні зміни й у економічній політиці влади. Початкова відповідь влади на зумовлені економічні проблеми, зокрема через збільшення допомоги по безробіттю, запровадження схеми компенсації заробітних плат по програмі допомоги з часткового безробіття та стимулювання кредитування малого й середнього бізнесу, виявилася досить незначною за обсягами та надала слабку підтримку реальному сектору економіки.

Тому уряд намагається шукати інші варіанти із стимулювання виходу економіки з кризи. Наприклад, в липні уряд спрямував 35 млрд грн з Фонду боротьби з COVID-19 на будівництво доріг. Крім того, уряд утворив Міністерство з питань стратегічних галузей промисловості, сигналізуючи про посилення фокусу на підтримку виробничого сектору.

Майже одночасно Президент і уряд оголосили амбітні плани щодо підвищення мінімальної заробітної плати: 1 вересня з 4723 до 5000 грн, 1 січня 2021 року – до 6000 грн і 1 липня 2021 року – до 6500 грн. Таке підвищення (приблизно на 30% у середньому в 2021 р.) з відповідним збільшенням окладів працівників бюджетної сфери насамперед зумовлює зростання доходів низькооплачуваних працівників. Натомість зростає податкове навантаження на бізнес: насамперед відчутним буде додатковий тягар для малого та середнього бізнесу. Окрім того, додаткові витрати для бюджету вимагатимуть відповідної корекції за іншими статтями.

Зміни в керівництві НБУ

Ще однією знаковою подією в економічній сфері стала відставка голови НБУ Якова Смолія, який головною причиною назвав політичний тиск. Після двотижневих чуток та публічних заяв Президент подав кандидатуру, а парламент затвердив Кирила Шевченка наступним головою НБУ. На перших кроках К.Шевченко, який очолював державний "Укргазбанк" з 2015 р., зробив усе можливе, щоб переконати іноземних партнерів та ринки в збереженні незалежності НБУ, зваженої монетарної політики та національних інтересів у судових суперечках проти колишніх власників збанкрутілих банків. Відповідно ми не передбачаємо серйозних змін у ключових політиках НБУ, однак більш голубина реакція монетарної політики та деяке пом'якшення пруденційного регулювання порівняно з підходом минулих років виглядають досить вірогідними. Крім

того, новий голова у своїх комунікаціях фокусувався на необхідності активізації кредитування та продовження співпраці з міжнародними фінансовими організаціями.

Пауза в офіційному фінансуванні

Тим часом зміни в керівництві НБУ ускладнили успішну реалізацію програми МВФ, оскільки захист незалежності НБУ був одним з її наріжних каменів. Перші слова та дії К.Шевченка на посаді голови допомогли послабити напруженість, але офіційні кредитори, передбачувано, перейшли в режим "очікування". На додаток до незалежності НБУ нещодавні напади на реформи корпоративного управління та антикорупційні органи не сприяють поліпшенню відносин із МФО. Крім того, обмеження зарплат у державному секторі залишається, хоча їх скасування було одним із зобов'язань української влади. І останнє, але не менш важливе: оголошене підвищення мінімальної заробітної плати ускладнює бюджетний цикл, що може стати ще однією перешкодою, враховуючи початок бюджетного процесу в парламенті. Отже, ми підтверджуємо наші попередні очікування щодо надходження другого траншу МВФ лише навесні, коли значні фінансові потреби змусять українську владу пришвидшити переговори.

Окрім того, зараз ми очікуємо, що новий кредит на політику розвитку від Світового банку буде активований лише наступного року після успішного першого перегляду програми МВФ. Однак ми все ще передбачаємо отримання Україною від ЄС першого траншу кредиту за програмою макрофінансової допомоги у зв'язку з пандемією до кінця цього року.

Державні фінанси міцні, але далекі від плану

- **Доходи бюджету та більшість видатків низькі, а бюджетний дефіцит менше запланованого рівня**
- **Здійснені успішні операції з управління боргом та залучені нові комерційні позики, тоді як офіційне фінансування відкладається**
- **Вітчизняні інвестори поступово заміщують нерезидентів на ринку внутрішніх запозичень**

Бюджетна політика: замало фіскальних стимулів

Бюджетні доходи досить близькі до плану, видатки виконуються повільно

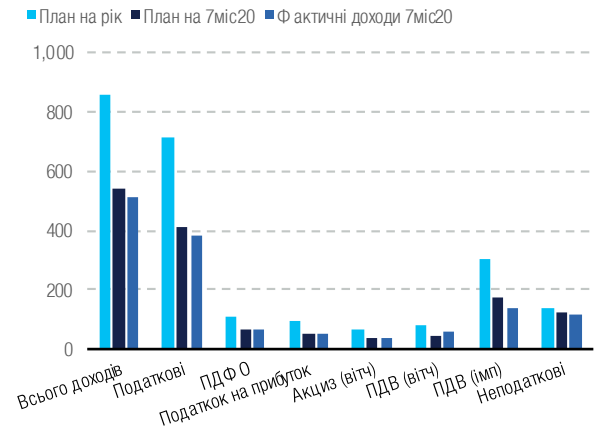
У квітні, змінюючи державний бюджет на цей рік, уряд анонсував плани щодо збільшення фіскальних стимулів через підвищення дефіциту бюджету та нові позики. А втім, за 7 місяців цього року ще мало підстав очікувати виконання цих планів.

Доходи загального фонду держбюджету досить близькі до плану на 7М20. Загалом до бюджету було залучено лише на 6% менше доходів, ніж планувалося на 7М20, або 60% від плану на весь рік. Враховуючи карантин та спричинене ним падіння економічної активності, такі результати виконання доходної частини бюджету є досить непоганими.

Податкові надходження близькі до плану, за винятком ПДВ з імпорту, що могло стати результатом більш міцної, ніж враховано в бюджеті, гривні, менших обсягів імпорту та падіння споживання імпортних товарів.

Графік 20. Доходи держбюджету, млрд грн

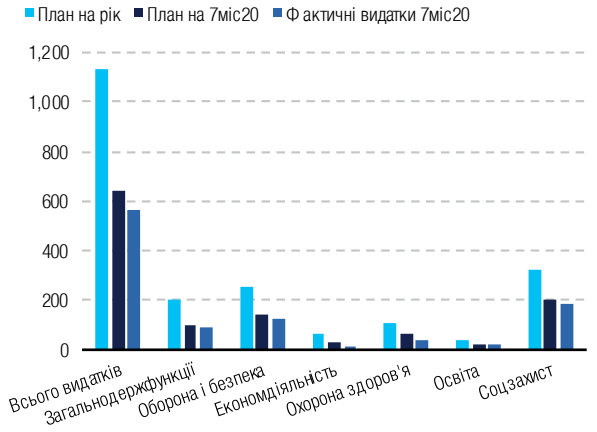
Загальний фонд державного бюджету



Джерело: ДКСУ, МФУ, ICU.

Графік 21. Видатки держбюджету, млрд грн

Загальний фонд державного бюджету



Джерело: ДКСУ, МФУ, ICU.

Дефіцит бюджету за 7М20 склав лише 57 млрд грн

Але уряд не поспішає витрачати наявні кошти. За 7М20 з бюджету було витрачено лише 50% від річного плану. Очікувано найбільше недовиконання зачепило капітальні видатки, що склали лише 20% від плану на цей рік. Мало того, уряд не збільшив фінансування економічної активності й протягом літа. Ці видатки профінансовано лише на 24% від річного плану та 59% від плану на 7М20.

Це, звісно, і відобразилося в досить невеликому дефіциті бюджету за 7М20, що склав лише 57 млрд грн.

Ми не очікуємо особливого виправлення ситуації з доходами державного бюджету до кінця цього року. Але із прискоренням споживання та зростанням імпорту бюджет може покращити ситуацію із збором імпортного ПДВ.

Бюджетний дефіцит складе 6% від ВВП як за підсумками 2020, так і 2021 р.

Усе ж ми очікуємо, що уряд надасть фіскальний імпульс для економіки через прискорення видатків ближче до кінця цього року. Але стримуючий ефект матиме подальша невизначеність із отриманням офіційного фінансування. Через це ми зберігаємо наш прогноз дефіциту бюджету на рівні 6% ВВП, що нижче, ніж закладено в державному бюджеті.

Ми не виключаємо, що уряд встановить таку ж ціль у 6% ВВП для дефіциту бюджету наступного року, оскільки різке підвищення мінімальної зарплати суттєво збільшить видатки на оплату праці в державному секторі. Оскільки влада також хоче збільшити капітальні видатки, їм доведеться знайти відповідні компенсатори в доходах та належне фінансування.

Офіційне фінансування затримується, але ринкові операції процвітають

Бюджет не отримає весь обсяг офіційного фінансування, що планувалося на цей рік

Разом із траншами за програмою Стенд-Бай від МВФ уряд очікував отримати позики від Світового банку та ЄС, але через відставку голови НБУ на початку липня ці позики було заморожено. У липні угоду з ЄС було підписано та в серпні затверджено парламентом. Але кошти так і не отримано через необхідність виконання певних кроків українською стороною відповідно до вимог угоди. Ми очікуємо, що уряд отримає перший транш від ЄС на боротьбу з коронавірусом ще цього року.

А втім, значні потреби у фінансуванні змусять українську владу пришвидшити переговори та досягти згоди з МВФ на початку наступного року. Це дозволить розблокувати кошти від СБ та ЄС та полегшить доступ до ринкового фінансування.

Міністерство фінансів розмістило нові єврооблігації та зменшило навантаження на бюджет у найближчі два роки

Наразі Міністерство фінансів, досить успішно скористалося вікном можливостей, вийшло на ринок єврооблігацій та здійснило операції з управління боргом. Наприкінці липня з другої спроби Міністерство здійснило часткову заміну єврооблігацій з погашенням у 2021 та 2022 рр. на новий випуск з погашенням у 2033 р. та додатково залучило $1.12 млрд нового фінансування. На додаток до цього Міністерство отримало два кредити від Cargill F.S.I. на загальну суму 250 млн євро, що допомогло покрити витрати на погашення боргу у вересні. Крім того, Міністерство здійснило протягом літа частковий викуп більше 10% варрантів з ринку, зменшивши таким чином можливі витрати бюджету на обслуговування державного боргу в майбутньому.

Надалі ми очікуємо, що уряд ще вийде на міжнародні ринки капіталу та спробує залучити до $1 млрд ще цього року та $3 млрд наступного. Беручи до уваги офіційне фінансування та припускаючи 100% рефінансування виплат за валютними ОВДП, потреби у фінансуванні будуть покриті до кінця 2021 р.

Таблиця 1. Валютні виплати да джерела фінансування на 2020 та 2031 рр., $ млрд

	2020	2021		2020	2021
Залишок на рахунках уряду (початок року)	**0.8**	**0.5**			
Фінансування бюджету у валюті	**12.3**	**9.2**	**Боргові виплати у валюті**	**11.3**	**7.8**
МВФ	2.1	1.5	МВФ	0.5	0.5
Єврооблігації	3.3	3.0	МФО	1.3	0.6
Світовий банк	0.8	1.0	Єврооблігації	1.7	1.1
ЄС (макрофіндопомога)	1.3	0.7	Єврооблігації, гарантовані США	1.0	1.0
Валютні ОВДП	4.5	3.0	Інші виплати за зовнішнім боргом	0.7	0.1
Cargill F.S.I.	0.3		Виплата відсотків	1.4	1.7
			Валютні ОВДП	4.7	2.8
			Валюта, продана НБУ	**1.3**	**1.4**
Очікуваний залишок валюти на кінець року	**0.5**	**0.5**			

Джерело: МФУ, ICU.

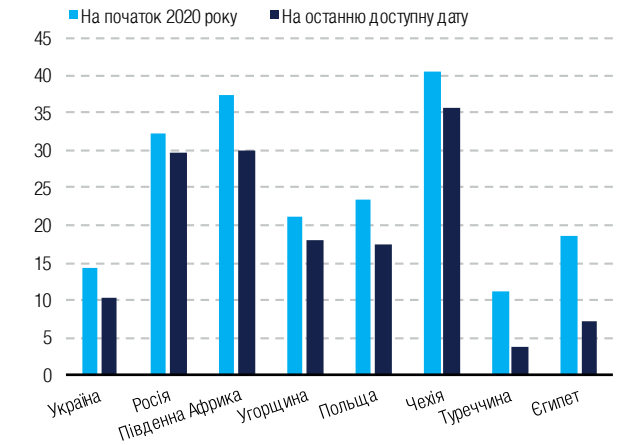
Гривневі ОВДП приваблюють резидентів, але не іноземців

Відплив іноземного капіталу з локальних боргів триває, як і на інших ринках, що розвиваються

Цього року попит від нерезидентів на український гривневий борг був подібним до інших країн, що розвиваються. В Україні теж портфель нерезидентів скорочується, але ситуація виглядає трошки краще, ніж у деяких сусідів.Хоча можливості уряду позичати у національній валюті стали більш обмеженими.

Графік 22. Частка нерезидентів у внутрішньому борзі, %

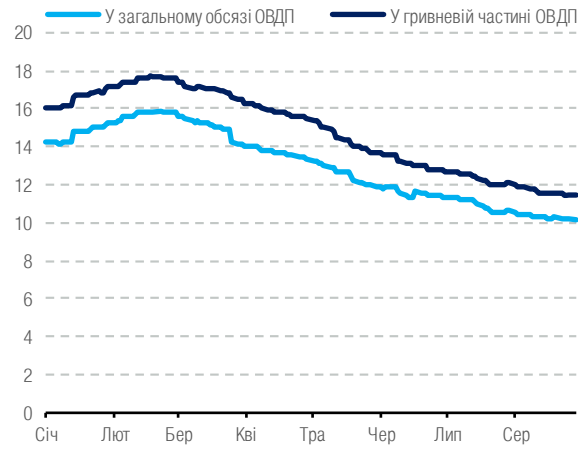
Порівняння часток нерезидентів у внутрішньому борзі окремих країн на початок року та після жорсткого карантину



Джерело: НБУ, дані офіційних установ різних країн, ICU

Графік 23. Частка нерезидентів у ОВДП, %

Частка нерезидентів у загальному обсязі ОВДП у обігу та їхній гривневій частині



Джерело: НБУ, ICU.

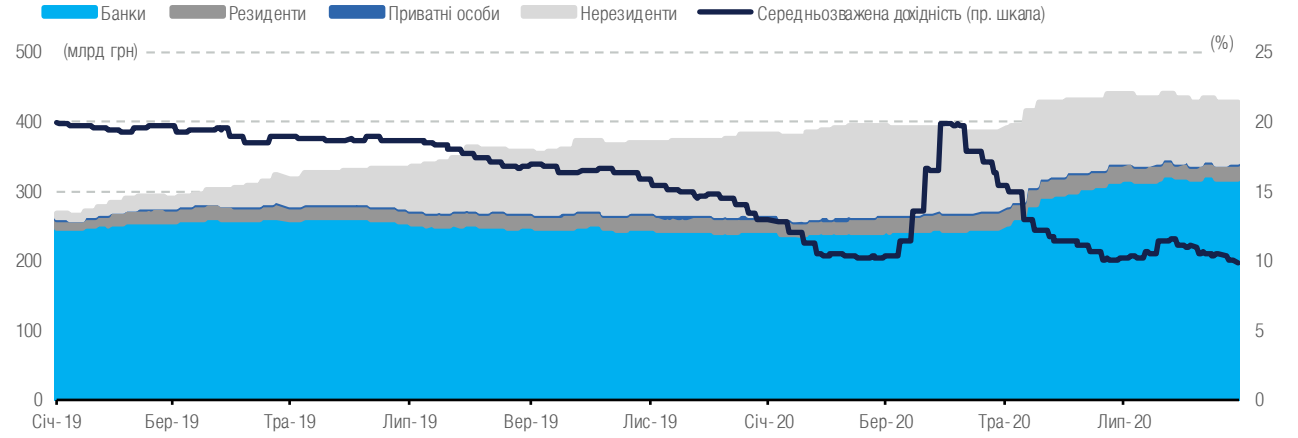
Протягом лютого-серпня іноземці зменшили портфель ОВДП на 41.4 млрд грн або майже на третину, що відбувалося як за рахунок погашень, так і продажу на вторинному ринку. Ми очікуємо, що вони продовжать скорочувати портфель щонайменше до 80 млрд грн на кінець цього року.

Тим часом низький попит на ОВДП із початком карантину змусив НБУ переглянути низку регуляцій, зокрема правила для рефінансування банків. Це вилилося в більший інтерес до ОВДП з боку банків, хоч і переважно до випусків облігацій з короткими термінами обігу, з очікуваною премією до облікової ставки НБУ на рівні 100-400 б.п. в залежності від терміну обігу. Але цей попит був недостатній, щоб повністю забезпечити

потреби Мінфіну в запозиченнях, що змусило Міністерство збільшити залучення коштів через валютні ОВДП.

Графік 24. Портфелі ОВДП та доходності

Портфелі гривневих ОВДП (без врахування НБУ) та середньозважена доходність за 12-місячними гривневими ОВДП (за даними НБУ)



Джерело: НБУ, ICU

Банки збільшать купівлю гривневих ОВДП, тоді як нерезиденти, ймовірно, залишать портфель незмінним у 2021 р.

На перспективу ми очікуємо, що банки відіграватимуть ключову роль у залученні внутрішнього фінансування до бюджету. Банки мають біля 110 млрд грн коштів у депозитних сертифікатах НБУ, що можуть бути частково перерозподілені в короткострокові ОВДП. Також банки можуть скористатися опцією отримання рефінансування від НБУ для придбання додаткового обсягу ОВДП на первинному ринку.

Водночас, обсяг гривневих ОВДП у власності нерезидентів має стабілізуватися протягом 2021 р., оскільки вищі ставки та послаблення девальваційних очікувань мають зробити їхню купівлю знову привабливою. Унаслідок цього частка нерезидентів у гривневих ОВДП може знизитися до 9% на кінець 2021 р. з 16% у лютому 2020 р.

Доходності гривневих ОВДП поступово зростуть

Облікова ставка НБУ та менша участь нерезидентів на ринку ОВДП підштовхнуть ставки вгору

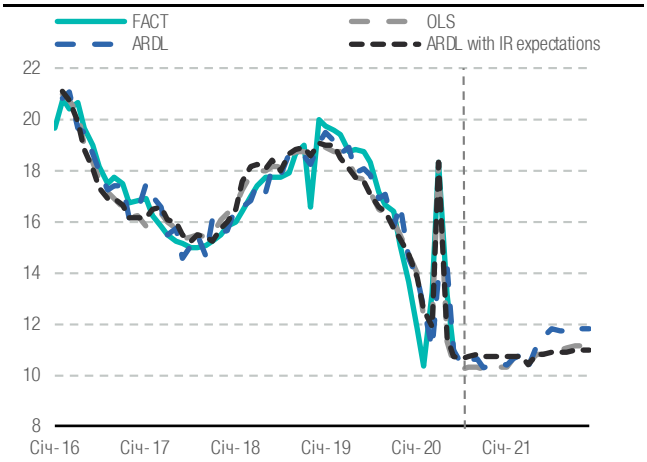
На основі економетричних моделей та низки припущень, викладених у цьому огляді, ми прогнозуємо, що доходності річних ОВДП будуть коливатися в межах 10-11% цього року та поступово зростуть протягом наступного року до 10.5-12%. А от доходності 2-річних облігацій будуть у діапазоні 11-12% цього року з поступовим зростанням до 12-13% у 2021 р., хоча ми не виключаємо навіть вищих ставок. Ці ставки не дуже відрізняються від поточних рівнів, вказуючи, що поточний рівень спреду до облікової ставки є близьким до рівноважного.

Для потреб моделювання ми використали доходності однорічних та дворічних ОВДП зі справедливої вартості облігацій, за даними НБУ, як залежні змінні та низку таких пояснюючих змінних, як облікова ставка НБУ, очікування її зміни за результатами опитувань FocusEconomics, відношення боргу до ВВП, частка нерезидентів у загальному портфелі ОВДП та індекс випуску базових галузей НБУ. Ми поєднали результати моделей OLS з лагом для пояснюючих змінних, ARDL та ARDL, розширених очікуваннями (див. Acram and Das (2017) щодо деталей). Ряди даних використані із січня 2016 р. до червня 2020 р.

Основні висновки нашого моделювання наступні. Упродовж 12 місяців підвищення облікової ставки на 1 п.п. призводить до зростання доходностей 12-місячних ОВДП на 0.6-0.7 п.п. і дворічних – на 0.4-0.6 п.п. Збільшення частки нерезидентів у складі власників гривневих облігацій, не враховуючи НБУ, на 5 в.п. знижує доходності однорічних ОВДП на 0.3-0.8 п.п. і дворічних – на 0.6-1.0 п.п. Вплив відношення боргу до ВВП та економічного зростання не мають статистично значущого впливу на доходності ОВДП.

Графік 25. Доходності однорічних ОВДП, %

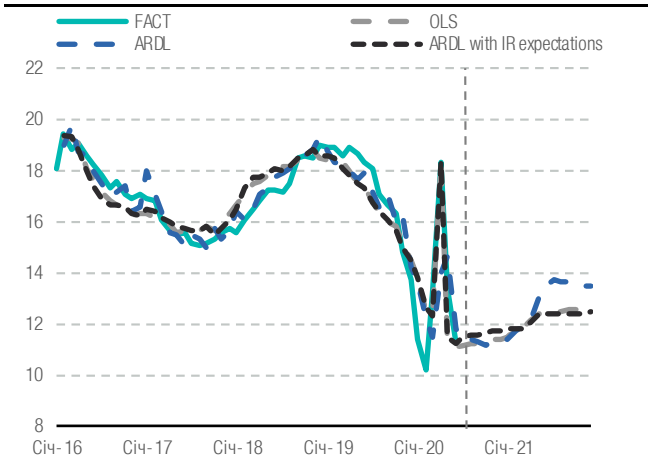
Фактичні дані та результати трьох моделей



Джерело: НБУ, Держстат, ICU

Графік 26. Доходності дворічних ОВДП, %

Фактичні дані та результати трьох моделей



Джерело: НБУ, Держстат, ICU

Монетарна політика: уже не яструби, ще не голуби

- **Нещодавні зміни в керівництві НБУ поки кардинально не змінили монетарну політику**
- **НБУ зіштовхнеться з інфляційним тиском, що вимагатиме підняття облікової ставки у 2021 р.**
- **Проблемні кредити зросли лише незначно, оскільки банки можуть реструктуризувати позики, не визнаючи їх непрацюючими**
- **У міру зростання популярності безготівкових платежів банки все більше покладаються на комісійні доходи та шукають способи скоротити операційні витрати**

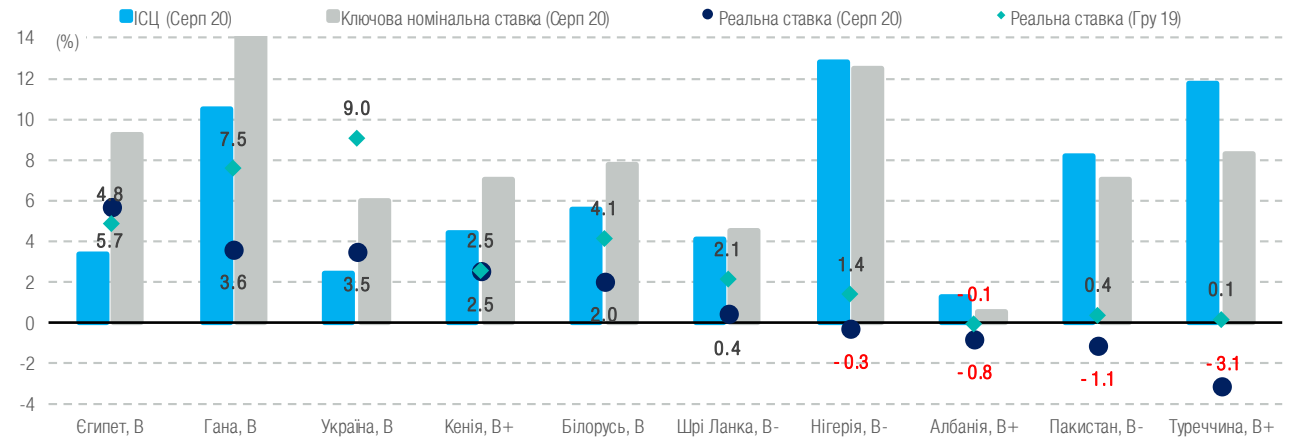
Вичікування зміниться обережним підвищенням ставки

НБУ зіткнеться з необхідністю підвищення ставок у 2021 р.

На попередніх двох засіданнях НБУ не змінював облікову ставку. Обидва рішення були прийняті вже після призначення Кирила Шевченка на посаду голови Правління. Незважаючи на побоювання політично вмотивованого пом'якшення монетарної політики, Нацбанк дотримувався консервативного підходу. З одного боку, інфляція в Україні залишалася пригніченою протягом значного періоду часу, що зі свого боку дозволило значно знизити ставку. У відповідь на низьку інфляцію НБУ знизив ставку з 17.0% у червні 2019 р. до 6.0% у червні 2020 р. Враховуючи, що в лютому-серпні 2020 р. інфляція становила менше 3% р/р, НБУ міг би знизити ставку ще на 50-100 б.п. у 2020 р., але утримався від такого кроку.

Графік 27. Ключова ставка в Україні та порівняних країнах, %

Реальна ставка (ex-post) знижується, але НБУ залишається одним з найбільш консервативних регуляторів



Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU

Однак протягом найближчих шести-дев'яти місяців інфляційний тиск посилиться разом із очікуваннями послаблення гривні та підвищення мінімальної заробітної плати. НБУ доведеться протидіяти ризику перевищення інфляцією планового показника в 5% ± 1 в.п завершенням поточного циклу пом'якшення та підвищенням ключової ставки. Беручи це до уваги, рішення утриматися від зниження ставки в липні та вересні свідчить про те, що Нацбанк хотів би уникнути більш різкого підвищення ставки в майбутньому.

Серед інших важливих факторів – затримка з переглядом програми МВФ та очікувані великі бюджетні витрати наприкінці року.

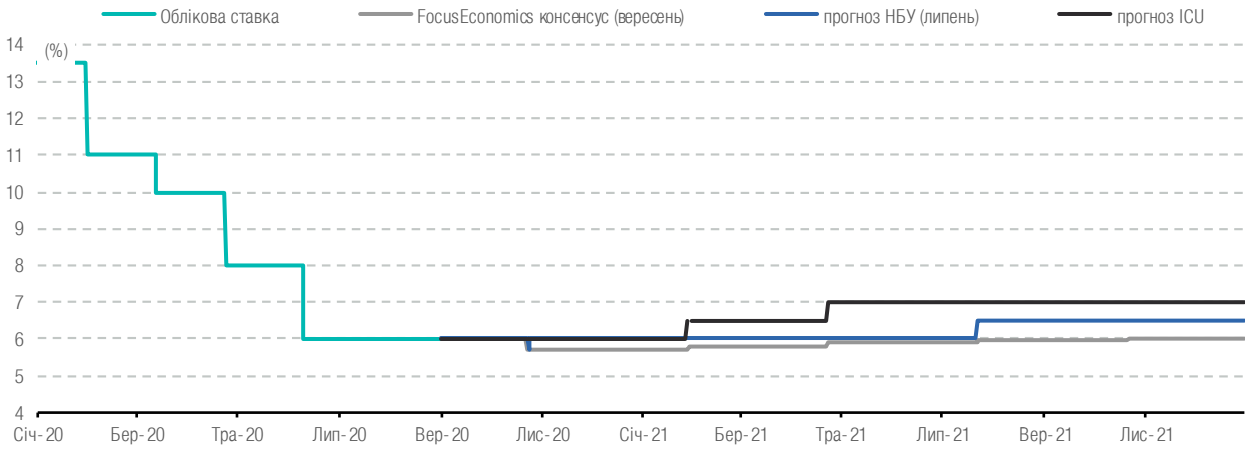
Україна втрачає позиції країни із одним із найвищих показників реальної ставки серед країн, що розвиваються. На даний момент налічується близько двох десятків країн, чия реальна ставка перевищує 3.5% – поточний рівень в Україні. НБУ залишається однією з найбільш консервативних установ, оскільки більшість центральних банків у країнах із схожим рейтингом підтримують нижчі реальні ставки. Проте з врахуванням прогнозу зростання інфляції в майбутньому поточний рівень реальної ставки близький до нуля або навіть від'ємний.

Ми очікуємо підвищення облікової ставки на 100 б.п. у 2021 р.

Ми очікуємо, що НБУ буде менш консервативним у 2021 р., ніж це було в попередні роки. Цього року ми не очікуємо змін облікової ставки, натомість імовірні два підвищення ставки в 1П21 – до 7.0%. Нацбанк буде дуже неохоче йти на підвищення ставки, враховуючи обіцянки щодо зниження ставок за кредитами. Ще однією причиною дотримуватися стимулюючої монетарної політики у 2021 р. буде все ще від'ємний розрив випуску, незважаючи на зростання попиту в таких окремих сегментах, як продукти харчування.

Графік 28. Прогноз облікової ставки, %

Ми очікуємо, що НБУ почне підвищувати ключову ставку вже в 1кв21



Джерело: НБУ, FOCUSECONOMICS, ICU

Банки оговтуються від карантину, попереду ще багато викликів

Якщо 2019 р. став одним із найкращих з точки зору високої прибутковості, низьких витрат на резервування та гарної операційної ефективності, то у 2020 р. українська банківська система зіштовхується з погіршенням якості активів у результаті пандемії COVID-19.

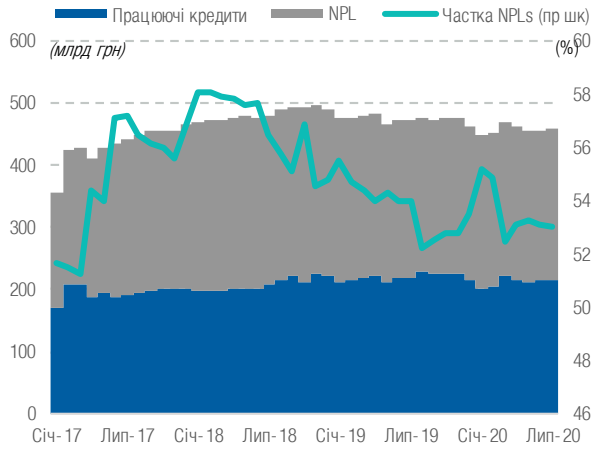
Банківське кредитування було слабким та обережним протягом останніх кількох років, і майже половину валових позик на початок року становили непрацюючі кредити. Оскільки регулятор дозволив невизнання реструктуризованих позик під час карантину непрацюючими, поточні цифри NPL майже не відображають нових проблемних позик. Ми очікуємо, що частина цих позик перейде до категорії NPL. Однак, припускаючи різке відновлення економічної діяльності та доходів домогосподарств, сума цих нових непогашених кредитів не повинна бути значною.

Списання безнадійної заборгованості державними банками може значно знизити частку NPL

Протягом останніх шести років кредитування корпоративного сектору переважно скорочувалося. Обсяг валових корпоративних кредитів знизився на 5.6% р/р у липні 2020 р., зниження відбулося як у гривневому, так і у валютному портфелях. Висока частка проблемних кредитів є однією з найсерйозніших перешкод для відновлення кредитування. На чотири державні банки разом припадає 77% загального обсягу поганих кредитів у корпоративному секторі. Один з них, Ощадбанк, розпочав списання проблемних кредитів зі свого балансу після того, як уряд уточнив процедуру. Протягом 1П20 банк списав близько 22 млрд грн, більшість з яких – у іноземній валюті, що становить більше чверті всіх поганих кредитів банку. Незважаючи на ймовірність виникнення додаткових кредитів унаслідок коронакризи, ми очікуємо, що частка NPL буде продовжувати зменшуватися через списання.

Графік 29. Якість валових корпоративних кредитів у гривні

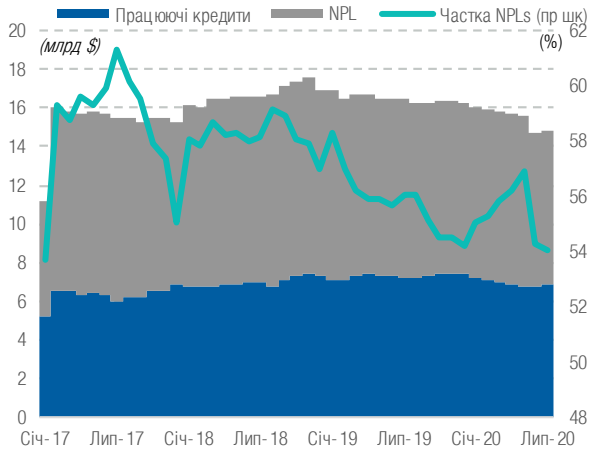
Частка проблемних кредитів може зменшитися, якщо державні банки масово почнуть списувати безнадійну заборгованість



Джерело: НБУ, ICU

Графік 30. Якість валових корпоративних кредитів у ін. валюті

Списання допомогло зменшити частку NPL, незважаючи на COVID-19



Джерело: НБУ, ICU

Обслуговування споживчих кредитів погіршилося

На відміну від корпоративного сегменту, банки активно нарощували споживче кредитування протягом попередніх років. Однак пандемія різко поклала край значному зростанню портфелів роздрібних позик. Банки суттєво зменшили кількість нових позик у березні-квітні – два місяці найсуворіших карантинних обмежень, – але почали відновлювати видачу в наступні місяці. Проте банки зараз обережно ставляться до кредитоспроможності потенційних клієнтів і їхній апетит до ризику зменшився. Кредитний портфель більшості банків знаходиться приблизно там, де був на початку року.

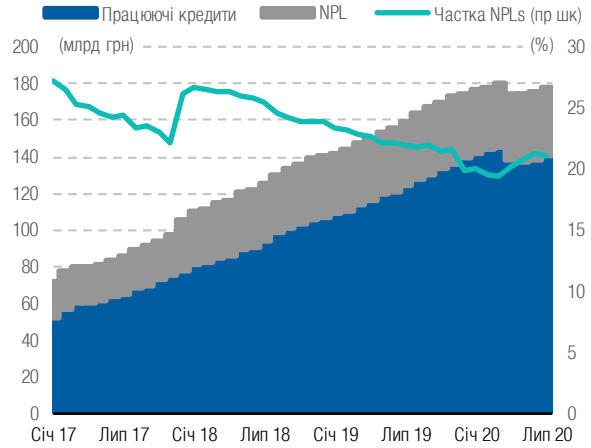
Валовий портфель роздрібних кредитів у гривнях на 1 серпня зріс лише на 1.7% з початку року. Водночас за ці сім місяців обсяг поганих кредитів зріс на 7.7% з початку року. Частка NPL збільшилася на 117 б.п. до 21.1%. Банки повідомили про суттєво різні результати з точки зору проблемних кредитів. Деякі банки, які дуже активно займаються роздрібним кредитуванням, наприклад «Альфа», «ПУМБ» та «Універсал», повідомили про зростання на 37–42% з початку року обсягів поганих кредитів у роздрібному сегменті, тоді як інший провідний гравець на ринку – «Приватбанк» - зафіксував ріст поганих кредитів у гривневому роздрібному сегменті лише на 5.3%.

Ми очікуємо, що частка NPL у споживчому кредитуванні в гривнях зросте на 300 б.п., коли: 1) банки визнають частину реструктуризованих позик як NPL і 2) нове

кредитування зросте недостатньо суттєво, щоб створити вищий знаменник для цього коефіцієнта.

Графік 31. Якість валових роздрібних кредитів у гривні

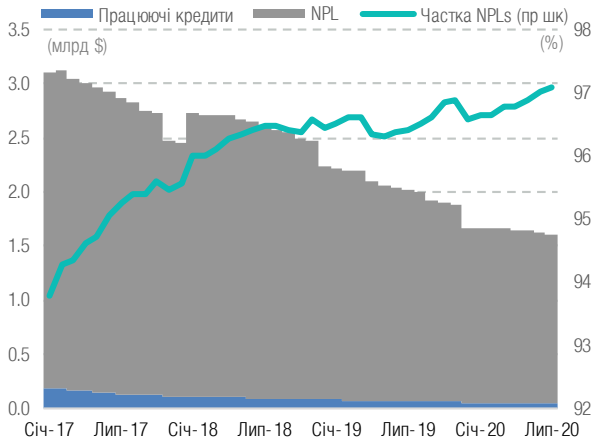
Споживчі кредити першими відреагували на пандемію



Джерело: НБУ, ICU

Графік 32. Якість валових роздрібних кредитів у ін. валюті

Валютні кредити ще залишаються на балансах банків



Джерело: НБУ, ICU

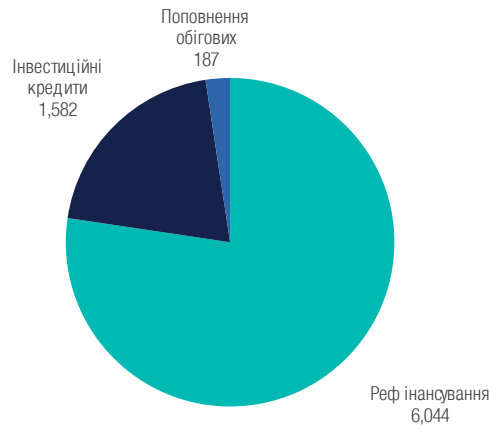
Незначні успіхи в стимулюванні кредитування

5-7-9 задумувався як програма створення робочих місць, але трансформувалася у відповідь уряду на пандемію

Урядова програма 5-7-9 була розроблена з метою зменшення вартості запозичень для МСБ та задля створення додаткових робочих місць, однак вона швидко перетворилася на економічний стимул у боротьбі з пандемією. На ранній стадії програми банки видавали клієнтам нові позики із середнім чеком у 0.6-0.7 млн грн. Результати першого етапу були дуже скромними: нових позик було видано на 0.5 млрд грн. У червні до програми 5-7-9 допустили рефінансування існуючих позик. Банки, що беруть участь, швидко включили до програми своїх існуючих позичальників. Хоча спочатку саме державні банки були лідерами, вони швидко поступилися дорогою банкам з європейським капіталом, які рефінансували свої портфелі МСБ. У результаті розширеної правомочності на 14 вересня було видано або рефінансовано 3 238 позик на загальну суму 7.8 млрд грн. Середній обсяг кредиту зріс вчетверо - до 3.4 млн грн.

Графік 33. Розподіл кредитів за програмою 5-7-9, млн грн

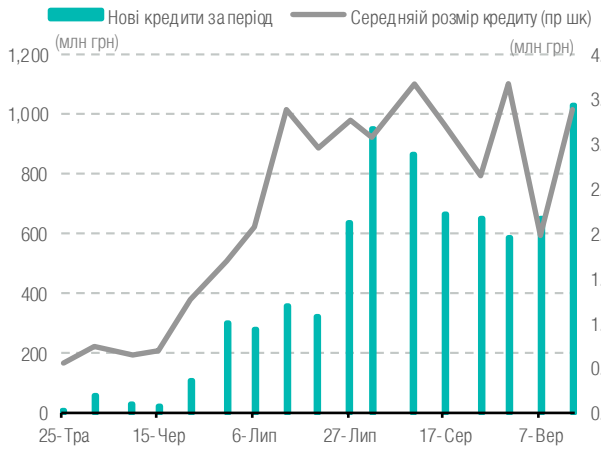
Станом на 14 вересня рефінансування існуючих позик було найпопулярнішим видом державної підтримки МСП



Джерело: МФУ, ICU

Графік 34. Середній розмір та кількість нових кредитів

Банки розширили програму, розпочавши рефінансування існуючих позик у червні



Джерело: МФУ, ICU

Програма 5-7-9 перетворилася на один із небагатьох заходів державної підтримки бізнесу під час кризи COVID-19. Це дозволяє МСБ уникати дефолтів протягом періоду, коли їх доходи, імовірно, зменшуватимуться. Із 7.8 млрд грн позик, 6.0 млрд грн (77%) становить рефінансування існуючих позик. Поки банки з приватним капіталом прагнуть включити своїх існуючих позичальників до програми, чотири державні банки роблять протилежне: лише третина їхніх позик є рефінансуваннями, а решта – нові кредити.

Портфельні гарантії можуть дати нового стимулу програмі підтримки МСБ

Після досягнення рівня 9–10 млрд грн у банків, імовірно, закінчяться існуючі клієнти, які можуть перекредитуватися під пільгову ставку. Ми очікуємо, що уряд не припинить програму, а натомість спробує змінити модель, щоб долучати до неї більше нових позик. Одним із можливих рішень можуть бути портфельні гарантії від уряду. Вони повинні сприяти кредитуванню позичальників, які не мають належного забезпечення, а отже, не можуть отримувати позики в банках.

Пандемія знижує комісійні доходи та витрати

Пандемія прискорила перехід на безготівкові розрахунки

COVID-19 став серйозним викликом для безготівкових розрахунків у квітні, коли кількість POS-терміналів зменшилася на 23% м/м. Загальна кількість POS-терміналів у місцях роздрібної торгівлі впала з 331 тис у березні до лише 255 тис у квітні, оскільки багато підприємств було закрито на карантин. Банкам знадобилося всього два місяці, щоб перевищити показники березня по мірі того, як карантинні заходи ослабли.

Однак обсяг безготівкових операцій все ще на 4% нижчий від рівня березня. Насправді пандемія заохочує безготівкові операції, оскільки доставки замінюють багато взаємодій від людини до людини. Саме тоді споживачі почали витрачати менше, адже середня сума безготівкових операцій падала.

Обсяг готівки зріс на 30,8% р/р: це значно вищі темпи, ніж у попередні п'ять років

Станом на початок вересня обсяг готівкової гривні збільшився на 30.8% р/р - такі темпи не спостерігалися з 2014 р. Протягом попередніх п'яти років це зростання не перевищувало 14% р/р і становило лише 2.8% р/р в листопаді 2019 р. Хоча в багатьох економіках, які постраждали від коронавірусу, спостерігалося зростання фізичних готівкових коштів, але в Україні не спостерігалося збільшення обсягів готівки, яка знімалася у банкоматах. Насправді у червні через банкомати зняли на 6% менше, якщо порівняти з березнем. Також не зменшилися банківські депозити. Кошти населення в гривнях (як поточні, так і строкові депозити) зростали з липня,, четвертий місяць поспіль після падіння на 0,7% м/м у березні.

Проте значно скоротилися обсяги фізичних готівкових коштів, що повертаються до банківської системи. У 2кв20 банки спостерігали падіння інкасації готівки з роздрібних магазинів (-19% кв/кв) та дуже різке падіння (-45% кв/кв) обсягів поповнення готівкою банківських карток. Перше, імовірно, стало результатом пандемії та переходу деяких секторів економіки на роботу за готівку. Друге ж може бути наслідком жорсткіших правил протидії відмиванню грошей, запроваджених у квітні, які стали перешкодою для надходження готівкових коштів у банківську систему.

Повернення готівки до банків збільшити гривневу ліквідність, яка скоротилася майже на 100 млрд грн з піку в лютому

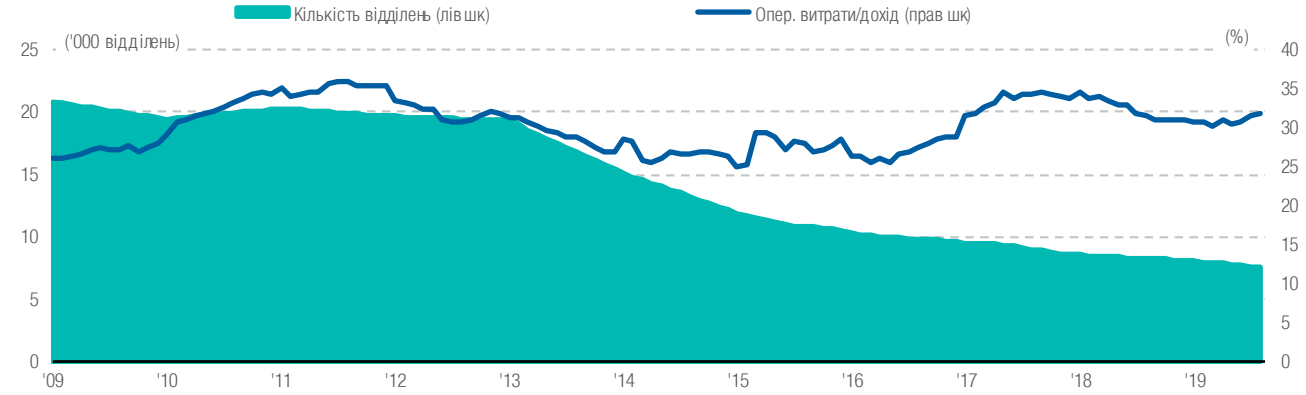
Ліквідність українського банківського сектору за січень – серпень 2020 року зменшилася приблизно на 83 млрд грн. внаслідок підвищеного попиту на готівкові кошти. За аналогічний період минулого року ліквідність зросла на 12 млрд грн. Банки розраховують на нормалізацію поведінки клієнтів і їх попиту на готівку до рівнів. Які спостерігалися перед пандемією COVID-19. Це призведе до зростання ліквідності, яка знизилася з рекордно високих 253 млрд грн у лютому до 150 млрд грн станом на 28 серпня.

Співвідношення витрат до доходу за попередні 12 місяців досягло 31.9% у липні 2020 р., на 112 б.п. вище, ніж на початку року, незважаючи на заходи із скорочення витрат. Банки повинні змінити свої бізнес-моделі не лише для того, щоб адаптуватися до викликів COVID-19, але й відповідати довгостроковим тенденціям в банківському секторі.

Загальна кількість відділень банків зменшилася на 8.3% р/р у 2кв20, оскільки банки продовжують оптимізувати, скорочувати свої мережі та мігрувати в онлайн. Загальна кількість відділень зменшилася до третини від того обсягу, що був на піку в 2008 р., - 7580 проти 22974 відділень. Витрати на зарплату були заморожені протягом квітня та травня, що призвело до сповільнення зростання в річному обчисленні майже до нуля з 20% у 2019 р. Подальше відновлення зростання заробітної плати відповідає динаміці середньої зарплати в українській економіці.

Графік 35. Мережі банків і співвідношення операційних витрат до доходів

Мережі банків скорочуються, співвідношення операційних витрат до доходів залишається стабільним незважаючи на оптимізацію,

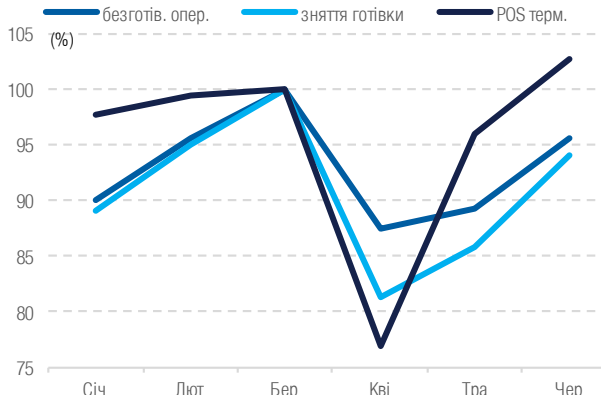


Джерело: НБУ, ICU

Незважаючи на економічне уповільнення, частка безготівкових операцій продовжує зростати по відношенню до операцій із зняття готівки – 55.5% у 2кв20 проти 49.1% у 2кв19. Збільшення частки комісійного доходу в загальному прибутку банку є бажаним, оскільки такі надходження є менш ризикованими та мінливим джерелом доходу. Комісійний дохід за попередні 12 місяців становив 25.7% від загального прибутку банків у липні 2020 р., збільшившися на 146 б.п. за рік. Банки будуть шукати додаткові джерела доходу, адже процентні ставки продовжать падати, знижуючи чисту процентну маржу.

Графік 36. Платіжна інфраструктура. Бер 2020 = 100%

Вплив COVID-19 на карткові транзакції відчувається досі



Джерело: НБУ, ICU

Графік 37. Комісійні доходи та безготівкові розрахунки

Комісії стають дедалі більшою часткою доходу банків

Джерело: НБУ, ICU

Економіка: продовжується нерівномірне відновлення

- **Економічний потенціал страждає від довгострокових ефектів пандемії**
- **Стрімке відновлення попиту є нерівномірним і очікується недовговічним**
- **На ринку праці зростає попит у окремих секторах, але надалі різке підвищення мінімальної зарплати гальмуватиме зайнятість**

Економічний потенціал страждає від пандемії

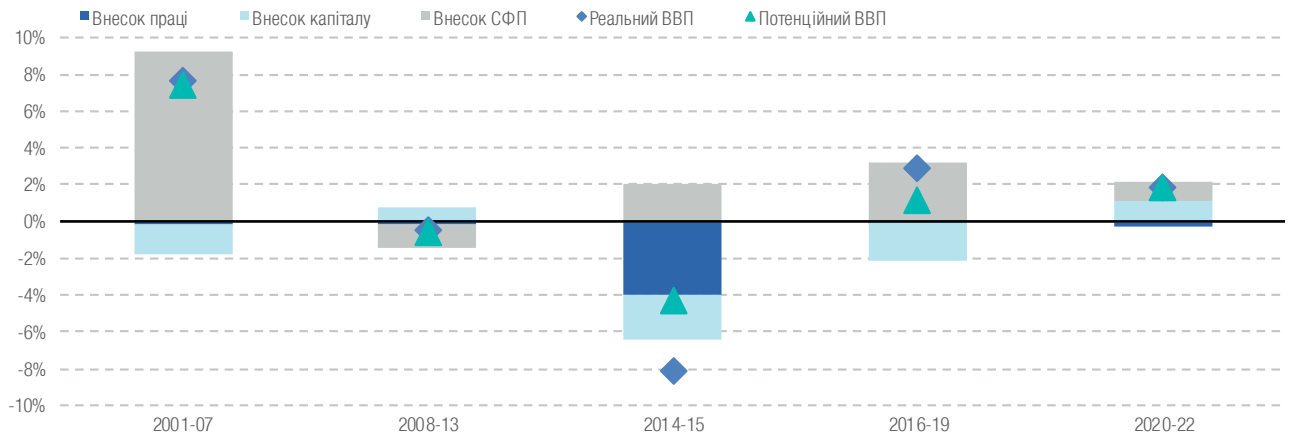
Перші ефекти пандемії та карантину відобразилися на економіці з боку пропозиції, частина якої була «вимкнена». Скасування більшості обмежень знову «ввімкнуло» економіку.

COVID-19 гальмує темпи зростання потенційного випуску з 4% до 2% у 2020-22 рр.

Водночас довгострокові ефекти пандемії на економічний потенціал можуть бути достатньо суттєвими. Відповідно ми аналізуємо тут три фактори зростання потенційного випуску, а саме працю, капітал і сукупну факторну продуктивність (СФП). І хоча результати показують, що темпи зростання потенційного випуску в 2020-22 рр. прискоряться майже до 2% порівняно з 1% у 2016-19 рр., це прискорення є значно повільнішим, ніж те, на яке можна було б розраховувати без пандемії (близько 4%).

Графік 38. Середні темпи зростання фактичного та потенційного ВВП та внески праці, капіталу та сукупної факторної продуктивності в зростання потенційного випуску

Незважаючи на уповільнення зростання інвестицій, накопичення капіталу є ключовим драйвером зростання потенційного випуску, тоді як внесок сукупної факторної продуктивності суттєво скорочується у 2020-22 рр.



Джерело: Держстат, ICU

Внесок праці знову стає від'ємним через посилення дисбалансів на ринку праці

Внесок пропозиції робочої сили в зростання потенційного випуску в Україні традиційно був від'ємним внаслідок негативного демографічного тренду та трудової міграції. Цей від'ємний внесок зазвичай був незначним, окрім періоду кризи 2014-15 рр. Тоді окупація Криму та частини Луганської та Донецької областей різко скоротила робочу силу та посилила внутрішню міграцією та дисбаланси на ринку праці. Натомість у період 2016-19 рр. пенсійна реформа збільшила стимули до офіційного працевлаштування та економічної активності населення загалом. Тому навіть на тлі посилення трудової міграції в цей період від'ємний внесок з боку праці в зростання потенційного випуску скоротився майже до нуля.

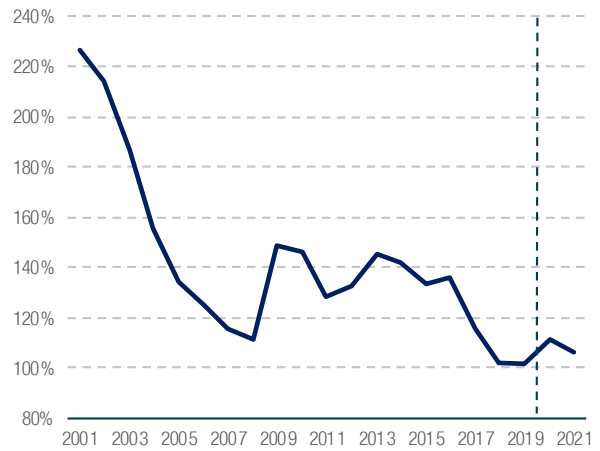
Пандемія, імовірно, поверне внесок праці до незначних, але від'ємних значень через низку причин. По-перше, тривалий період безробіття може призвести до втрати навичок і труднощів з поверненням до роботи. По-друге, криза суттєво ускладнює вихід на ринок праці випускників шкіл і університетів, що також швидко знецінює їхні навички. По-третє, пандемія та соціальне дистанціювання можуть посилити невідповідність між попитом і пропозицією на ринку праці, зокрема через суттєве зниження трудової мобільності, що зменшить економічно активне населення. До того ж цей ефект посилення невідповідності робочих навичок робочим місцям також уповільнює зростання СФП. Водночас певні обмеження для трудової міграції частково компенсуватимуть перелічені негативні ефекти на пропозицію праці.

Імпульс у потенційний випуск з боку капіталу знижується, оскільки інвестиції різко скорочуються у 2020 р.

Натомість внесок капіталу в темпи зростання потенційного випуску очікується додатним близько до 1% щорічно у 2020-22 рр., на відміну від значного від'ємного внеску у 2014-19 рр. Це пов'язано насамперед зі швидкою амортизацією капіталу та одночасним нарощенням валового нагромадження основного капіталу в попередні роки. Ці фактори зумовили підвищення відношення інвестицій до основних засобів до 21% у 2019 р., тоді як середній рівень цього показника в 2009-18 рр. становив 11%. Тому навіть за прогнозованого скорочення інвестицій у 2020 р. на 18% їхні обсяги будуть достатніми для того, щоб перекрити амортизацію основних засобів і забезпечити приріст капіталу.

Графік 39. Відношення капіталу до ВВП, %

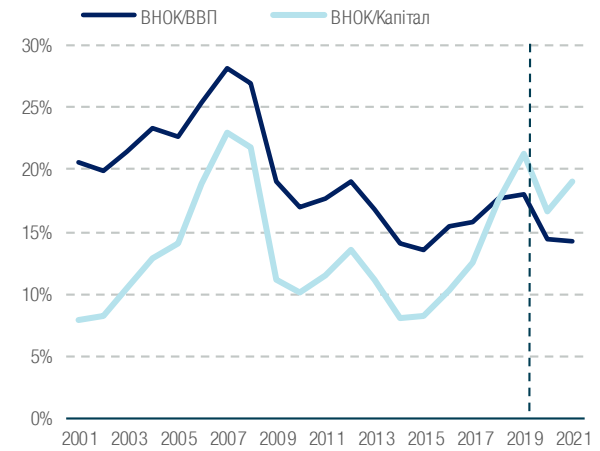
Обсяги капіталу відносно ВВП мають тенденцію до зниження



Джерело: Держстат, ICU.

Графік 40. Відношення інвестицій до ВВП і капіталу, %

У 2019 р. валове нагромадження основного капіталу відносно накопиченого обсягу капіталу близьке до історичного максимуму



Джерело: Держстат, ICU.

Однак внесок капіталу в довгострокове зростання міг би бути на 1-2 в.п. вищим, якби не пандемія. Пандемія мала суттєвий негативний вплив на інвестиції через дуже високий рівень невизначеності щодо перспектив економічного розвитку та попиту на продукцію. Продовження скорочення глобальної торгівлі є додатковим фактором, що підриває приватні інвестиції. Частково загальний негативний вплив пандемії на інвестиції пом'якшується необхідністю оновлення ІТ інфраструктури на тлі поширення віддаленої роботи та освіти. Крім того, питання продовольчої безпеки стимулюють подальші інвестиції в АПК і харчову промисловість. Потенційно тренд до локалізації ланцюгів доданої вартості на регіональному рівні може стимулювати інвестиції європейських компаній чи компаній, що збираються збувати свою продукцію на європейському ринку, та в створенні виробництв в Україні, але конкуренція в регіоні за такі інвестиції є досить високою.

Ефективність економіки страждає від витрат на пристосування до нових умов

Слабкі інвестиції не тільки підривають довгострокове зростання напряму через запаси капіталу, але також негативно впливають на сукупну факторну продуктивність через зниження інновацій. Крім того, пандемія негативно впливає на сукупну факторну продуктивність і через низку інших каналів. По-перше, додаткові обмеження роботи громадського транспорту знижують трудову мобільність населення і оптимальний розподіл трудових ресурсів. Нещодавня заборона на в'їзд іноземців в Україну є прикладом таких обмежень, що негативно впливають на ефективність економіки. По-друге, перехід на віддалену роботу може не бути ефективним чи повністю можливим замінником традиційних форм роботи в окремих сферах, негативно впливаючи на продуктивність. По-третє, численні обмеження на бізнес у зв'язку з пандемією, наприклад, кількість людей на одиницю площі в ресторанах чи на культурних заходах, негативно впливають на продуктивність наявних основних засобів. Водночас у окремих сферах більші інвестиції в IT і використання сучасних технологій може частково компенсувати зазначені вище негативні ефекти. Крім того, спричинена пандемією криза може спровокувати швидше банкрутство неефективних компаній і відповідний перерозподіл ресурсів на користь більш продуктивних. Однак загалом зростання СФП уповільниться майже до 1% у 2020-22 рр. з 3.2% у 2016-19 рр.

Різке відновлення споживчого попиту буде короткостроковим

Очікувано, ВВП досяг дна у 2кв20

Згідно з оперативною оцінкою, ВВП зменшився на 11.4% р/р у 2кв20, тобто трохи більше, ніж ми очікували в червні, але не настільки, як під час глобальної фінансової кризи 2008-09 рр. та "ідеального шторму" 2014-15 рр. До того ж приблизно 1 в.п. у падінні ВВП у 2кв20 відбулося через пізніший початок збору врожаю зерна, що має бути компенсовано в наступних кварталах.

З травня, коли обмежувальні заходи почали пом'якшуватись як в Україні, так і в усьому світі, активність у сферах послуг та виробництві швидко покращується.

За нашими оцінками, падіння ВВП уповільнилося до приблизно 6.5% р/р у липні. Найбільша частина цього падіння пов'язана з транспортом, який усе ще сильно страждає від заходів соціального дистанціювання та обмежень на міжнародні подорожі. Крім того, від'ємний внесок від пізнішого початку збору врожаю залишається значним. Інші сектори виглядають надзвичайно стійкими.

Відновлення з 3кв20 насамперед драйвиться споживанням і є нерівномірним серед секторів

Так, є чіткі ознаки відновлення споживчого попиту. У липні роздрібна торгівля зросла на 8.5% р/р і з урахуванням сезонності перевищила допандемічний рівень січня-лютого приблизно на 5%. Крім того, у липні виробництво споживчих товарів зросло на 1.1% р/р для товарів нетривалого користування та скоротилося лише на 0.6% р/р для товарів тривалого користування. Високі показники роздрібної торгівлі та виробництва споживчих товарів певною мірою стали наслідком переходу споживачів на витрачання коштів усередині країни замість закордонних витрат через обмеження іноземного туризму та реалізацію відкладеного попиту. Однак настрої споживачів залишаються пригніченими навіть за відновлення доходів. Тому навряд чи зростання споживчих витрат буде продовжуватися такими ж швидкими темпами надалі.

Приватні інвестиції відстають і досягнуть передпандемічних рівнів тільки у 2022 р.

Водночас відновлення інвестиційного попиту все ще відстає через величезну невизначеність, пов'язану з майбутнім розвитком пандемії та економічним відновленням. Крім того, масштаби фіскального та монетарного стимулювання в Україні залишаються набагато нижчими, ніж у порівняних країнах та розвинутих країнах. Однак урядові проекти "Великого будівництва" частково компенсували різке скорочення приватних інвестицій, про що свідчить активізація будівництва, у якому темпи падіння знизилися приблизно до 0.5% р/р у червні-липні.

Таблиця 2. Реальний ВВП та його компоненти за методом кінцевого використання, % р/р

	2019	2020(F)	2021(F)
Реальний ВВП	3.2%	(5.7%)	5.6%
Кінцеві споживчі витрати	8.1%	(5.0%)	5.9%
домашніх господарства	11.9%	(4.2%)	6.9%
сектору загального державного управління	(4.9%)	(12.3%)	1.0%
Валове нагромадження капіталу	(19.9%)	(21.0%)	21.9%
валове нагромадження основного капіталу	14.2%	(17.8%)	15.3%
Експорт товарів і послуг	6.7%	(10.1%)	10.7%
Імпорт товарів і послуг	6.3%	(13.1%)	13.4%

Джерело: Держстат, ICU.

Нещодавнє зростання цін на сировину, особливо на залізну руду, покращує умови торгівлі та має сприяти відновленню економіки в 2П20 та надалі, покращуючи фінансові результати компаній та надаючи фінансові ресурси для інвестицій.

Однак темпи відновлення мають сповільнитися в найближчі місяці через негативні ефекти нових спалахів коронавірусу як у всьому світі, так і всередині країни. До того ж ми очікуємо погіршення умов торгівлі в 4кв20 на тлі зниження цін на залізну руду та слабкості європейського ринку сталі. Тому ми прогнозуємо суттєве уповільнення квартального зростання в 4кв20 порівняно з 3кв20.

ВВП у 2020 р. знизиться на 5.7%, що менше, ніж очікувалося раніше

А втім, ми поліпшуємо наш прогноз зміни ВВП у 2020 р. на 1 п.п. до -5.7% р/р, оскільки міцніші, ніж очікувалося раніше, відновлення внутрішнього попиту та умови торгівлі переважали слабкі ефекти бюджетних стимулів.

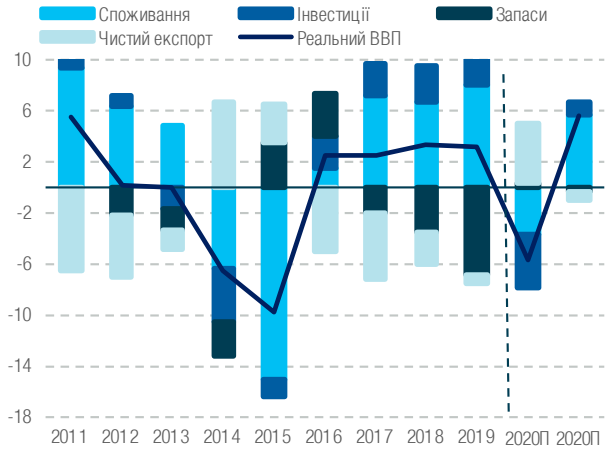
Наступного року відновлення буде драйвитися внутрішнім попитом, внесок чистого експорту повернеться до від'ємних значень. Зростання мінімальної заробітної плати сприятиме збільшенню споживчих витрат, одночасно стримуючи інвестиції. Тим не менше, ми все ще очікуємо стрімке зростання інвестицій, враховуючи відновлення світової економіки, пом'якшення монетарних і кредитних умов. Однак інвестиції не досягнуть рівня 2019 р. раніше 2022 р.

Від'ємний розрив випуску не закриється до кінця 2021 р.

Незважаючи на цей сплеск споживчих витрат, який ми, однак, вважаємо нетривалим, сукупний попит буде за нашими очікуваннями суттєво недотягувати до потенційного випуску у 2кв20-21. Пригнічені інвестиції та глобальна торгівля зіграють головну роль у формуванні значного від'ємного розриву випуску. Однак він може приховувати перегрів попиту в окремих секторах, де зарплати та ціни ростуть набагато швидше порівняно із сукупними показниками. Серед них фармацевтика в 2кв20, медичні послуги в 3кв20, машини та побутова техніка в 3кв20, IT послуги, продовольчі товари та добрива на всьому прогнозному горизонті.

Графік 41. Компоненти росту реального ВВП, % р/р

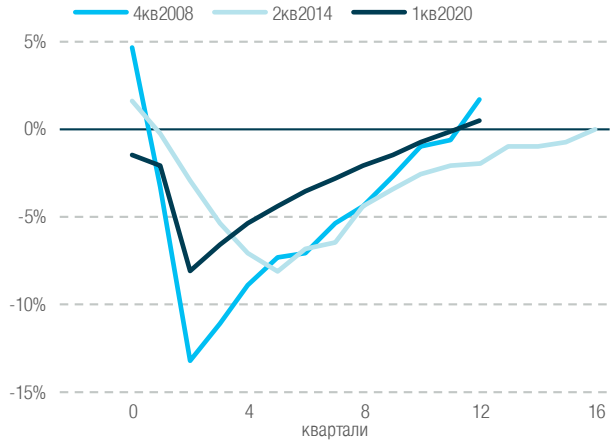
У 2020 році падає внутрішній попит, а внесок чистого експорту стає додатнім



Джерело: Держстат, ICU.

Графік 42. Розрив випуску, % від потенційного ВВП, перший квартал наведений у легенді

Відновлення попиту цього разу є швидшим, однак усе ще тривалим



Джерело: Держстат, ICU.

Відкриття економіки відновлює ринок праці

Безробіття зростає до 11-12% у 2кв20

Статистика по ринку праці в Україні публікується зі значним часовим лагом. На момент підготовки цього огляду дані по 2кв20 ще не були наявні, ми можемо лише припускати значні негативні ефекти для зайнятості. Однак, на наше переконання, стрибок рівня безробіття в Україні не має бути настільки значним, як у інших країнах з дуже гнучким ринком праці, як, наприклад, у США. До того ж українські компанії часто вважають за краще відправляти працівників у неоплачувану відпустку або зменшувати кількість робочих днів, замість звільнень. Водночас програми підтримки зайнятості в умовах коронакризи були не настільки щедрими, як в інших країнах, наприклад у Німеччині чи Великобританії. Наприклад, виплати допомоги по частковому безробіттю (на зразок furlough схем) на середину серпня становили лише 1.5 млрд грн (0.04% річного ВВП) і навряд чи суттєво змінили ситуацію на ринку праці. Тому ми припускаємо, що рівень безробіття стрибнув до 11-12% у 2кв20 з 8-9% останні два роки.

По мірі відкриття економіки кількість вакансій та стрімке зростання зарплат засвідчують відновлення ринку праці

Водночас останні місяці високочастотні індикатори вказують на відновлення попиту на працю. Зокрема кількість вакансій на сайтах пошуку роботи наприкінці серпня вже відновилася до лютневого рівня, тоді як кількість опублікованих резюме сягнула допандемічного рівня ще в червні-липні.

До того ж відновлення попиту на робочу силу підтверджується швидким зростанням заробітної плати після її спаду в березні-квітні. Її сезонно скоригований показник у липні вже перевищив рівень лютого на 1.7%, а в реальному вимірі був нижче лише на 0.5%. Це призвело до прискорення зростання до 7.6% р/р для номінальної та 5.1% р/р для реальної зарплати в липні. Очікувано, що найвищі темпи зростання спостерігаються у сфері охорони здоров'я (+17.9% р/р) та IT-секторі (+14.4% р/р). Також з травня зарплата різко зросла в промисловості та торгівлі, що спричинило прискорення річних темпів зростання до 7.0% р/р та 3.8% р/р відповідно в липні. Зарплати в ресторанно-готельному бізнесі та транспорті відновилися дещо в червні-липні, але в липні 2020 р. все ще були нижчими, ніж рік тому, – на 15% та 4% відповідно.

Подальше зростання реальних зарплат стимулюється підвищенням мінімальної зарплати…

В умовах триваючого спалаху коронавірусу ми очікуємо, що зростання реальних зарплат сповільниться. Скасування граничного рівня зарплати в державному секторі в 47 тис грн та підвищення мінімальної зарплати у вересні на 6% м/м може дати короткостроковий стимул. Однак подальше послаблення потенціалу зростання продуктивності внаслідок соціального дистанціювання та обмеженої мобільності робочої сили звузить здатність компаній суттєво підвищувати зарплату. Прогнозується, що за весь 2020 р. реальна зарплата зросте на 5.5% порівняно з 9.9% у 2019 р.

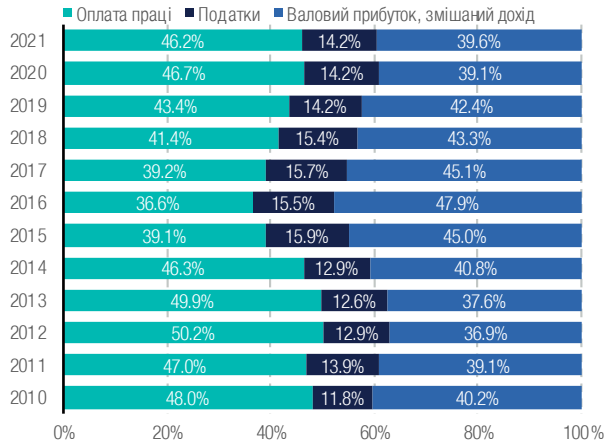
Графік 43. Номінальні та реальні зарплати, % р/р

Зростання реальних зарплат уповільнюється у 2020-21 рр. порівняно з попередніми роками

Джерело: Держстат, ICU.

Графік 44. Структура ВВП за доходами, %

У 2020 р. суттєво зростає частка оплати праці найманих працівників



Джерело: Держстат, ICU.

У 2021 р. зростання зарплат буде зумовлене підвищенням мінімальної зарплати (у середньому на 30%) продовженням наближенням зарплати до світового рівня в IT-секторі та відновленням транспорту та ресторанно-готельного бізнесу. Таким чином, незважаючи на від'ємний розрив випуску та обмеження трудової міграції, ми очікуємо прискорення зростання реальної зарплати до 8.4%.

… одночасно уповільнюючи відновлення зайнятості та збільшуючи частку оплати праці у ВВП

Однак підвищення мінімальної зарплати уповільнить відновлення зайнятості у 2021 р., як це сталося у 2017 р. Додаючи посилення дисбалансів на ринку праці внаслідок коронакризи, ми очікуємо лише незначне падіння безробіття в наступному році до 9.7% порівняно з 10% у 2020 р.

Тим не менше, враховуючи потужне зростання зарплат, частка оплати праці у ВВП значно зростає – до 46-47% у 2020-21 рр., лише трохи нижче 50% у 2012-13 рр. Натомість частка прибутку та змішаного доходу має знизитися до 39-40% – найнижчого рівня з 2014 р. Такі зміни підкреслюють ризики, пов'язані зі стійкістю довгострокового економічного зростання на тлі слабкого генерування ресурсів для капітальних вкладень.

Інфляція: новий поштовх від мінімальної зарплати

- **З початку 2020 р. інфляція залишається нижчою за ціль НБУ 5% +/- 1 в.п.**
- **Річні темпи зростання приховують посилення інфляційного тиску з боку факторів витрат і попиту**
- **Послаблення гривні та підвищення мінімальної зарплати підштовхнуть інфляцію до 6.5% р/р у 2021 р.**

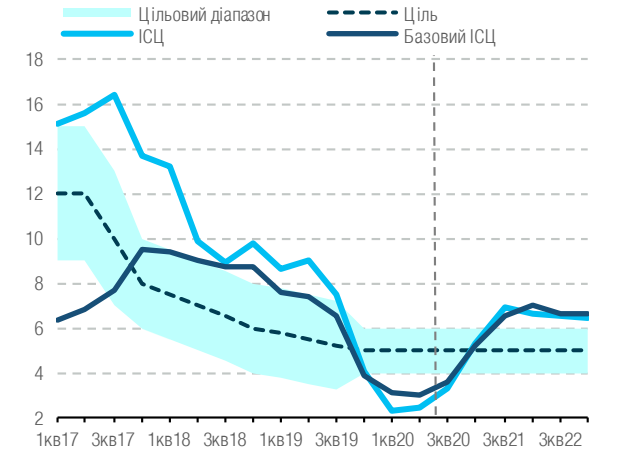
Річні темпи зміни цін приховують посилення інфляційного тиску в останні місяці

Наші очікування щодо переважаючого впливу скорочення сукупного попиту на уповільнення інфляції поки що підтверджуються. Річні зміни як загального ІСЦ, так і базового ІСЦ залишались низькими – 2.5% р/р та 3.2% р/р відповідно в серпні. Обидва показники продовжували бути нижче цільового діапазону НБУ 5% +/-1 в.п. з початку року.

Хоча інфляція в річному вимірі залишилася низькою, влітку зростання цін прискорилося: до 8-9% м/м ссат (сезонно скориговані аннуалізовані темпи зростання порівняно з попереднім місяцем) як для загальної, так і базової інфляції. До того ж окремі компоненти споживчого кошика вже демонструють посилення інфляційного тиску, тоді як на агрегованих показниках сильно відображаються різке падіння цін на енергоносії та пригнічена інфляція послуг.

Графік 45. ІСЦ і базовий ІСЦ, % р/р

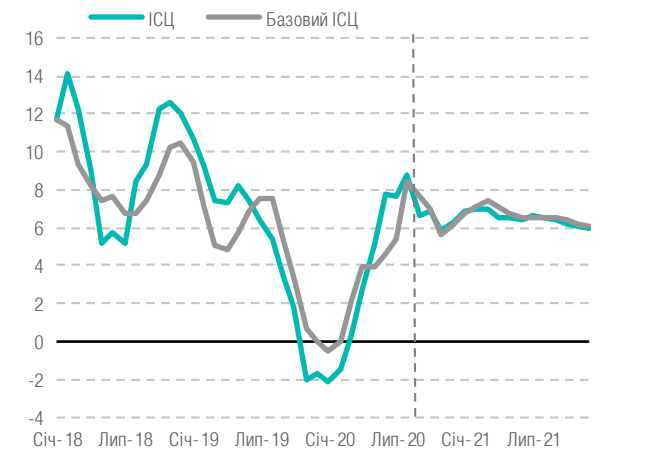
Інфляція повертається до цільового діапазону в 4кв20 і потім перевищує його



Джерело: НБУ, Держстат, ICU.

Графік 46. ІСЦ і базовий ІСЦ, % 3м к/с м/м ссат

Аннуалізовані темпи зростання – у діапазоні 6-8% на прогнозному горизонті



Джерело: Держстат, ICU

Ціни на енергетичні та продовольчі товари стримують загальну споживчу інфляцію

Так падіння за рік світових цін на енергоносії зумовило те, що ціни на паливо та послуги ЖКГ були в серпні нижчими, ніж торік, – на 17.9% і 3.1% відповідно. Хоча порівняно з попередніми місяцями темпи падіння знижуються як через відновлення світових цін, так і послаблення гривні. Також нижчими, ніж торік, залишаються ціни на низку непродовольчих товарів (одяг і взуття, домашній текстиль, побутова техніка, аудіотехніка й фотоапаратура тощо), що відображає вплив як низького попиту внаслідок карантину, так і посилення гривні наприкінці минулого року (послаблення обмінного курсу протягом останніх місяців не відобразилося на цінах попередніх закупівель). Низькою є продовольча інфляція – 2.3% р/р у серпні. Цього року овочі, цукор і м'ясо дешевші, ніж торік, крім того в серпні знову різко впали ціни на яйця.

Натомість високими темпами зростають ціни на фрукти, хліб і хлібопродукти. Очікувано в умовах пандемії та соціального дистанціювання уповільнюється зростання цін на послуги ресторанів і готелів, відпочинку та культури. Водночас прискорюється інфляція в секторі охорони здоров'я.

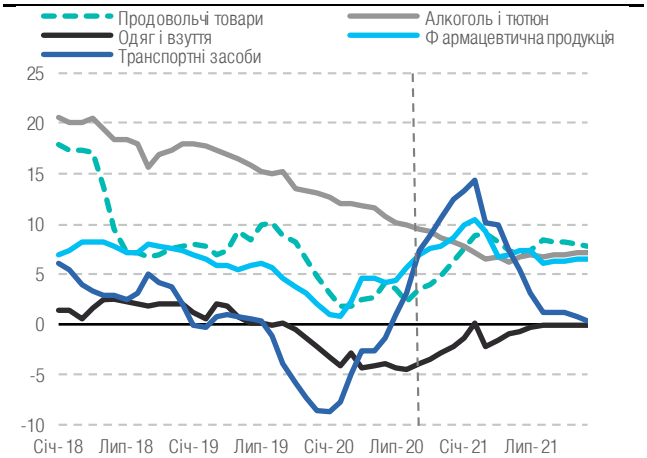
У подальшому ми прогнозуємо, що як загальний, так і базовий ІСЦ зростатимуть з темпом 6-8% м/м ссат до кінця 2021 р. Унаслідок загальна інфляція прискориться до 5.3% р/р на кінець 2020 р. та до 6.5% р/р на кінець 2021 р. Показники базової інфляції будуть близькими. Однак такі відносно стабільні темпи м/м ссат приховують важливі зміни відносних цін на прогнозному горизонті через різні фактори.

Розворот тренду продовольчої інфляції штовхає інфляцію товарів угору

Зокрема ми прогнозуємо, що інфляція товарів різко прискориться з нинішніх низьких рівнів через очікуване послаблення обмінного курсу, підвищення мінімальної заробітної плати та ідіосинкратичні чинники з боку попиту в окремих секторах. Так інфляція продуктів харчування прискориться приблизно до 8% на кінець 2020 р. і залишиться на цьому рівні впродовж 2021 р. Основною причиною високих темпів зростання цін продовольчих товарів буде підвищення мінімальної заробітної плати, що стимулюватиме попит працівників з низькими доходами. Додатковий внесок забезпечить послаблення гривні в 4кв20, що підштовхне ціни на продовольчі торгуємі товари як у 2020, так і у 2021 рр. Цей же фактор відіграватиме важливу роль і для цін фармацевтичних препаратів, надмірний попит на які у 2кв20 забезпечив додатковий ефект. Крім того, враховуючи обмежену спроможність громадського транспорту, попит на індивідуальні транспортні засоби штовхає вгору їхні ціни цього року. Однак наступного року з очікуваним відновленням роботи громадського транспорту на тлі кращої ситуації з коронавірусом ми прогнозуємо гальмування росту цін на транспортні засоби.

Графік 47. Ціни на товари, % р/р

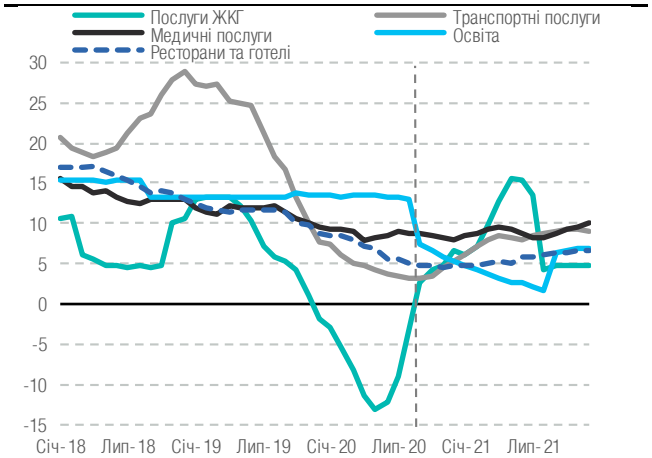
Продовольча інфляція прискорюється у 2021 р.



Джерело: Держстат, ICU.

Графік 48. Ціни на послуги, % р/р

Ефекти підвищення мінімальної зарплати компенсують слабкий попит



Джерело: Держстат, ICU

Інфляція послуг скоріше не зміниться, оскільки ефекти підвищення мінімальної зарплати компенсуються слабким сукупним попитом

У секторі послуг ми передбачаємо збереження переважаючої ролі все ще пригніченого попиту, хоча підвищення мінімальної заробітної плати буде важливим фактором з боку витрат. Перш за все ми прогнозуємо стійку дезінфляцію в освітньому секторі, пов'язану із соціальним дистанціюванням та частковим переходом на онлайн навчання, що може послабити ціни. Традиційно ціни на освіту підвищуються у вересні (приблизно на 10% за останні роки), цього разу перегляд цін може бути слабшим. Зростання цін у готельно-ресторанному бізнесі стримуватиме відсутність достатнього попиту через соціальне дистанціювання. Однак у 2021 р. поліпшення ситуації з COVID-19 та зростання податкового навантаження від підвищення мінімальної зарплати стимулюватиме інфляцію в цьому секторі. Останній чинник та значний попит на медичні послуги підтримуватимуть досить високу інфляцію у сфері охорони здоров'я – близько 10% р/р у 2П20 та 2021 рр.

Поточне відновлення світових цін на нафту та газ, очікуване послаблення обмінного курсу гривні та зростання витрат через підвищення мінімальної зарплати стимулюватимуть зростання цін на послуги ЖКГ та транспорту. Перші будуть на 3% нижчими в грудні 2020 р., ніж рік тому, але зростуть наступного року на 5%. Темпи зростання цін на транспортні послуги мали тенденцією до зниження з грудня 2019 р. завдяки різкому падінню цін на енергоносії, зміцненню гривні та колапсу попиту. Розворот цих факторів підштовхне інфляцію в транспорті в 2П20 та 2021 рр.

Відносно м'яка монетарна політика буде толерантною до інфляції, дещо вищої за цільовий діапазон

Отже, у цілому, незважаючи на наші прогнози від'ємного розриву випуску на прогнозному горизонті, що відображає недостатність сукупного попиту, відкладений попит у окремих секторах, наслідки зростання витрат унаслідок підвищення мінімальної зарплати, послаблення обмінного курсу гривні та відновлення цін на енергоносії зумовлять інфляцію вище цільового діапазону НБУ в 1кв21. Припускаючи певний супротив необхідному ужорсточенню монетарної політики, ми очікуємо продовження зростання ІСЦ дещо підвищеними темпами протягом 2021 р.

Капітал замінить торгівлю в підтримці платіжного балансу

- **Ми покращуємо прогноз профіциту поточного рахунку на 2020 р., оскільки COVID-19 пригнічує імпорт та подорожі більше очікуваного, тоді як приплив грошових переказів виявився доволі стійким**
- **Профіцит поточного рахунку у 2020 р. в $6.2 млрд має перетворитися на дефіцит у $3.7 млрд (2.4% ВВП) у 2021 р.**
- **За фінансовим рахунком резиденти вже знову залучають більше боргів, ніж виплачують, тоді як за PII та вкладеннями в іноземні активи продовжується відплив капіталу, і розворот ми очікуємо лише у 2021 р.**
- **Резерви досягнуть майже $32 млрд або 110% критерія адекватності резервів МВФ у 2021 р.**
- **У 2П20 ми очікуємо помірне ослаблення гривні через погіршення девальваційних очікувань та повернення дефіциту поточного рахунку**

Прогноз поточного рахунку на 2020 р. поліпшується

Ми збільшуємо наш прогноз профіциту поточного рахунку у 2020 р. до $6.2 млрд через зміну методології НБУ, падіння імпорту, більшого за очікування, сприятливіші ціни на руду та стійкіші грошові перекази

Ми покращуємо наш прогноз поточного рахунку у 2020 р. в основному завдяки більшому, ніж очікувалось, падінню імпорту та поїздок за кордон, відносно стійкому припливу приватних грошових переказів, а також сприятливим цінам на залізну руду. Крім того, НБУ переглянув методологію складення поточного рахунку, додавши до нього реінвестовані доходи українських компаній з іноземним капіталом, що знизило виплати інвестиційних доходів цього року. Отже, ми збільшуємо наш прогноз профіциту поточного рахунку до $6.2 млрд або 4.2% ВВП.

У 7М20 профіцит поточного рахунку досяг $7 млрд проти $2.9 млрд у 7М19. Водночас торговий дефіцит становив лише $0.4 млрд, що на 94% менше, ніж дефіцит $6.3 млрд за 7М19. Експорт за 7М20 скоротився на 8% р/р до $33 млрд, що зумовлено переважно зниженням цін та обсягу продажів сталі, а також значним спадом обсягів послуг з подорожей, транзиту енергоносіїв та іншого транспорту. Однак скорочення імпорту за 7М20 було набагато різкішим – на 21% р/р до $34 млрд, причому найбільший внесок у це зниження зробив спад імпорту енергоносіїв, машин та обладнання та туристичних послуг. Приватні грошові перекази – один із ключових додатних компонентів у поточному рахунку – попри очікування зменшилися лише на 5% р/р до $6.3 млрд. Також виплати інвестиційного доходу впали на 88% до $700 млн через слабкі фінансові результати українських компаній з іноземним капіталом.

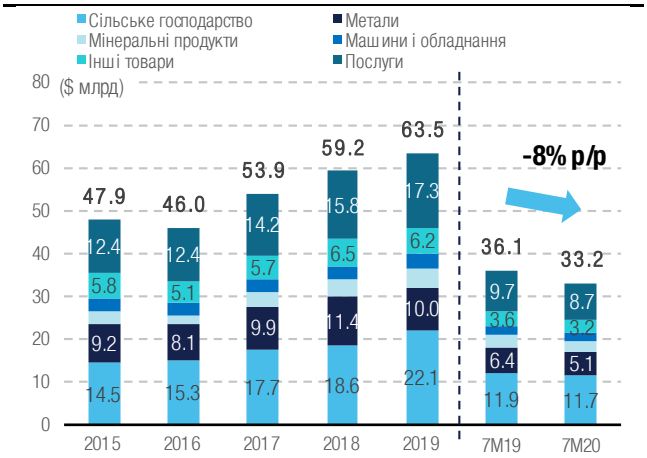
Дефіцит торгівлі продовжить збільшуватися до кінця 2020 р. завдяки відновленню внутрішнього попиту та слабшому експорту с/г продукції та металів

У липні профіцит поточного рахунку в $0.4 млрд був набагато нижчим порівняно з попередніми трьома місяцями, оскільки торговий дефіцит зріс до $0.6 млрд, що є найбільшим щомісячним рівнем цього року. Ми очікуємо, що торговий дефіцит буде продовжувати розширюватися і може стати ключовим фактором перетворення профіциту поточного рахунку на дефіцит до кінця 2020 р. На експорті металургійної продукції продовжуватиме позначатися слабкість європейського ринку та зростання ризику 15–20% зниження цін на залізну руду. Ключовий компонент експорту, продукція АПК, отримає від продажів у 2П20 менше за 1П20, оскільки весняна та літня посуха обтяжать новий урожай зернових, до того ж знизяться ціни на кукурудзу та пшеницю. Відновлення внутрішнього попиту значно збільшить імпорт насамперед споживчих товарів тривалого користування, транспортних засобів, комп'ютерів та комунікаційного

обладнання. Підвищення мобільності населення та зростання цін на нафту та нафтопродукти посилять енергетичну складову імпорту.

Графік 49. Експорт, $ млрд

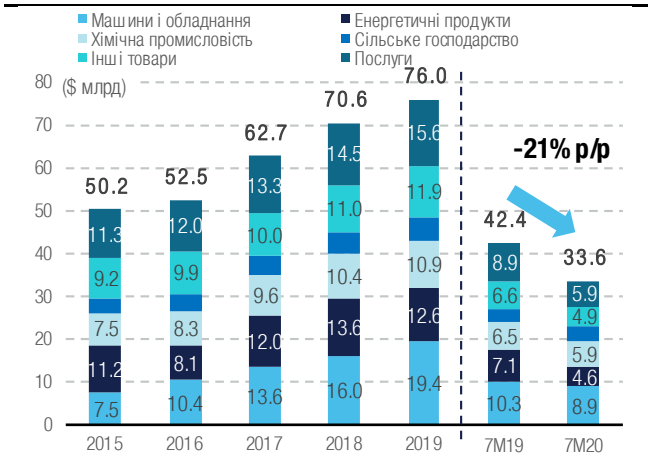
Експорт України за 7М20 скоротився на 8% р/р до $33 млрд



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 50. Імпорт, $ млрд

Імпорт товарів і послуг до України впав за 7М20 на 21% р/р

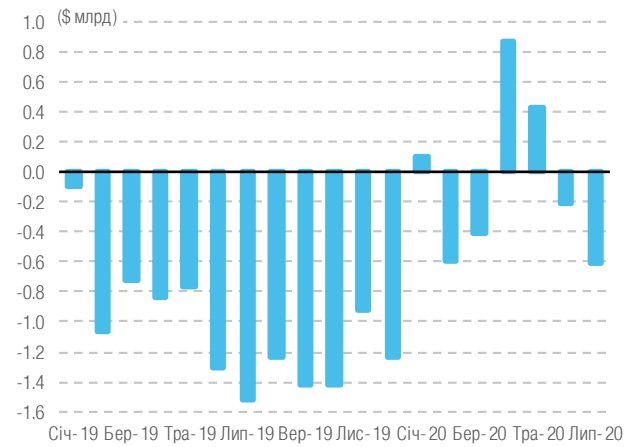


Джерело: НБУ, ICU

Однак ми бачимо, що ризики для торгівельного дефіциту переважають у бік зменшення, оскільки нові спалахи COVID-19 як в Україні, так і в усьому світі можуть призвести до уповільнення росту споживання, збоїв у імпортних поставках, розширення та/або подовження в часі закриття кордонів та нижчі за очікувані ціни на нафту та газ.

Графік 51. Сальдо зовнішньої торгівлі, $ млрд

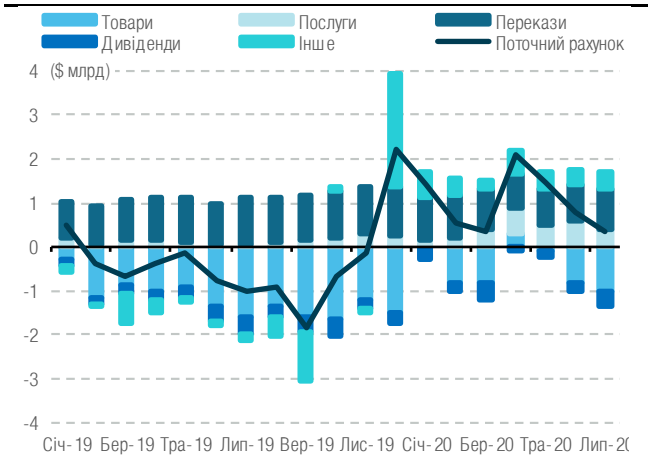
Після двомісячного профіциту торговельний баланс у червні перетворився на дефіцит у $200 млн., а потім дефіцит майже втричі збільшився в липні



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 52. Поточний рахунок, $ млрд

У липні профіцит поточного рахунку зменшився до $0.4 млрд, оскільки торговий дефіцит зріс до $0.6 млрд



Джерело: НБУ, ICU

Ми очікуємо, що валові приватні грошові перекази зменшаться на 10% до $10.7 млрд у 2020 р.

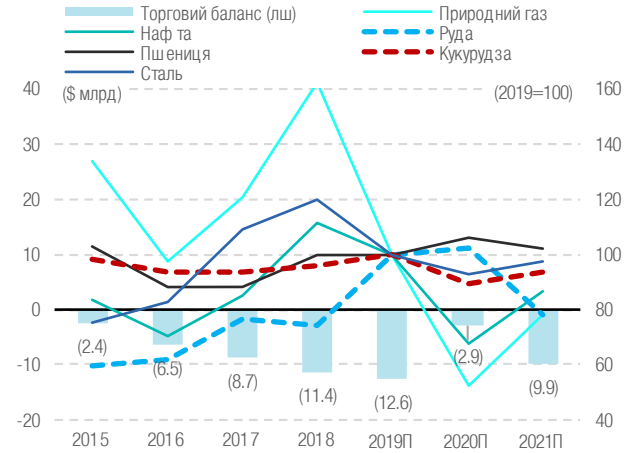
Грошові перекази виявилися менш залежними від сезонних працівників, які цього року не могли повернутися на роботу до Європи через закриття кордонів. Водночас кількість українських робітників у Польщі, яка є ключовим споживачем української робочої сили, за підрахунками Комітету статистики Польщі зменшилась на кінець квітня на відносно незначні 11.5% або 160 тис осіб. А втім, через поновлення випадків захворювання на COVID-19 в Україні та Європі та високий ризик нових спалахів ми не очікуємо, що кількість українських трудових мігрантів відновиться до допандемічного рівня до кінця 2020 р. Загалом ми переглядаємо нашу оцінку приватних грошових переказів в Україну та очікуємо їх зниження на 10% до $10.7 млрд у 2020 р.

Ми очікуємо, що репатріація дивідендів впаде на 20% до $2.6 млрд у 2020 р.

Ми також очікуємо, що одна з ключових статей інших витрат поточного рахунку, репатріація дивідендів, зменшиться на 20% до $2.6 млрд у 2020 р., оскільки багато українських корпорацій зберігають кошти з огляду на економічну рецесію та обмежений доступ до іноземного капіталу. Зміна методології НБУ додала до балансу поточного рахунку реінвестовані доходи українських підприємств з іноземним капіталом. Оскільки криза коронавірусу має призвести до збитків для переважної більшості українських корпорацій у 2020 р., прогнозований загальний обсяг цих збитків у $2.8 млрд додасться до профіциту поточного рахунку. За винятком цього коригування профіцит рахунку поточних операцій склав би $3.4 млрд або 2.3% ВВП у 2020 р.

Графік 53. Торговий баланс та ціни на сировину

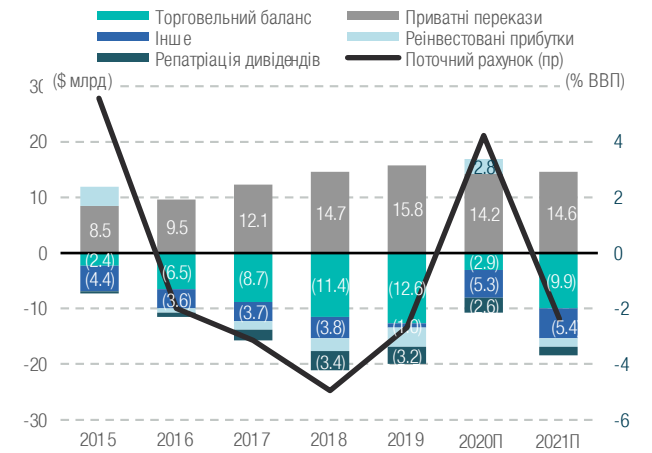
Більш високі ціни на залізну руду та нижчі ціни на нафту та природний газ спричиняють зменшення торгового дефіциту України у 2020 р.



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 54. Поточний рахунок

Профіцит поточного рахунку 2020 р. перетвориться на дефіцит у 2.4% ВВП у 2021 р. через більш ніж потроєння торгового дефіциту



Джерело: НБУ, ICU

Оскільки дефіцит торгівлі розширюється з відновленням внутрішнього попиту та зростанням цін на нафту та газ, профіцит поточного рахунку має перетворитися на дефіцит у $3.7 млрд (2.4% ВВП) у 2021 р.

Ми дотримуємося прогнозу, що у 2021 р. поточний рахунок повинен повернутися до дефіциту – в розмірі $3.7 млрд або 2.4% ВВП. Такий різкий розворот буде зумовлений прогресом у стримуванні COVID-19, покращенням внутрішнього споживання та реалізацією відкладеного попиту, особливо на закордонні подорожі. Унаслідок збільшення торгового дефіциту матиме найбільший внесок у зміну сальдо поточного рахунку. Ми очікуємо, що падіння середньорічних цін на залізну руду на 20%, падіння обсягів транзиту природного газу на 38% та все ще слабкий європейський ринок сталі будуть головними факторами, що стримують відновлення експорту, який може зрости лише на 4% до $60 млрд. Водночас ми прогнозуємо, що імпорт України зросте на 16% до $70 млрд. Основним фактором цього збільшення стануть зростаючі закупівлі нафтопродуктів, природного газу, споживчих товарів тривалого користування, машин та обладнання, а також закордонні витрати на поїздки. Ми очікуємо, що валові приватні перекази відновляться на 3% до $14.7 млрд, що все ще нижче рівня 2019 р. у $15.9 млрд, оскільки деякі транскордонні обмеження та слабкість ринку праці зберігатимуться.

Приплив капіталу відновлюється поступово й нерівно

Чисті боргові запозичення знову додатні, тоді як відплив капіталу в іноземні активи та зменшення ПІІ продовжуються

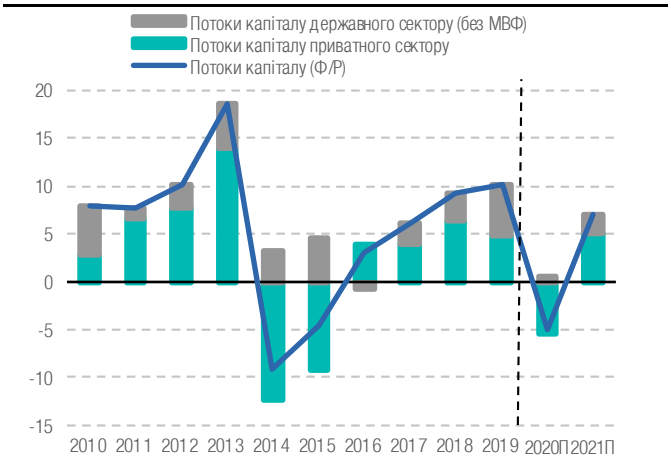
Як ми й очікували в червні, відплив капіталу, спричинений пандемією, був досить короткочасним та помірним за масштабами. Як уряд, так і приватний сектор знову перейшли на чисте запозичення іноземного капіталу після чистого погашення в березні – квітні (уряд також мав велике погашення єврооблігацій, гарантованих США, у травні). Водночас через зміну методології відплив був зафіксований у ПІІ ($3.2 млрд за 7М20), що відображає оцінку збитків у корпораціях з іноземними інвестиціями та відповідне зменшення реінвестованих доходів у їхньому капіталі. Цей "відплив" реінвестованих доходів відображався зі знаком плюс у статті "інвестиційні доходи", що сприяло збільшенню профіциту поточного рахунку.

Повернення до припливу ПІІ та зменшення накопичення валютних активів відкладено до 2021 року

Загалом за 2020 р. ми прогнозуємо, що чистий відплив капіталу становитиме $5 млрд ($5.9 млрд за 7М20). Значний внесок у цей відплив має зменшення ПІІ на $1.9 млрд, що переважно пов'язане із збитками, понесеними компаніями з іноземним капіталом, та їх відображенням у реінвестованих доходах. Окрім того, очікується, що накопичення іноземної валюти поза банківською системою зросте цього року до $3.4 млрд порівняно з $2.5 млрд в середньому за останні два роки, оскільки обмеження на іноземні подорожі та тіньовий імпорт спричиняють додаткові заощадження в іноземній валюті серед населення та бізнесу. Водночас ми прогнозуємо маржинальні додатні чисті запозичення державного сектору, припускаючи до кінця 2020 р. ще один транш ЄС за програмою боротьби з COVID-19 і ще одне розміщення єврооблігацій до $1 млрд. Чисті потоки боргу приватного сектору будуть близькі до нуля ($0.5 млрд у 7М20).

Графік 55. Потоки капіталу за фінансовим рахунком, $ млрд

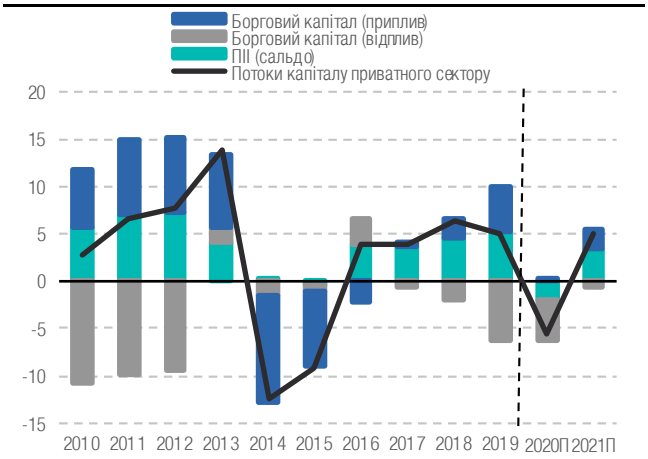
У 2020 р. сальдо фінансового рахунку стало від'ємним через чистий відплив капіталу з приватного сектора



Джерела: НБУ, ICU.

Графік 56. Потоки приватного капіталу, $ млрд

У 2020 р. приплив зовнішнього боргового капіталу змінився на відплив, тоді як резиденти продовжували накопичувати іноземні активи



Джерела: НБУ, ICU

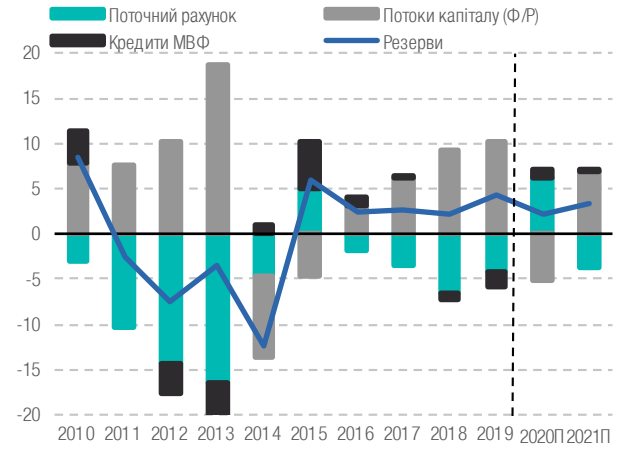
У 2021 році ми очікуємо, що уряд продовжить залучати кошти на міжнародних ринках капіталу ($3 млрд) і отримає нові транші від Світового банку та ЄС. Крім того, приватний сектор знову стане чистим одержувачем капіталу як за ПІІ, так і борговими потками. Також, збільшення резидентами іноземних активів різко сповільниться, оскільки накопичені суми будуть активно витрачатися. У результаті чистий приплив капіталу знову стане додатним і сягне $7 млрд, що близько до середнього рівня в 2016–19 рр.

За нашими прогнозами, міжнародні резерви сягнуть 110% критерію адекватності МВФ у 2021 р.

Через стійкість зовнішньої позиції України до наслідків пандемії цього року профіцит поточного рахунку перевищить відплив капіталу на $1 млрд, хоча в середньому протягом 2016–19 рр. профіцит платіжного балансу становив близько $3 млрд. Наступного року ми очікуємо повернення до профіциту в сумі $3 млрд на тлі відновлення припливу капіталу. Враховуючи кредитні транші МВФ ($3.5 млрд у 2020–21 рр.), ми прогнозуємо подальше зростання резервів до $32 млрд. У результаті вони мають сягнути 110% критерію адекватності МВФ, уперше з часів глобальної фінансової кризи 2008-09 рр.

Графік 57. Зміни в міжнародних резервах, $ млрд

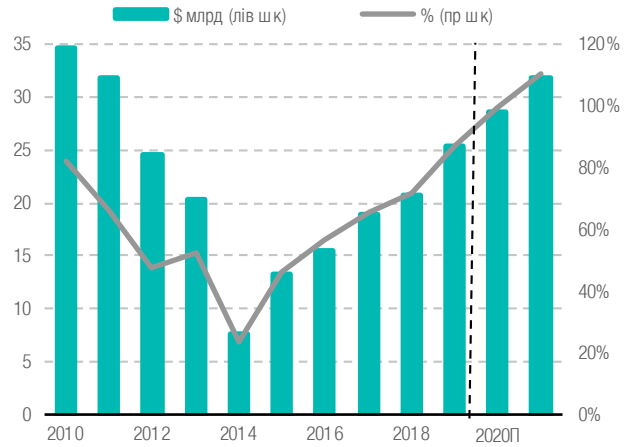
Темпи накопичення резервів напрочуд стабільні з 2015 року



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 58. Міжнародні резерви та рівень їх адекватності за МВФ

Міжнародні резерви сягнуть 110% показника ARA МВФ у 2021 р.



Джерело: НБУ, ICU

Гривня: стійкі зовнішні умови, хиткі настрої

Незважаючи на послаблення обмінного курсу відносно долара США на 14% за 8М20, фундаментальні умови для гривні залишаються стабільними. Так попит на валюту стримувався слабким імпортом та обмеженнями іноземних поїздок, тоді як надходження від експорту залишалися значними, а надходження грошових переказів відносно стійкими. Зміни в настроях були одним з основних джерел волатильності валютного ринку та послаблення обмінного курсу гривні спочатку в березні під час першого спалаху COVID-19, потім у липні, коли представники влади посилили свою риторику щодо доцільності знецінення гривні на користь експортерів та державного бюджету. Погіршення девальваційних очікувань і надалі буде одним із джерел тиску на гривню.

Ми очікуємо помірне знецінення гривні до 29–30 грн/дол до кінця 2020 р. та 29.5–30.5 грн/дол до кінця 2021 р.

Протягом решти 2020 р. ми очікуємо, що курс гривні послабиться до рівня 29–30 грн/дол. Відновлення внутрішнього споживання, поповнення запасів та нормалізація логістики стимулюватимуть імпорт насамперед споживчих товарів. Водночас валютні надходження від експорту будуть помірними, оскільки попит на сталь на європейському ринку повинен ще більше послабитися через очікуване різке падіння світових цін на залізну руду. Потоки капіталу також, імовірно, будуть несприятливим для національної валюти, оскільки нерезиденти залишатимуться обережними та продовжуватимуть зменшувати свої портфелі українських внутрішніх облігацій. Настрої інвесторів щодо

ОВДП будуть додатково погіршуватися повільним прогресом з першим переглядом програми МВФ та високою невизначеністю щодо наступного траншу. Традиційне зростання наприкінці року витрат державного бюджету у 2020 р. має бути особливо різким через поки що повільну реалізацію значного запланованого дефіциту бюджету. Зростання грошових переказів від трудових мігрантів буде одним із ключових факторів стримування знецінення гривні.

Графік 59. Девальваційні очікування в Україні

Девальваційні очікування будуть погіршуватися до кінця 2020 року

Джерело: InfoSapiens, ICU.

Графік 60. Прогноз курсу гривні, грн/дол

До кінця 2020 р. гривня знецінюється до 29–30 грн/дол, а до кінця 2021 р. - до 29.5–30.5 грн/дол

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU

Ми бачимо переважаючі ризики щодо прогнозу обмінного курсу гривні в 2П20 у бік укріплення, оскільки прискорення поширення COVID-19 може уповільнити відновлення споживання та розширити обмеження на закордонні подорожі. А втім, ризики послаблення курсу також є високими й переважно пов'язані з різким збільшенням дефіциту поточного рахунку, зростанням бюджетних платежів та вищими девальваційними очікуваннями.

Ми підтверджуємо наші попередні очікування поступового послаблення обмінного курсу гривні у 2021 р. Відновлення припливу іноземного капіталу частково компенсує негативний вплив нарощування дефіциту поточного рахунку. Унаслідок курс гривні до кінця 2021 р. має досягти рівня 29.5–30.5 грн/дол.

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	(5.7)	5.6
Номінальний ВВП (млрд грн)	1,079	1,300	1,405	1,465	1,587	1,989	2,385	2,984	3,561	3,975	3,977	4,603
Номінальний ВВП (млрд дол)	136	163	174	180	133	90	93	112	131	155	147	158
Безробіття (%)	8.2	8.0	7.6	7.3	9.3	9.1	9.3	9.5	8.8	8.2	10.0	9.7
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	5.3	6.5
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	3.0	6.6
Дефлятор ВВП (%, р/р)	13.5	14.2	7.8	4.3	15.9	38.9	17.1	22.1	15.4	8.1	6.1	9.6
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	29.50	30.00
Гривня/Долар США (сер.)	7.95	7.98	8.08	8.15	12.01	21.95	25.55	26.61	27.19	25.80	27.05	29.03
Зовнішні баланси												
Баланс поточного рахунку (млрд дол)	(3.0)	(10.2)	(14.3)	(16.5)	(4.6)	5.0	(1.9)	(3.5)	(6.5)	(4.2)	6.2	(3.7)
Баланс поточного рахунку (% ВВП)	(2.2)	(6.3)	(8.3)	(9.2)	(3.5)	5.6	(2.0)	(3.1)	(4.9)	(2.7)	4.2	(2.4)
Торгівельний баланс (млрд дол)	(2.7)	1.7	0.8	0.5	(0.7)	(0.6)	(0.4)	(1.0)	0.1	0.7	(2.9)	(9.9)
Торгівельний баланс (% ВВП)	(2.0)	1.0	0.4	0.3	(0.6)	(0.7)	(0.5)	(0.9)	0.1	0.4	(2.0)	(6.3)
Експорт (млрд дол)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	0.6	(0.3)	0.3	(0.2)	0.0	(0.0)	(0.6)	57.9	60.5
Імпорт (млрд дол)	11.2	9.1	10.3	12.3	(8.0)	(3.5)	(3.0)	2.5	5.2	9.9	60.8	70.4
Приплив капіталу (за ф/р) (млрд дол)	7.9	7.7	10.1	18.6	(9.1)	(4.6)	3.1	6.1	9.3	10.2	(5.0)	7.0
ПІІ (млрд дол)	5.8	7.0	7.2	4.1	0.3	(0.4)	3.8	3.7	4.5	5.2	(1.9)	3.5
ПІІ (% ВВП)	4.2	4.3	4.1	2.3	0.2	(0.5)	4.1	3.3	3.4	3.4	(1.3)	2.2
Міжнародні резерви (млрд дол)	34.6	31.8	24.5	20.4	7.5	13.3	15.5	18.8	20.8	25.3	28.6	31.9
Міжнародні резерви (% композитної міри МВФ)	82	67	48	52	24	46	56	65	72	87	99	110
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	6.00	7.00
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)	(6.0)
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
Зарплати												
Середня номінальна зарплата (грн)	2,247	2,639	3,032	3,274	3,475	4,207	5,187	7,105	8,867	10,504	11,405	13,183
Реальна зарплата (%, р/р)	7.6	8.8	14.3	8.2	(5.2)	(18.5)	7.8	19.7	12.6	9.9	5.5	8.4

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	(1.3)	(11.4)	(6.0)	(3.8)	(1.6)	11.4	6.5	5.8
Номінальний ВВП (млрд грн)	706	810	995	1,050	815	933	1,112	1,115	846	892	1,115	1,125	935	1,056	1,299	1,313
Номінальний ВВП (млрд дол)	26	31	36	38	30	35	44	46	34	33	41	39	33	37	45	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	2.4	3.3	5.3	6.9	6.6	6.7	6.5
Індекс споживчих цін (%, р/р, сер.)	13.8	11.5	8.9	9.7	8.9	9.1	8.5	5.2	2.6	2.1	2.7	4.5	6.5	6.8	6.7	6.5
Дефлятор ВВП (%, р/р)	15.1	17.4	16.0	13.5	12.2	9.9	7.6	4.7	5.1	7.9	6.7	4.9	12.4	6.4	9.4	10.3
Обмінні курси																
Гривня/Долар США (сер.)	27.28	26.18	27.37	27.92	27.31	26.52	25.21	24.22	25.09	26.89	27.47	28.75	28.67	28.58	29.08	29.78
Гривня/Долар США (к.п.)	26.27	26.34	28.24	27.72	27.31	26.16	24.36	23.81	27.59	26.87	28.60	29.50	28.50	29.00	29.50	30.00
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	6.00	6.00	6.00	6.50	7.00	7.00	7.00

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

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

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

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

Дмитро Дяченко
молодший аналітик
dmitriy.dyachenko@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 андерайтера – АЕ 263020.

ЗАСТЕРЕЖЕННЯ / РОЗКРИТТЯ ДОДАТКОВОЇ ІНФОРМАЦІЇ

Цю аналітичну публікацію підготовлено в 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 в 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 й 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 покладаючися на цю публікацію. Лише інвестори зі значними знаннями й досвідом у фінансових питаннях, які 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.