

Макроекономічний огляд

Ін'єкції дають усе більше надій



17 ГРУДНЯ 2020

Зміст

Зміст	2
Резюме	3
Світова економіка: Надія на вакцини	5
Вакцини покращують надії на відновлення.....	5
Результати виборів у США сприяють світовій торгівлі.....	6
Підтримка від монетарної та фіскальної політик.....	6
Енергоносії найбільше зростуть у ціні в 2021 р.....	7
Приплив капіталу до країн, що розвиваються, зростає.....	9
Економічна політика: боротьба з пандемією триває	10
Державні фінанси: надто амбітні плани	13
Бюджет 2021: знову нереалістичні плани позик?.....	14
Пауза із МВФ зміщує офіційне фінансування на 2021 р.....	15
Внутрішній ринок: Велика потреба коштів штовхає ставки догори.....	16
Монетарні умови: банки нарощують кредит державному сектору	18
Монетарні стимули для економіки помітні, але далеко не надмірні.....	18
Банки більше покладаються на роздрібний сектор як джерело доходу.....	20
Економіка: 3 перешкодами, але й з перспективою	22
Активне відновлення в 3кв20, але короткострокові перспективи хиткі.....	22
Новини про вакцини підтримують наш оптимістичний погляд на 2021 р.....	24
Ріст споживання випереджає відновлення інвестицій.....	25
Інфляція: Повернення до цільового діапазону	27
Ефекти пандемії та значна пропозиція продовольчих товарів зумовлюють низьку інфляцію в 2020 р.....	27
Інфляція буде близькою до верхньої межі цільового діапазону впродовж 2021 р.....	28
Зовнішня позиція: залишиться стійкою	30
Прогноз поточного рахунку залишається позитивним.....	30
Відновлення припливу капіталу.....	31
Гривня: сильна підтримка від зовнішніх рахунків.....	33
Річні прогнози на 2020–21 рр.	35
Квартальні прогнози на 2020–21 рр.	36

Резюме

Цьогорічні американські гірки для української економіки продовжуються. Після стрімкого обвалу в 2кв20, спричиненого карантинном, економіка швидко відновилася вже в наступному кварталі, перевершивши очікування більшості економічних прогнозистів. Однак подальше зростання загальмувалося восени із другою хвилею коронавірусної пандемії та посиленням карантинних заходів як в Україні, так і в інших європейських країнах. Водночас позитивні новини щодо вакцин дали надію, що в наступному році нових хвиль поширення хвороби та жорстких обмежень можна буде уникнути й економіка отримає новий імпульс для повернення на допандемічну траєкторію.

Ми покращуємо оцінку ВВП на 2020 р. (до -4.8%) і залишаємо наш оптимістичний погляд на відновлювальне зростання в 2021 р. (+5.6%). Як і раніше, ми вважаємо, що українська економіка є добре підготовленою до цієї кризи внаслідок своєї структури, з високою часткою агро продукції та ІТ послуг, та зміцнення макрофінансової стійкості після кризи 2014-15 рр. Однак результати могли б бути й набагато кращими, якби влада повноцінно скористалася наявними можливостями для залучення офіційного фінансування та надання економіці більш потужних фіскальних і монетарних стимулів.

На жаль, наші попередні очікування щодо отримання другого траншу МВФ не раніше наступного року підтверджуються. До низки проблемних питань (незалежність центрального банку, бюджет на 2021 р., зарплати в державному секторі) додалися нещодавні рішення Конституційного суду щодо скасування кримінальної відповідальності за недостовірне декларування та діяльності антикорупційних органів. Але надію вселяють зусилля влади в розв'язанні цих питань і налаштованість на активну співпрацю із західними партнерами. Тому ми віримо, що в 1П21 Україна нарешті отримає новий транш від МВФ та пов'язане офіційне фінансування, що особливо важливо з урахуванням значних обсягів погашень зовнішніх боргів у 3кв21.

Фіскальна політика в 2021 р. буде більш стимулюючою. Хоча банки наростили обсяги ОВДП у своїх портфелях у досить значних обсягах – на 46% протягом 11М20, зокрема внаслідок використання кредитів рефінансування НБУ та накопиченої ліквідності в депозитних сертифікатах, побоювання щодо масштабного монетарного фінансування бюджету не справдилися. І НБУ, і банки поводити себе досить консервативно. Тому в умовах обмеженості фінансування за іншими джерелами дефіцит бюджету цього року буде близько 5% ВВП, значно нижче плану та відповідного рівня в інших країнах. У 2021 р. бюджетні обмеження пом'якшаться через відновлення офіційного фінансування і збільшення можливостей для ринкових залучень на внутрішньому та міжнародному ринку капіталу. У результаті дефіцит бюджету майже не зміниться відносно ВВП, але структурне сальдо (тобто скореговане на цикл ділової активності) значно знизиться.

Монетарні умови залишатимуться м'якими. По-перше, інфляційний тиск посилюється дуже повільно. Тому ми очікуємо, що в 2021 р., незважаючи на різке підвищення мінімальної зарплати, інфляція коливатиметься близько до верхньої межі цільового діапазону – 6%. Хоча економіка активно відновлюватиметься з 2кв21, глобальне низькоінфляційне середовище та певне зміцнення обмінного курсу внаслідок покращення зовнішньоекономічних балансів будуть стримувати інфляцію.

По-друге, світові процентні ставки залишатимуться низькими щонайменше протягом наступного року. І, нарешті, відновлення офіційного фінансування зменшуватиме середньострокові ризики для зовнішньої стійкості та фінансової стабільності. Тому НБУ матиме підстави відтягнути перше підвищення процентної ставки до липня, і загалом ми очікуємо зростання ставки протягом 2П21 лише на 100 б.п. до 7.0% (порівняно з 7.5% в жовтневому прогнозі НБУ). Унаслідок середня реальна процентна ставка з урахуванням очікуваної інфляції наступного року буде навіть нижчою, ніж цього року.

Зовнішньоекономічна стійкість надає підтримку обмінному курсу. У вересні-листопаді зовнішні фактори були сприятливими для української економіки та її валюти. Зокрема ціни на основні експортні товари (сталь, залізну руду, зерно, олію) залишалися на високому рівні або навіть зростали, а новини щодо вакцин згенерували повернення апетиту інвесторів до активів країн, що розвиваються. На додаток, внутрішній попит залишався загалом слабким і зберігалися обмеження на туризм. У результаті поточний рахунок у 2020 р. буде зі значним профіцитом – близько 4% ВВП. Наступного року за умови відновлення внутрішнього попиту, зокрема на закордонні подорожі, та зростання цін на імпортовані газ, нафту та нафтопродукти ми очікуємо повернення до незначного дефіциту (трохи більше 1% ВВП). Однак приплив капіталу буде цілком достатньо не тільки для фінансування дефіциту поточного рахунку, але й подальшого накопичення резервів – до \$31 млрд на кінець 2021 р. За таких умов обмінний курс гривні зміцниться до 27-27.5 грн/дол у середині 2021 р. та закінчить рік у діапазоні 27.5-28 грн/дол.

Світова економіка: Надія на вакцини

- Ефективні вакцини зміцнюють сподівання на відновлення світової економіки попри ризики щодо їхнього виробництва, дистрибуції і суспільного ставлення
- Нова адміністрація США сприятиме більш передбачуваній світовій торгівлі, з нижчою імовірністю введення нових митних тарифів
- Розвинені країни й надалі матимуть потужну підтримку ліквідності від їхніх урядів та центробанків; інфляція, імовірно, залишиться низькою в 2021–22 рр.
- Відновлення економіки та послаблення долара США підтримає сировинні товари: ціни на нафту та інші енергетичні ресурси виростуть найбільше
- У кінці 2020 р. та 1П21 надалі збільшуватиметься приплив капіталу до країн, що розвиваються

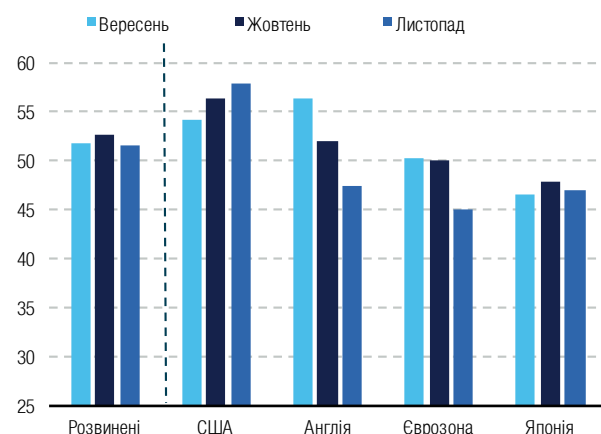
Вакцини покращують надії на відновлення

Ефективні вакцини можуть прискорити відновлення світової економіки

Успішне тестування низки вакцин проти COVID-19 покращило очікування інвесторів та бізнесу на швидше відновлення світової економіки в 2021 р. Консенсус-прогноз зростання світового ВВП у 2021-22 рр. покращився на 0.5-0.8 в.п. на тлі новин про високу ефективність цілого ряду вакцин. Враховуючи, що розвинені країни найбільше постраждали від закриття економік через COVID-19 та їхню велику залежність від сфери послуг, вони зазнають найбільший позитивний ефект, оскільки мають кращий доступ до вакцин. Водночас темпи повернення економік до нормального стану все ще залежать від багатьох невизначених моментів, основними з яких є потужності з виробництва та розповсюдження вакцин, а також готовність населення проходити вакцинацію.

Графік 1. Композитні PMI розвинених країн у 2020 р.

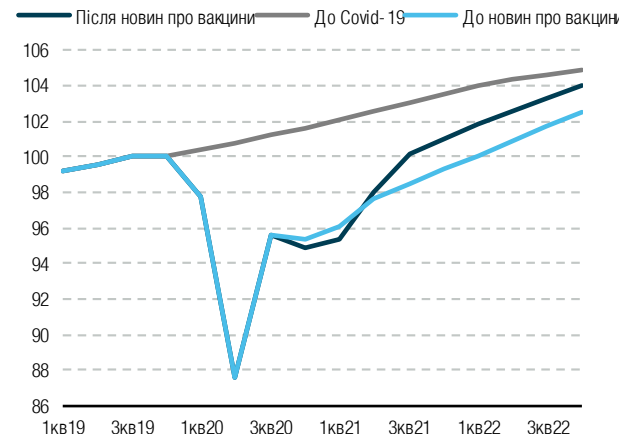
Ділові очікування в 4кв20 в більшості розвинених країн погіршилися



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 2. ВВП розвинених країн (\$ трлн)

Прогнози росту ВВП у 2021-22 рр. покращилися на тлі новин про дієві вакцини

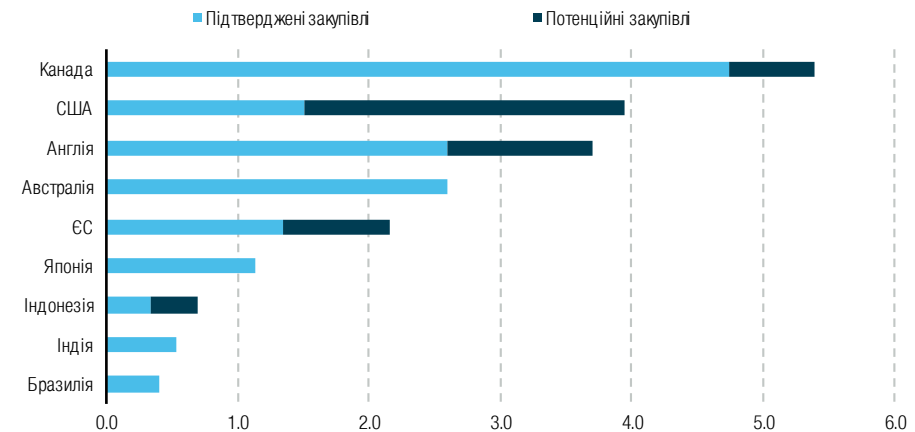


Джерело: Bloomberg, МВФ, ICU.

Друга хвиля COVID-19 змусила багато урядів світу відновити карантинні обмеження, хоча й менш жорсткі, ніж навесні. Через повторне закриття економік аналітики знизили прогнози щодо світового ВВП на 4кв20 та 1кв21. Зокрема економіка Єврозони має суттєво скоротитися в 4кв20. Загалом ризики для розвинених країн залишаються високими, однак, як тільки вакцинація набере обертів, світова економіка повинна відновитися дуже швидко, як це було в 3кв20. Хоча терміни повномасштабної вакцинації та зменшення кількості випадків COVID-19 залишаються під питанням, найімовірніше, значне відновлення економіки може відбутися тільки в 2кв21. Також є висока вірогідність, що після відскоку в 2кв21 зростання може знову суттєво сповільнитися і світовий ВВП повернеться до передкризового рівня лише наприкінці 2022 р.

Графік 3. Закупівля вакцин на душу населення в окремих країнах

Розвинені країни уже викупили більшу частину вакцин від COVID-19



Джерело: Duke Global Health Innovation Centre, ICU.

Результати виборів у США сприяють світовій торгівлі

Головним результатом виборів у США для світової економіки є стабілізація та більша передбачуваність міжнародних відносин

Дуже ймовірно, що новообраному президенту США Джо Байдену доведеться мати справу з більшістю республіканців у Сенаті, вибори до якого завершуються в січні. Це обмежить можливості Байдена реалізувати програми Демократичної партії, зокрема щодо збільшення податку на прибуток корпорацій, запровадження жорсткіших антимонопольних норм та надання значного фіскального стимулювання. Хоча менший, ніж очікувалося, пакет фінансових стимулів може здатися невтішним для фінансових ринків, відсутність підвищення податків позитивна для ринку акцій.

У той же час адміністрації Джо Байдена достатньо повноважень для активних дій на міжнародній арені. Очікувана розсудлива та передбачувана міжнародна політика Байдена, схоже, є найважливішим результатом виборів у США для світової економіки й повинна призвести до формування більш сприятливого середовища для міжнародної торгівлі та покращення ділових очікувань. Це насамперед матиме позитивний вплив на ринки, що розвиваються.

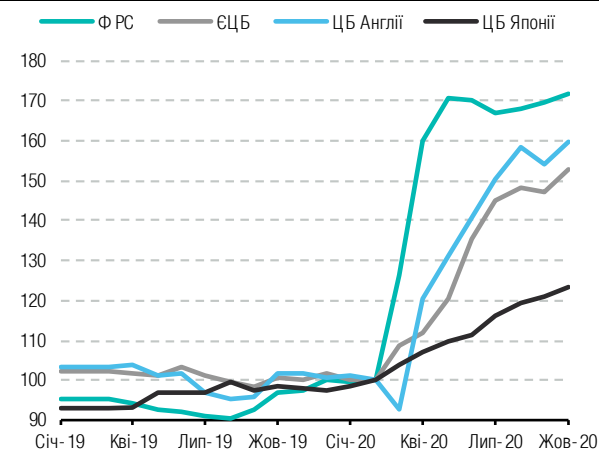
Підтримка від монетарної та фіскальної політик

Центральні банки розвинених країн продовжуватимуть застосовувати свій головний інструмент в умовах кризи COVID-19 – викуп активів на фінансових ринках

ФРС, ЄЦБ та інші центральні банки розвинених країн будуть проводити м'яку монетарну політику ще наступні кілька років, оскільки навіть за найбільш оптимістичного сценарію ринок праці відновлюватиметься дуже поступово, тоді як інфляція повинна залишатися нижчою за цільові рівні. Оскільки центральні банки вже не можуть суттєво знизити ключові ставки через обмеження ефективною нижньою межею, вони активно беруть участь у програмах викупу активів на фінансових ринках. Отже, цілком імовірно, що центральні банки продовжать нарощення своїх балансів до кінця 2022 або навіть 2023 р. Уряди також нарощуватимуть фіскальне стимулювання, що відобразиться в зростаючих бюджетних дефіцитах. Агресивна монетарна та фіскальна підтримка в США повинна тримати дохідність державних облігацій США на низькому рівні та розширити дефіцит поточного рахунку США. Унаслідок долар США має ще більше послабитися в 2021 р., також додатково перебуваючи під тиском кращого ставлення ринків до ризиків та відпливу коштів із «безпечних гаваней» у вигляді державних облігацій США.

Графік 4. Баланси провідних центральних банків (Лют.20=100)

Провідні центральні банки значно збільшили баланси в 2020 р.



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 5. Баланси державних бюджетів (% від ВВП)

Дефіцити державних бюджетів вирости порівняно із кризою 2008-09 рр.



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

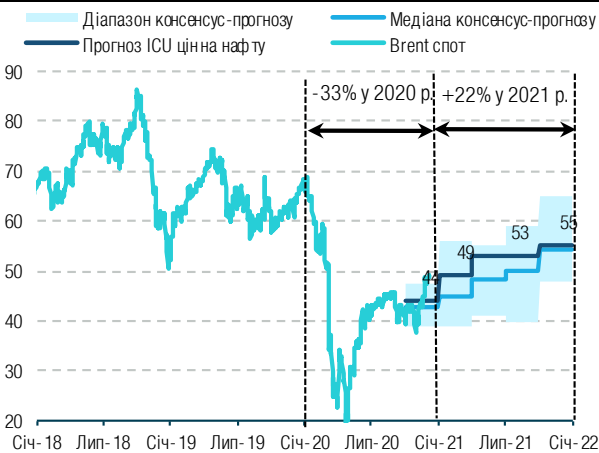
Енергоносії найбільше зростуть у ціні в 2021 р.

Ціни на нафту, природний газ та інші енергоносії, які постраждали найбільше від COVID-19 через падіння мобільності населення, зростатимуть найшвидшими темпами разом з нормалізацією економічної активності. Промислові метали також повинні отримати підтримку від відновлення світової економіки, однак їх уже значною мірою підтримав потужний попит Китаю в 2020 р. Оскільки відновлення Китаю від COVID-19 є одним із найшвидших у світі, китайські регулятори можуть першими сповільнити стимулювання, а це може суттєво стримати зростання цін на промислові метали наступного року.

Нафта: Фізичний попит залишиться слабким у 4кв20 та 1П21. Водночас значне надходження ліквідності на фінансові ринки та оптимізм щодо вакцин підтримуватимуть ціни в діапазоні \$45-50/барель у 4кв20 з поступовим ростом до \$55/барель у 1П21 та потенціалом росту до \$60/барель у 2П21. У середньому ціни на нафту виростуть на 22% у 2021 р.

Графік 6. Ціна на нафту Brent (\$/барель)

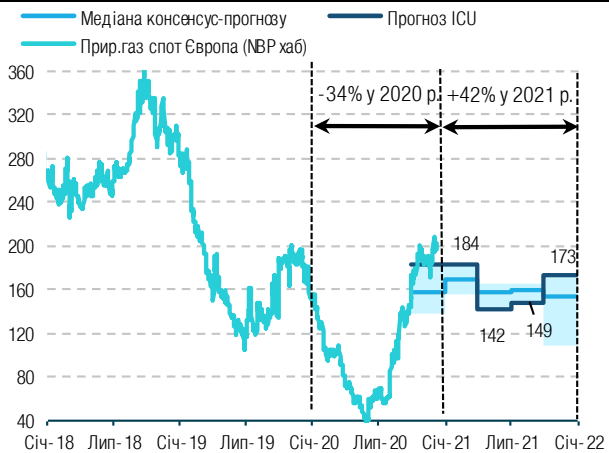
Разом із відновленням економіки продовжать зростати й ціни на нафту...



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 7. Ціна на природний газ в Європі (\$/тис.м³)

...а зростання ціни на природний газ буде ще більшим через низьку базу



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Природний газ у Європі: Відновлення економіки в 2021 р. підтримає ціни, проте

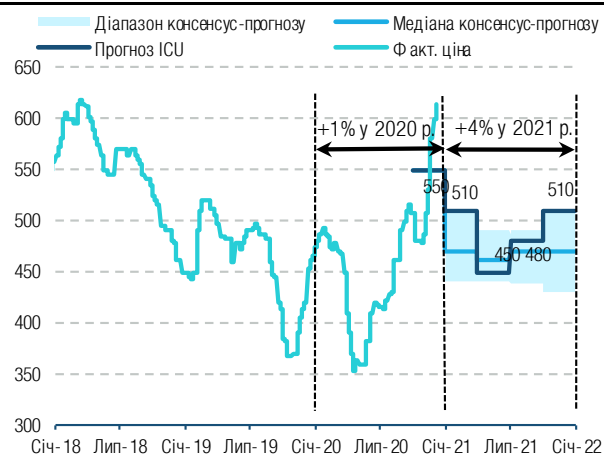
значна пропозиція газу обмежить це зростання. Усе ж через низьку базу 2020 р. середня ціна природного газу виросте на 42% у 2021 р.

Залізна руда: Значний промисловий та інвестиційний попит на залізну руду в Китаї зумовлює стрімке зростання її цін (на 14%) у 2020 р. Однак, очікуване сповільнення фінансового стимулювання в Китаї на тлі продовження відновлення поставок руди призведе до зниження цін у середньому на 5% у 2021 р.

Сталь: Відновлення споживання сталі у світі поза Китаєм, імовірно, залишиться дуже нестабільним. Зниження ціни на залізну руду має додатково обмежити зростання цін на сталь до 4% у 2021 р.

Графік 8. Ціни на сталевий рулон FOB Чорне море (\$/т)

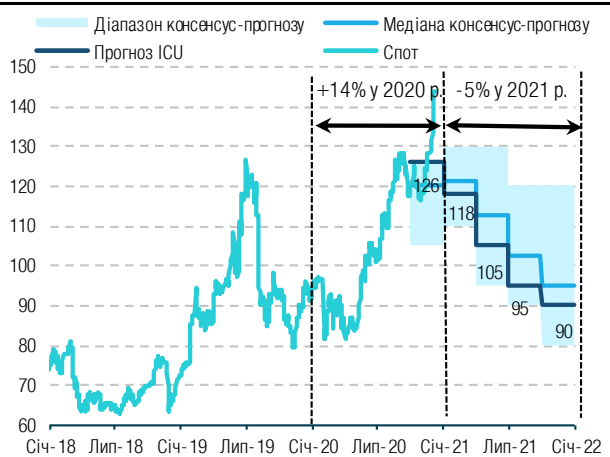
Відновлення цін на сталь у регіоні буде обмежене слабким попитом у ЄС та зниженням цін на залізну руду



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 9. Індикативні ціни на залізну руду (\$/т)

Ціна на руду може впасти через відновлення поставок із Бразилії та уповільнення попиту в Китаї



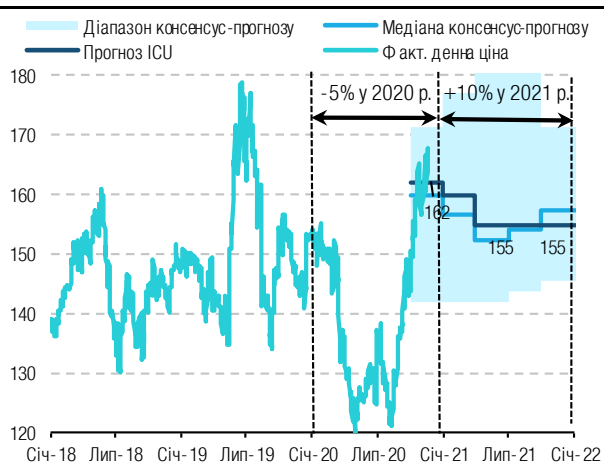
Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Кукурудза: Значний попит Китаю, відновлення цін на нафту, нижчий врожай у маркетинговому 2020/21 році та низькі запаси в США підтримують ціни, які мають у середньому бути вищими на 10% у 2021 р.

Пшениця: Ціни отримають підтримку від росту споживання у всьому світі, зокрема в Китаї, вищих цін на кукурудзу та зниження запасів. У той же час, через очікуваний кращий урожай ціни на пшеницю залишаться стабільними в 2021 р.

Графік 10. Ціни на кукурудзу (\$/т)

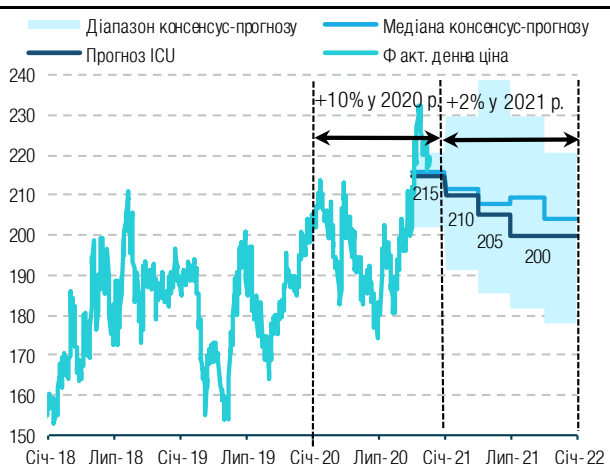
Ціни на кукурудзу будуть вищими, ніж торік, завдяки вищим цінам на нафту, попиту в Китаї та нижчому урожаю в 2020/21 р.



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 11. Ціни на пшеницю (\$/т)

Ціни на пшеницю поступово знижуватимуться через значні запаси та гарний врожай, однак у середньому майже залишаться на рівні 2021 р.



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Приплив капіталу до країн, що розвиваються, зростає

1П21 може стати найбільш сприятливим періодом для зростання припливу капіталу в країни, що розвиваються

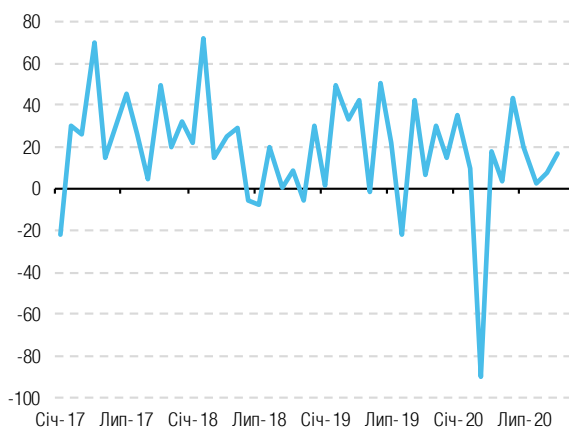
Ефективні вакцини, менш схильна до тарифів адміністрація США, зростаючі ціни на сировину та послаблення долара США мають посприяти країнам, що розвиваються.

Водночас значно гірший доступ до вакцин, високі рівні зовнішнього боргу та структурні відмінності економік означають дуже нерівномірне відновлення серед країн, що розвиваються.

Потужні монетарні та фіскальні стимули в США та інших розвинених країнах сприяють збільшенню ліквідності на фінансових ринках та підтримують попит на більш ризикові активи та полювання за доходністю. Після відпливу на майже \$50 млрд з акцій та боргових інструментів з ринків країн, що розвиваються, у 1П20 високоімовірним є подальше зростання позиціонування іноземного капіталу в країнах, що розвиваються, у 2021 р. Це призведе до продовження звуження суверенних спредів цих країн. У зв'язку з цим 1П21 може стати найбільш сприятливим для них, оскільки глобальна ліквідність, імовірно, досягне свого піку протягом цього періоду.

Графік 12. Портфельні інвестиції в країни, що розвиваються

Повернення іноземного капіталу в країни, що розвиваються, має прискоритися в 2021 р.



Джерело: Haver Analytics, Citigroup, ICU.

Графік 13. Спред JP Morgan EMBI Global до облігацій США (б.п.)

Спреди суверенних облігацій країн, що розвиваються, до державних облігацій США продовжать знижуватися в 2021 р.



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Економічна політика: боротьба з пандемією триває

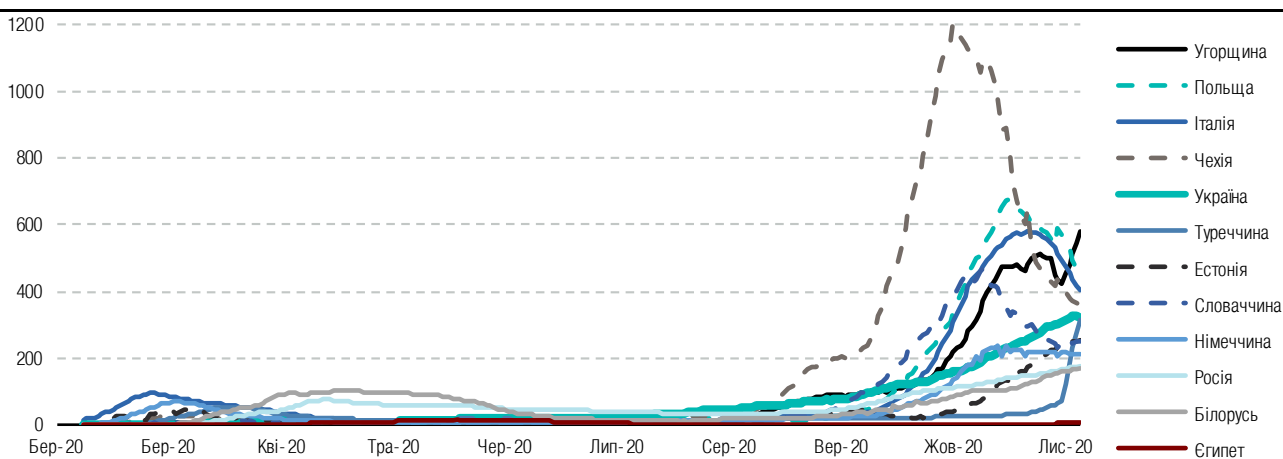
- Захворюваність на COVID-19 зростає, спричиняючи посилення карантинних обмежень
- Рішення Конституційного суду підкреслюють ризики на шляху реформ
- Фінансування від МВФ можливе не раніше наступного року

Новий спалах випадків COVID-19 та смертності значно перевищує першу хвилю

В Україні фактично була відсутня перша хвиля захворюваності на COVID-19 через одні з найжорсткіших обмежень у світі навесні. Це певною мірою зумовило низький рівень дотримання правил соціального дистанціювання та зняття більшості обмежень улітку. У результаті захворюваність почала стрімко зростати з липня, і цей процес набирає високі оберти. І хоча поки Україна за кількістю випадків захворюваності та смертності суттєво поступається сусіднім європейським країнам, медична система в жовтні-листопаді вже почала сигналізувати про наближення до критичної межі наповненості.

Графік 14. Кількість виявлених випадків COVID-19 на 100 тис осіб, 7-денне ковзне середнє

Друга хвиля в Європі набагато потужніша за кількістю випадків, ніж перша. Україна – серед середнячків



Джерело: Університет Оксфорда, ICU

Карантини: спочатку адаптивний, далі – вихідного дня... який наступний?

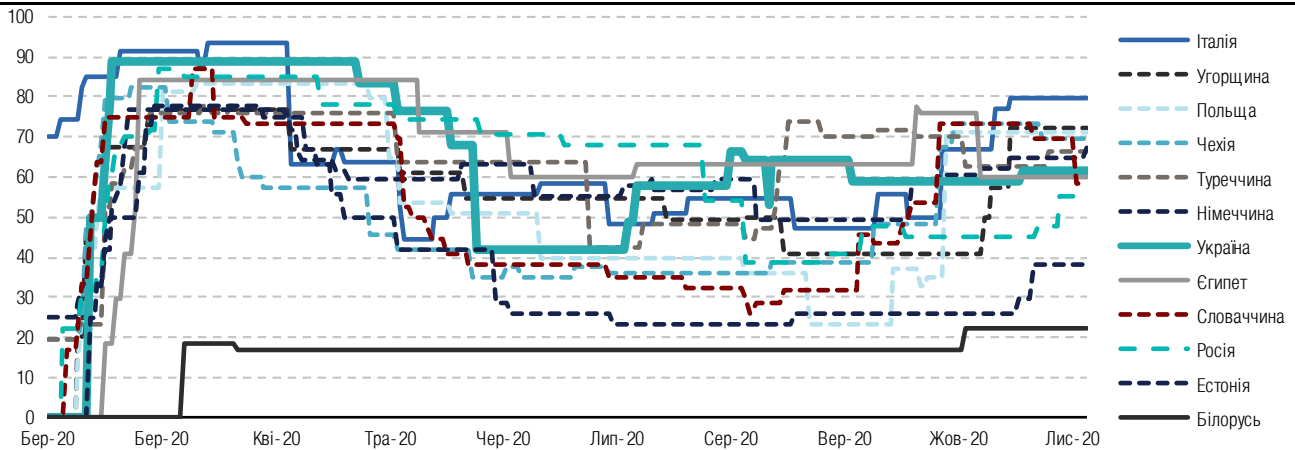
Влада продовжує шукати різні шляхи для стримування захворюваності, водночас намагаючись уникнути суттєвих втрат для економіки та соціальних протестів. У рамках адаптивного карантину окремі обмеження на регіональному рівні були посилені ще наприкінці липня, однак їхній негативний вплив на економічну активність був досить незначним. Наприклад, з 29 серпня по 29 вересня влада фактично закрила кордони для в'їзду іноземців, що спровокувало нищівну критику з боку бізнесу. Унаслідок з жовтня іноземцям було дозволено в'їжджати до України, але за умови тестування та самоізоляції. Також влада намагалася посилити певні обмеження, проте зіштовхнулася із суттєвим супротивом на регіональному рівні, що значною мірою був пов'язаний із проведенням місцевих виборів 25 жовтня.

У результаті тільки з 14 листопада уряд спромігся посилити обмеження, запровадивши карантин вихідного дня. Такий підхід лише маржинально обмежував економічну активність, хоча втрати ресторанів і ТРЦ були суттєвими. Однак спроможність такого карантину вихідного дня в стримуванні розповсюдження коронавірусу є досить сумнівною, тому уряд скасував його на початку грудня. Імовірно, уряд буде зобов'язаний впровадити більш суттєві обмеження на тлі збільшення випадків

захворюваності та заповнення ліжок у медичних закладах на початку січня. Дизайн відповідних обмежень ще обговорюється, але, імовірно, влада буде змушена повернути значну частину обмежень, що діяли навесні, – найбільш негативно це відобразиться на діяльності малого та середнього бізнесу у сферах гостинності, транспорту, культури, спорту тощо.

Графік 15. Індекси жорсткості карантинних заходів у окремих країнах

Як і в інших країнах, український уряд намагається балансувати вплив карантинних обмежень на економіку та розповсюдження коронавірусу



Джерело: Університет Оксфорда, ICU

Очікуємо на старт масштабної вакцинації всередині 2021 р.

За нашими оцінками, суттєві обмеження зберігатимуться до весни наступного року, поки сезонні чинники не стануть важливим стримуючим фактором розповсюдження коронавірусу. Надалі ми очікуємо, що найбільш вразливі верстви населення будуть вакциновані, і вже цей фактор буде ключовим у стримуванні пандемії в другій половині 2021 р. Однак, як ми писали [раніше](#), соціальне дистанціювання зберігатиметься ще декілька років та впливатиме на поведінку економічних агентів і потенційний випуск.

Підтримка бізнесу обмежена дефіцитом фінансових ресурсів насамперед через паузу з отриманням офіційного фінансування

Водночас влада працює над механізмами підтримки МСБ під час карантину. Імовірно, як і під час першої хвилі, вони передбачатимуть насамперед податкові послаблення на період карантину (зокрема скасування чи зниження податку на майно, внесків ФОП до фондів соціального страхування) та програми підтримки по безробіттю, зокрема на допомогу з часткового безробіття (разом усі ці програми «коштували» уряду весною під час першої хвилі приблизно 0.5% ВВП). Більш суттєві обсяги підтримки обмежуються складністю адміністрування та дефіцитом фінансових ресурсів. Остання проблема суттєво поглибилася через погіршення перспектив отримання офіційного фінансування та обмежені можливості ринкових залучень (детальний аналіз див. у розділі «Державні фінанси»).

Ми ще в нашому [червневому огляді](#) на основі аналізу попередніх програм співпраці України із МВФ передбачали, що з високою ймовірністю перший транш за новою програмою Stand-By буде єдиним у цьому році. Хоча нові зобов'язання влади за цією програмою були досить легкими для виконання, програма припускала й збереження попередніх досягнень. На жаль, за низкою сфер цього не відбулося: зокрема, питання незалежності центрального банку, діяльності антикорупційних органів і системи корпоративного управління постійно викликали занепокоєння західних партнерів. До цього восени додався бюджет, параметри першої версії якого, поданої Кабміном і затвердженої парламентом, виходили за рамки програмних лімітів. Але найбільший

резонанс викликали рішення Конституційного Суду щодо скасування кримінальної відповідальності за недостовірне декларування та діяльності НАБУ.

*Транш МВФ у 2кв21 –
проблематично, але
можливо*

Реакція влади була досить обнадійливою: і Президент, і Верховна Рада демонструють стійкі намагання вирішити питання Конституційного Суду та відновлення доступу до офіційного фінансування. Адже, окрім траншів МВФ, Україна на отримала заплановані на цей рік кошти від Світового банку, що суттєво обмежує фінансові можливості уряду. Однак виправлення ситуації може бути досить тривалим процесом, особливо враховуючи ослаблення позицій пропрезидентської монобільшості в парламенті після невтішних результатів на місцевих виборах наприкінці жовтня. Проте ми сподіваємося, що влада зможе консолідувати свої зусилля для отримання фінансування від МВФ та інших офіційних кредиторів у 1П21.

Державні фінанси: надто амбітні плани

- Дефіцит доступних коштів та пов'язане із цим слабке виконання видаткової частини бюджету є передумовами меншого бюджетного дефіциту 2020 р.
- Позики з неглибокого внутрішнього ринку не можуть повністю замінити заплановане, але не отримане офіційне фінансування
- План боргового фінансування на 2021 р. теж занадто амбітний, із високими ризиками для комерційних позик як на внутрішньому, так і зовнішньому ринках, а також у частині офіційного фінансування

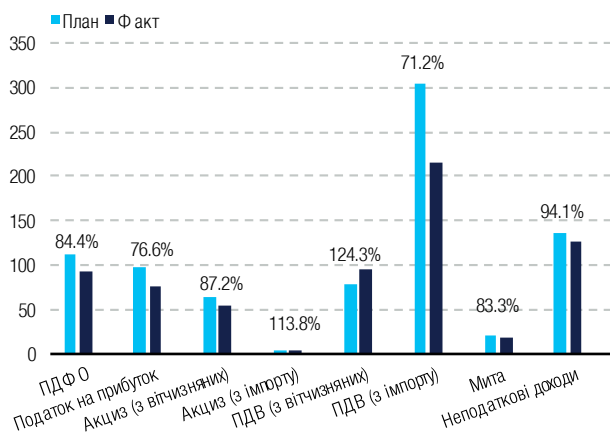
Прихований секвестр бюджету 2020 р.

Загалом доходи бюджету виконуються на рівні квітневого плану

Доходи бюджету збираються загалом дуже близько до запланованих обсягів, відповідно до бюджету, який було переглянуто у квітні через пандемію коронавірусу та карантин. Міністерство фінансів відзвітувало, що за 11М20 бюджет отримав 806 млрд грн доходів, що становить 94% від плану на весь рік. Оскільки деталізація за листопад буде опублікована наприкінці року, ми оцінювали виконання бюджету згідно зі звітом за 10М20, особливо в частині окремих статей доходів та видатків. Можна відзначити позитивну динаміку виконання доходів від внутрішнього ПДВ, акцизів, податків на доходи фізичних осіб та із прибутку, оскільки економіка поступово відновлюється та спостерігається покращення збору податкових платежів. Але спостерігається недовиконання ПДВ з імпортованих товарів та експортних мит через повільне відновлення імпорту та більш міцну гривню, ніж було закладено в розрахунках бюджету.

Графік 16. Доходи державного бюджету (млрд грн)

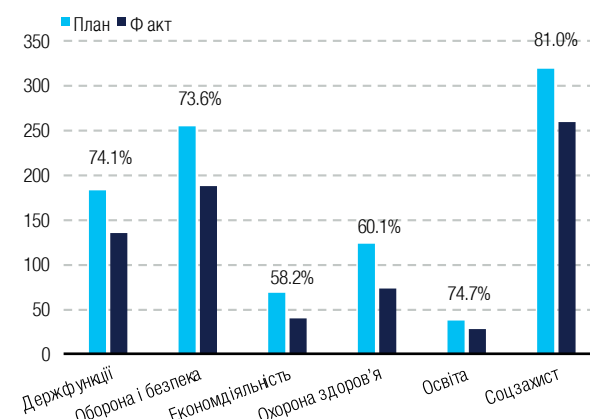
Доходи загального фонду державного бюджету за 10М20 та план на весь рік, а також рівень виконання плану



Джерело: ДКСУ, МФУ, ІСУ.

Графік 17. Видатки державного бюджету (млрд грн)

Видатки загального фонду державного бюджету за 10М20 та план на рік, а також рівень виконання плану



Джерело: ДКСУ, МФУ, ІСУ.

Виконання видатків бюджету страждає переважно через недостатнє залучення запланованого фінансування

Тим часом виконання видаткової частини бюджету за 11М20 значно гірше ніж за доходами. З бюджету витрачено 941 млрд грн або лише 90% від плану на цей період та 83% від плану на рік. Таким чином, Уряд не виконав більше 100 млрд грн видатків з бюджету відносно плану. І це має декілька причин. Обслуговування боргу було дешевшим через міцнішу гривню та менші зовнішні запозичення. На додаток, частина головних розпорядників не мала змоги повноцінно провадити свою діяльність і відповідно використовувати кошти. А втім, головною причиною недовиконання видатків є недостатність фінансового ресурсу через менші обсяги офіційного фінансування та ринкових запозичень у порівнянні із планом. За 10М20 найбільше недовиконання

видатків стосувалося капітальних видатків, пов'язаних переважно з екологією, економічною активністю та охороною здоров'я.

Дефіцит бюджету 2020 р. очікується близько 5% ВВП

Як наслідок, дефіцит бюджету становив лише 117 млрд грн за 11М20 і 163 млрд грн (4.1% ВВП) за останні 12 місяців. У грудні ми очікуємо значну активізацію видатків, але це стане причиною збільшення дефіциту бюджету за цей рік лише до 200 млрд грн або 5% ВВП, або 2/3 від плану на рік.

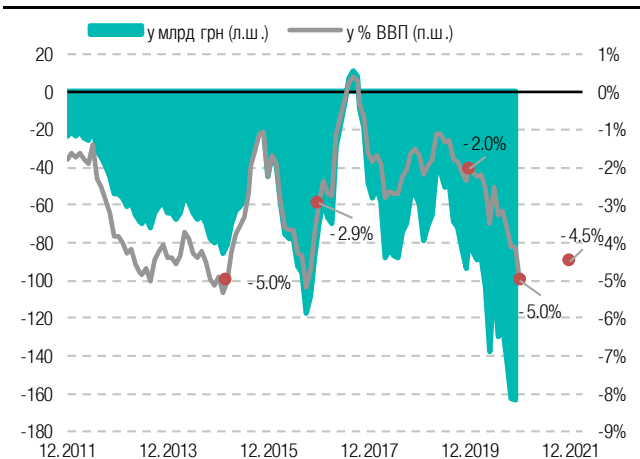
Бюджет 2021: знову нереалістичні плани позик?

У бюджет 2021 р. закладено дефіцит на рівні 5.5% ВВП

Наприкінці листопада Уряд затвердив та подав до Верховної Ради доопрацьований проект Закону про державний бюджет на 2021 р. За повідомленнями Мінфіну, його параметри були узгоджені із МВФ. Дефіцит було знижено до 5.5% ВВП з 6% ВВП у першій редакції проекту, насамперед через підвищення на 21 млрд грн доходів до 1092 млрд грн. Ми оцінюємо ризики отримання цих доходів як помірні. Зокрема для Уряду стало звичкою складати проект бюджету на основі макроекономічного прогнозу із завищеними номінальними показниками, включаючи номінальний ВВП, що перевищує середні прогнози інших організацій. Крім того, знову перерахування в 2021 р. прибутку НБУ (33 млрд грн) встановлено на вищому рівні, порівняно з оцінками, поданими НБУ (21 млрд грн).

Графік 18. Баланс бюджету (12міс зміщення)

Дефіцит бюджету зріс через пандемію, але не так суттєво, ніж очікувалося



Джерело: ДКСУ, МФУ, Укрстат, ICU.

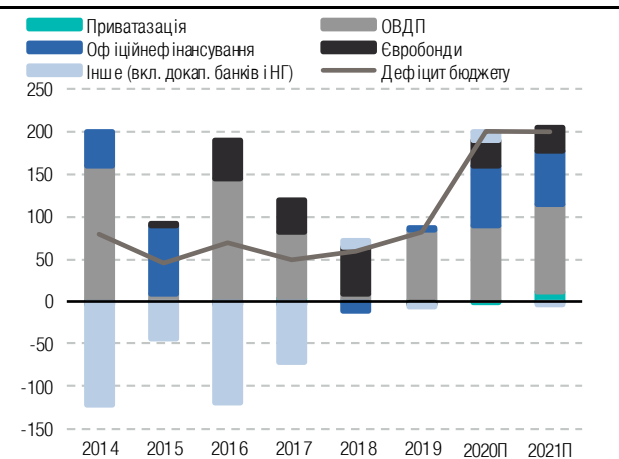
Але ми очікуємо ще нижчий дефіцит - 4.5% ВВП, оскільки фінансування бюджету буде меншим

А втім, уже традиційно у бюджет закладено високий ризик фінансування дефіциту, та відповідно виконання видаткової частини. Дуже ймовірно, що Уряд не зможе залучити всі ті обсяги фінансування, що враховані в бюджеті наступного року: 12 млрд грн від приватизації, 128 млрд грн чистого фінансування із внутрішнього ринку та 106 млрд грн чистого фінансування із зовнішніх джерел. Зважаючи на великі обсяги виплат внутрішнього та зовнішнього боргу в 2021 р., отримання необхідних сум на прийнятних умовах, навіть припускаючи перезапуск програми МВФ та щедрі глобальні фінансові умови, має досить низьку ймовірність. Таким чином, ми очікуємо, що чисті запозичення будуть приблизно на 45 млрд грн (1% ВВП) нижчі, ніж передбачено в бюджеті.

Як наслідок, як торік та особливо у 2020 р., видатки бюджету будуть меншими, ніж заплановано. Тому дуже ймовірно, що бюджетний дефіцит у 2021 р. буде меншим, ніж

Графік 19. Джерела фінансування дефіциту бюджету (млрд грн)

У 2021 році офіційні позики та внутрішні запозичення знову покрили ліву частку дефіциту бюджету



Джерело: ДКСУ, МФУ, ICU.

встановлено в бюджеті. Ми припускаємо, що фактичний дефіцит бюджету ставитиме близько 4.5% ВВП.

Пауза із МВФ зміщує офіційне фінансування на 2021 р.

Уряд залучає рекордні 100 млрд грн (нетто), однак все ще менше амбітних планів через затримку в програмі МВФ

Після підписання програми Стенд-бай із МВФ Мінфін успішно скористався вікном можливостей та випустив єврооблігації з погашенням у 2033 р. на суму \$2 млрд за ставкою 7.253%. Частина випуску було використано одразу для обміну на єврооблігації з погашенням у 2021 та 2022 рр. Позитивну реакцію ринку на цю операцію було також використано й для викупу біля 10% варантів.

А втім, через проблеми в співпраці із МВФ наступні транші фонду були заморожені (\$1.4 млрд) разом з перспективами кредитів Світового банку (\$0.7 млрд). До того ж Україна була практично відрізана від міжнародних ринків капіталу.

Лише в грудні потепління в стосунках із МВФ дозволило Уряду отримати 0.6 млрд євро макрофінансової допомоги від ЄС. На додаток, завдяки кращим фінансовим умовам було проведено успішне дорозміщення єврооблігацій з погашенням у 2033 р. на \$600 млн, що дозволяє акумулювати додаткові кошти для видатків наприкінці року. Урешті-решт чисте зовнішнє фінансування (як офіційне, так і ринкове) склало в 2020 р. приблизно 100 млрд грн, що було найвищим за всю історію. А втім, ці цифри були значно нижче планових, оскільки другий перегляд програми МВФ був відкладений, а позика від Світового банку також заморожена до принаймні рішення МВФ.

Таблиця 1. Валютні виплати та джерела фінансування в 2020 та 2021 рр. (\$млрд)

	2020	2021		2020	2021
Баланс валютних рахунків (початок року)	0.8	0.5			
Валютне фінансування	11.9	10.2	Валютні боргові виплати	11.3	8.9
МВФ	2.1	1.5	МВФ	0.5	0.5
Єврооблігації	3.1	3.0	Інші МФО	1.3	0.6
Кредити Світового банку	0.5	1.0	Єврооблігації	1.7	1.0
Макрофінансова допомога ЄС	1.4	0.7	Єврооблігації, гарантовані США	1.0	1.0
Валютні ОВДП	4.5	4.0	Інші виплати за зовнішнім боргом	0.7	0.1
Позика Cargill F.S.I.	0.3		Обслуговування зовнішнього боргу	1.4	1.7
			Валютні ОВДП	4.7	4.0
			Валюта продана НБУ	0.9	1.3
Очікуваний баланс валютних рахунків (кінець року)	0.5	0.5			

Джерело: МФУ, ICU.

По мірі того, як програма МВФ відновлюватиметься, ми очікуємо, що основне невиділене наразі офіційне фінансування буде отримано в 2021 р. Отже, ми припускаємо, що МВФ, СБ, ЄБРР та ЄС можуть надати близько \$3 млрд. Крім того, \$3 млрд можна позичити з комерційних джерел. Це дозволить уряду не лише плавно пройти період великих виплат за зовнішнім боргом, який досягає піку у вересні, але й використовувати для покриття внутрішніх платежів ті валютні кошти, які він отримуватиме.

Внутрішній ринок: Велика потреба коштів штовхає ставки догори

У 2020 р. Мінфін отримав половину бюджетного фінансування із внутрішнього ринку, переважно через те що нерезиденти продовжували виходити з ОВДП

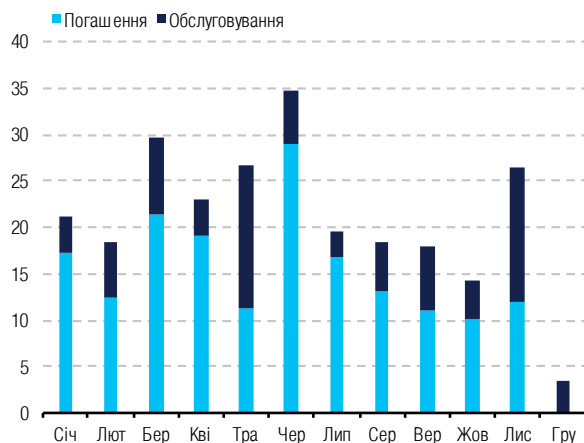
Внутрішній ринок надав Мінфіну 269 млрд грн позик протягом 11М20 або 71% від плану на рік. Рік почався із чималого попиту на ОВДП від іноземців, але через пандемію коронавірусу вони почали забирати кошти із гривневих облігацій. З піку в лютому на рівні 128 млрд грн (\$5.3 млрд за ринковим курсом) портфель нерезидентів скоротився до 76 млрд грн (\$2.6 млрд) на кінець листопада. Частина цих облігацій була погашена, а частина – продана резидентам.

А втім, українські банки збільшили портфель за цей час на 140 млрд грн (\$5 млрд) та стали найбільшим власником ОВДП з часткою в 51%. Високий рівень ліквідності в банківському секторі, зниження процентних ставок НБУ та можливість отримання кредитів рефінансування НБУ за обліковою ставкою сприяли попиту на ОВДП (докладніше див. у розділі "Монетарні умови"), особливо після того, як з кінця серпня Міністерство фінансів почало поступово збільшувати ставки за всіма гривневими інструментами.

У листопаді всі ставки первинного ринку за гривневими паперами стали двозначними, оскільки Мінфін потребував поповнення бюджетних рахунків перед грудневими видатками. Значні потреби в коштах і відсутність попиту від нерезидентів штовхали Мінфін до збільшення премії до облікової ставки НБУ. На початку грудня премія була 400 б.п. за тримісячними ОВДП та сягала 570 б.п. за облігаціями з терміном обігу 3.5 роки.

Графік 20. Гривневі боргові виплати в 2021 р. (млрд грн)

Погашення та обслуговування гривневого державного боргу за станом на 16 грудня 2020 р.



Джерело: МФУ, ICU.

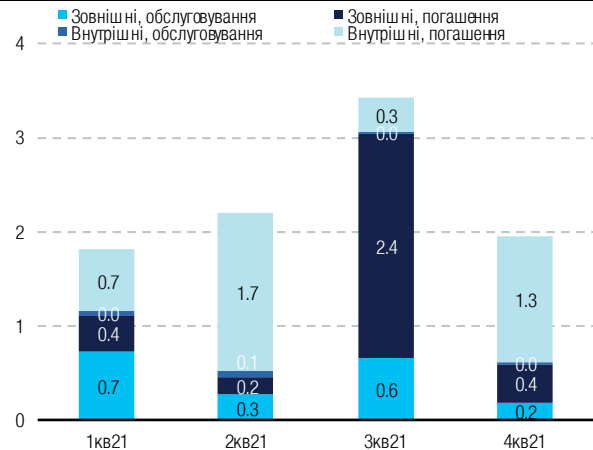
У 2021 р. Мінфін знову зіштовхнеться із труднощами в залученні великих обсягів внутрішнього фінансування

У 2021 році, зважаючи на великі боргові виплати, ми вважаємо, що Мінфін зможе розмістити близько 350 млрд грн гривневих ОВДП, що є близьким до очікуваного обсягу за підсумками 2020 р. на рівні 320 млрд грн. Це досить амбіційна мета, але вона залишається нижче, ніж передбачено бюджетом.

Тим паче, щоб залучити такий обсяг коштів, Уряду необхідно створити умови, аби привабити банки купувати більший обсяг облігацій та зробити гривневий борг привабливим для нерезидентів.

Графік 21. Валютні боргові виплати в 2021 р. (\$млрд)

Погашення та обслуговування державного боргу в іноземній валюті станом на 16 грудня 2020 р.



Джерело: МФУ, ICU.

Найбільш важливим буде попит від іноземців. У глобальному світі низьких процентних ставок поточні ставки за гривневим боргом пропонують їм досить непогане співвідношення ризику та доходності, особливо зважаючи на зниження очікувань ослаблення гривні. Тому ми очікуємо, що наступного року іноземці збільшуватимуть свою присутність у гривневому борзі, але в обсягах значно менших обсягах, ніж у 2019 р.

**Дохідності облігацій
зростають**

Усе це компенсуватиме вплив значних фінансових потреб уряду та збереже різницю між ставками за ОВДП та обліковою ставкою НБУ стабільною чи навіть зменшить її. Таким чином, ми очікуємо, що ставки за однорічними ОВДП коливатимуться в діапазоні 11–12% протягом 2021 р. Премія за строковість залишатиметься підвищеною, і ми прогнозуємо більший приріст доходності для дворічних та більш тривалих термінів обігу - у межах 12–13% до кінця 2021 р.

Монетарні умови: банки нарощують кредит державному сектору

- Млявий попит зумовить пізніше, ніж очікувалося раніше, підвищення процентних ставок, оскільки інфляційний тиск зростає відносно повільно
- Банки збільшили свої портфелі державних облигацій у гривні на 46% за 11М20 на тлі зростання заборгованості перед НБУ, однак не нарощували кредитування державних підприємств
- Стійке зростання доходів громадян в умовах погіршення споживчих настроїв призвело до накопичення домогосподарствами додатково 25–30 млрд грн на своїх поточних рахунках у гривнях; ці кошти стануть додатковим джерелом попиту з покращенням упевненості в майбутньому

Монетарні стимули для економіки помітні, але далеко не надмірні

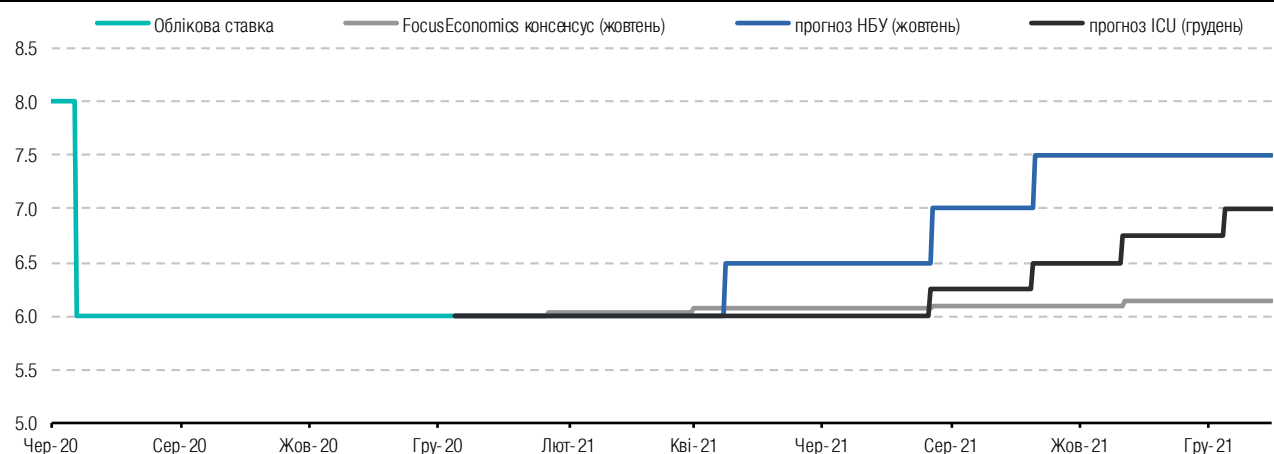
Ми очікуємо підвищення облікової ставки на 100 б.п. у 2021 р

Інфляційний тиск зростає повільно. Сукупний попит залишається пригніченим і, імовірно, у 4кв20 та 1кв21 буде слабшим, ніж передбачалося раніше через погіршення ситуації з пандемією COVID-19. Крім того, глобальне середовище з низьким рівнем інфляції та деяке посилення обмінного курсу завдяки покращенню зовнішньоекономічних балансів стримуватимуть інфляцію. На додаток, світові процентні ставки залишатимуться низькими принаймні протягом наступного року. І, нарешті, відновлення офіційного фінансування зменшить середньострокові ризики для зовнішньої стійкості та фінансової стабільності.

Тому НБУ, найімовірніше, відкладе перше підвищення облікової ставки в новому циклі до липня 2021 р. До того ж, якщо Україна відставатиме в постпандемічному відновленні економічної активності, НБУ може надати економіці додаткових стимулів у 2021 р.

Графік 22. Прогноз облікової ставки

Ми очікуємо, що НБУ почне збільшувати ключову ставку не раніше, ніж у 2П21



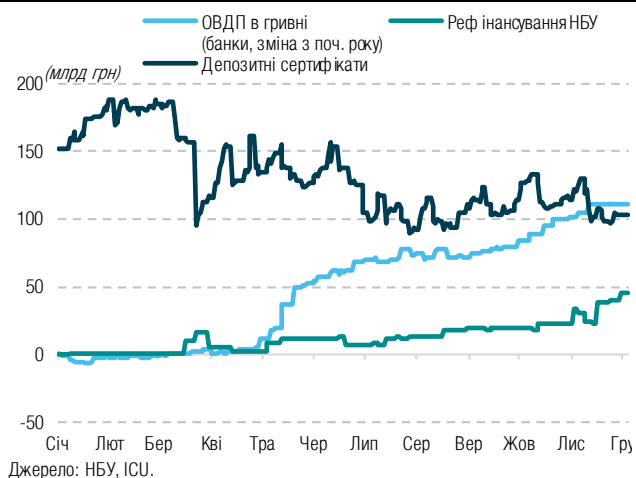
Джерело: НБУ, FOCUSECONOMICS, ICU

Припускаючи, що споживчий попит відновиться після значного покращення ситуації з пандемією навесні та влітку, а інфляція наблизиться до верхньої межі цільового діапазону 6%, ми очікуємо збільшення ключової ставки на 100 б.п. у 2П21. Таким чином, ставка досягне 7.0% на кінець наступного року. Враховуючи вищу інфляцію, у середньому реальна процентна ставка буде нижчою, ніж у 2020 р.

До того ж ми не очікуємо подальшого розширення спреду між ключовою ставкою, що презентує ціну фондування від регулятора, та ринковою дохідністю державних облігацій у гривнях. Поточний спред вже є достатньо привабливим для банків, зокрема для приватних, для збільшення свого портфеля гривневих облігацій.

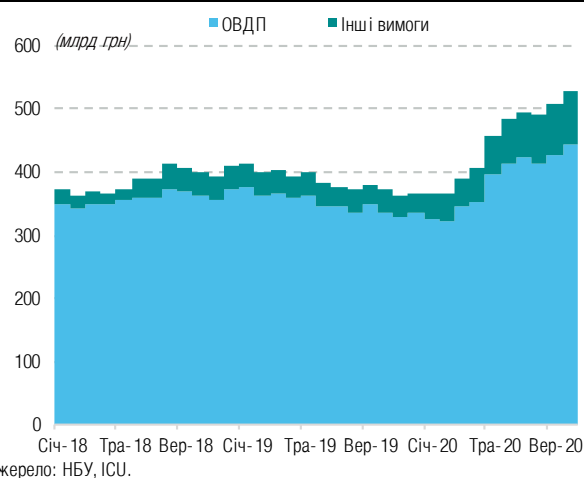
Графік 23. Нарощування банками портфеля ОВДП у гривні

Зниження облікової ставки стимулювало банки нарощувати портфель ОВДП



Графік 24. Вимоги банків до державного сектору

Банки наростили портфелі ОВДП та квазі-державних облігацій



Українські банки збільшили свої портфелі державних облігацій у гривні на 111 млрд грн (+46%) за 11М20. Швидке зниження процентної ставки НБУ – з 13.5% на початку року до 6% у червні – стало однією з причин, чому банки зменшили свою позицію в депозитних сертифікатах (ДС) НБУ на 48 млрд грн (32%) за 11М20. Процентна ставка за ДС НБУ напряму залежить від облікової, і банки побачили можливість у 2П20 зменшити свої позиції в цих інструментах на користь державних облігацій, які пропонували більш високі доходи. Однак за відсутності потенціалу до подальшого помітного зниження ключової ставки банки навряд чи будуть надалі замінювати свою ліквідність у ДС державними облігаціями в значних обсягах, якщо, звичайно, не відбудеться помітного збільшення ліквідності банків за рахунок готівки в обігу, яка повернеться в банківську систему.

На початку року заборгованість банків за тендерними кредитами рефінансування НБУ було практично нульовою. Станом на 2 грудня вона зросла до 45 млрд грн, оскільки вартість таких позик знизилася внаслідок зниження облікової ставки, а також регулятор почав пропонувати позики на строк до п'яти років на додаток до короткострокових з типовим строком погашення до 90 днів.

Державні банки не збільшували кредитування державних підприємств, але можуть зробити це в 2021 р.

Банки не стали збільшувати кредитування державних підприємств (ДП). Валові позики ДП скоротилися на 19.2% р/р у жовтні 2020 р. у результаті різкого скорочення портфелів у гривні (на 42.5% р/р). Уряд як власник державних банків не використовує цей канал для стимулювання економіки, як це було десятиліття тому із масовим збільшенням таких позик (+2% ВВП протягом короткого періоду). У даний час валові позики ДП складають лише 1.6% ВВП. Існує імовірність того, що ми можемо спостерігати збільшення позик держкомпаніям від державних банків у 2021 р.

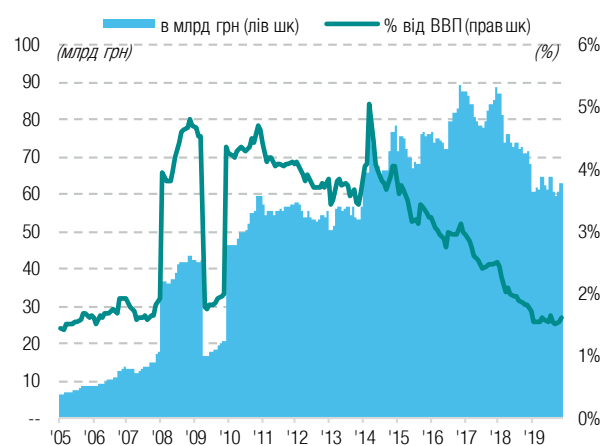
Водночас банки збільшили вимоги до державного сектору на 161 млрд грн (4.1% ВВП) за 10М20. Ця цифра включає збільшення державних облігацій на 108 млрд грн та інших вимог, наприклад, облігацій на 17 млрд грн, випущених Укравтодором.

Банки більше покладаються на роздрібний сектор як джерело доходу

Українські банки все більше покладаються на роздрібний сектор як ключовий сегмент з огляду процентних доходів. Роздрібні позики у вересні принесли більше процентних доходів (35% від загальної кількості), ніж корпоративні (34%). Валові позики бізнесу в чотири рази перевищують роздрібні, але мають значно вищу частку непрацюючих кредитів (49.0% та 30.7% відповідно), тоді як середня процентна ставка за ними значно нижча (6.4% та 27.1% відповідно).

Графік 25. Валові кредити державним компаніям

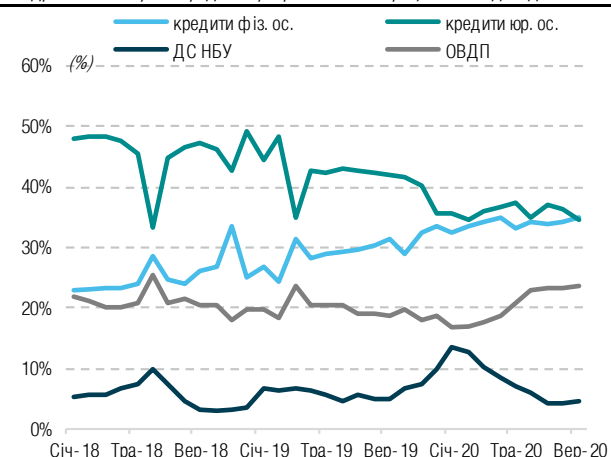
На відміну від 2008-10 рр., банки зменшують кредити ДП



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 26. Частки сегментів процентних доходів

Роздрібний сектор випередив корпоративний за процентними доходами



Джерело: НБУ, ICU.

Ще два роки тому банки заробляли 47% своїх процентних доходів за рахунок кредитів юридичним особам і лише 26% від роздрібною сегменту. Однак корпоративне кредитування цей час залишалося в стагнації, тоді як споживче кредитування переживало бум, сповільнений лише COVID-19. Унаслідок ці два сегменти зрівнялися за рівнем процентного доходу. У 2кв21 регулятор запровадить вищий коефіцієнт ризику, що вимагає на 50% більше регулятивного капіталу відносно виданих споживчих позик, щоб сповільнити споживче кредитування до того, як воно стане надмірним та становитиме ризик для фінансової стабільності.

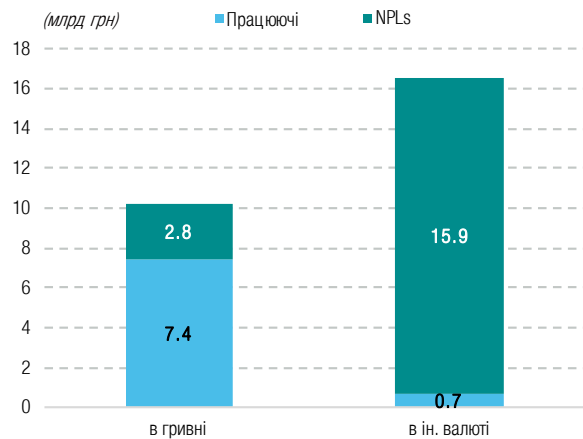
Іпотечне кредитування зростає, але все ще залишається незначним

Банки видавали близько 400 млн грн нових іпотечних позик щомісяця в 3кв 20 порівняно з менш ніж 250 млн грн у 3кв19. Середній розмір позики становив 0.7 млн грн порівняно з 0.5 млн грн рік тому при 600 нових позиках на місяць проти 490 рік тому. Ці цифри ще дуже незначні, щоб стимулювати значне зростання в секторі або мати помітний вплив на економічне зростання. Проте банки повідомляють про зниження процентних ставок у сегменті вторинного ринку, де ризики зазвичай нижчі.

Уряд планує ще одну програму, спрямовану на просування іпотечних кредитів та їх здешевлення. Так само, як і в програмі 5-7-9 для малого та середнього бізнесу, ця програма дасть поштовх уже іпотечним кредитам – сегменту, який майже мертвий уже більше десяти років. 1 млрд грн нових позик на місяць може бути непоганим досягненням цієї програми на кінець 2021 р., але значніші обсяги видач – більш віддалена перспектива.

Графік 27. Іпотечні позики на балансах банків станом на 1 листопада 2020 р.

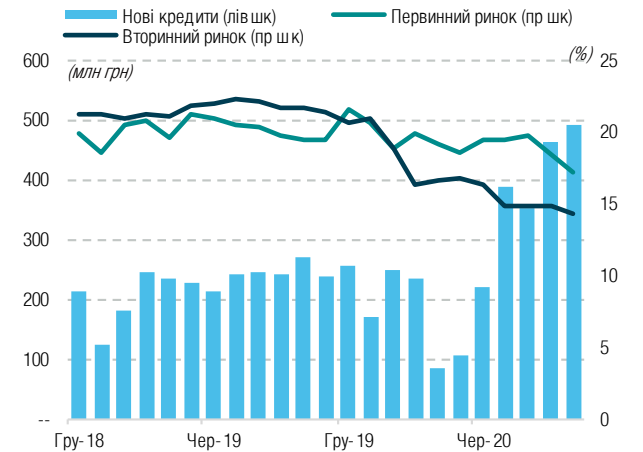
Банки поступово формують портфелі іпотечних кредитів у гривні



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 28. Нові іпотечні кредити та ставки за ними

Банки нарощують обсяги кредитування, а ставки поступово знижуються



Джерело: НБУ, ICU.

Незважаючи на значне позв'язання роздрібно́ї торгівлі й відповідно витрат споживачів з літа, роздрібні депозити продовжували зростати швидкими темпами. Звичайно, пандемія унеможливила або суттєво ускладнила значну частину звичних витрат споживачів, зокрема за кордоном. А споживчі настрої, особливо щодо майбутніх доходів, продовжують погіршуватися. Тому споживачі поведуться більш обережно й заощаджують більше, зокрема утримуючи кошти на своїх поточних рахунках.

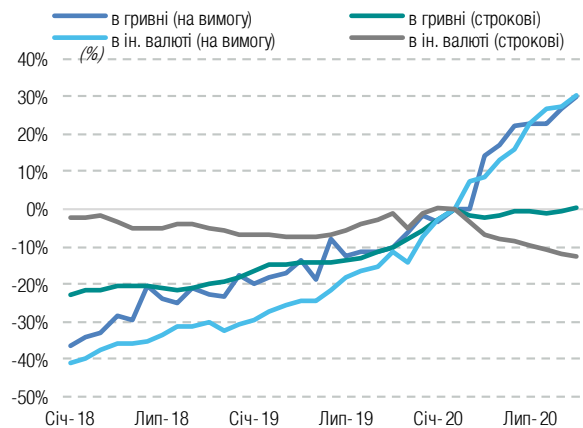
У жовтні 2020 р. українська банківська система зафіксувала 27.7% р/р зростання депозитів фізичних осіб (за вирахуванням валютного ефекту). Темпи зростання різко пришвидшилися з лютого 2020 р. – останнього місяця перед пандемією.

Кошти населення на поточних рахунках у гривні досягли рекордного значення, є джерело додаткового попиту в майбутньому

Основне зростання припадає на поточні рахунки в гривнях, які за вісім місяців з лютого зросли на 30%, тоді як строкові депозити залишилися незмінними (+0.4%). Загальний обсяг поточних рахунків домогосподарств у національній валюті досяг 223 млрд грн, тобто рекордно високих 5.7% ВВП. Якщо настрої споживачів покращаться і домогосподарства вирішать витратити накопичені фінансові ресурси, це може призвести до 25-30 млрд грн додаткового попиту як на вітчизняні товари, так і на імпорт.

Графік 29. Роздрібні депозити, % зміна до лютого 2020 р.

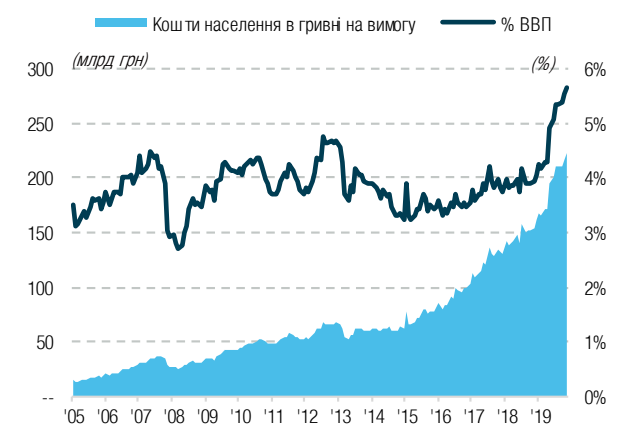
Поточні рахунки в гривнях стрімко злетіли з початку пандемії



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 30. Кошти населення на поточних рахунках у гривні

Домогосподарства накопили рекордну суму на своїй поточних рахунках у гривнях, готові до витрат



Джерело: НБУ, ICU.

Економіка: 3 перешкодами, але й з перспективою

- Активне відновлення в 3кв20, але короткострокові перспективи погіршилися через спалах COVID-19
- Новини про випуск вакцин підтверджують наш оптимістичний погляд на відновлення наступного року
- Бум споживання на тлі зростання доходів та погіршення настроїв
- Приватні інвестиції відстають, незважаючи на потенційний позитивний вплив вакцин

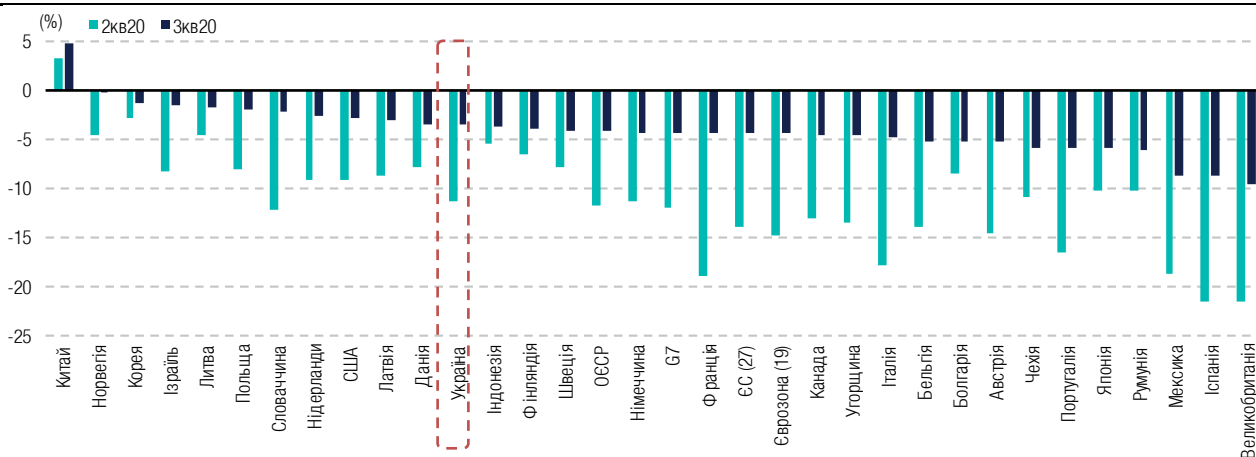
Активне відновлення в 3кв20, але короткострокові перспективи хиткі

У 3кв20 с/с реальний ВВП відновив 72% втрат за 1-2кв20 завдяки скасуванню карантинних обмежень

Оперативні оцінки Держстату продемонстрували істотне відновлення ВВП України в 3кв20 – на 8.5% кв/кв с/с після падіння на 9.9% кв/кв с/с у 2кв20. Проте ВВП залишився нижчим на 3.5%, ніж торік, що все-таки набагато краще, ніж падіння на 11.4% р/р у 2кв20. Результати виявилися кращими, ніж очікувалися (консенсусний прогноз Bloomberg: -4.5% р/р; ICU: -5% р/р; НБУ: -6.2% р/р), і відповідали останній оцінці Міністерства економіки (-3.6% р/р).

Графік 31. Реальний ВВП, % р/р

Україна перевершила багато аналогічних країн у 3кв20



Джерело: ОЕСР, Держстат, ICU

Як і в більшості країн світу, головним фактором різкого відновлення ВВП було послаблення карантинних обмежень. Україна перейшла від одних з найжорсткіших обмежень у світі у квітні-травні до досить м'яких умов у 3кв20, що було важливою причиною кращої ситуації з динамікою ВВП у порівнянні з більшістю інших країн. Також як ми наголошували раніше, структура української економіки досить добре підлаштована під поточну кризу через високу питому вагу ІТ та сільського господарства, низьку частку контактних послуг тощо. Умови торгівлі покращилися, макрофінансова стійкість суттєво зміцнилася завдяки проведенню виваженої монетарної та фіскальної політики в попередні роки. Однак під час кризи фіскальні стимули були відносно скромними та зосереджувалися переважно на автоматичних стабілізаторах та витратах на будівництво. Крім того, слабкі показники сільського господарства через пізній збір

врожаю зернових культур внесли значний від'ємний внесок (близько 1.5 в.п.) у динаміку ВВП за 3кв20.

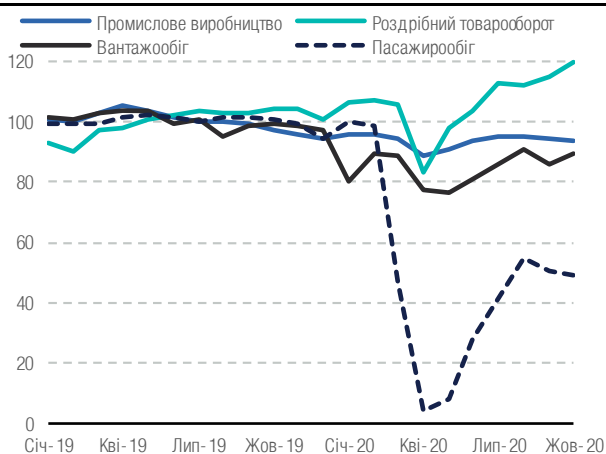
Дані за вересень і жовтень вказують на гальмування відновлення

До того ж відновлення значно пригальмувалося впродовж кварталу. Наприклад, у вересні показники промислового виробництва з урахуванням сезонності були трохи нижчі, ніж у липні, а обсяги перевезень впали в порівнянні із серпнем. Ця тенденція тривала й у жовтні: з урахуванням сезонності випуск у промисловості знизився на 0.5% м/м та на 1.3% порівняно з середнім значенням 3кв20. Унаслідок падіння промислового виробництва поглибилося до 5.0% р/р з 4.6% р/р в середньому в 3кв20. Основний внесок був забезпечений зниженням обсягів виробництва в машинобудуванні та харчової продукції на тлі падіння сільськогосподарського випуску. Натомість високий попит на сировинні матеріали з боку Китаю та низька база порівняння минулого року зумовили суттєве уповільнення темпів падіння в добуванні залізної руди та металургії (до -1.5% р/р та -3.3% р/р відповідно). Обсяги сільськогосподарського виробництва в жовтні залишалися значно нижчими, ніж торік, – на 18.3% р/р, а за 10М20 падіння поглибилося до 14.2% р/р. Насамперед, такий спад зумовлений низьким врожаєм основних с/г культур: зернових, цукрового буряка, соняшника.

На тлі збільшення випадків захворюваності COVID-19 другий місяць поспіль знижувалися показники пасажирського транспорту: у жовтні вони були менше 50% минулорічного рівня. Натомість дещо покращилися показники вантажообігу, що в жовтні були максимальними в цьому році, хоч і на 10% менше, ніж торік. Насамперед це пов'язано зі зростанням обсягів транспортування газу, які теж були максимальні в цьому році, але менші на 20% р/р.

Графік 32. Показники окремих видів діяльності, с/с рівні, 2019=100

Роздрібна торгівля вже повернулася на допандемічну траєкторію ...



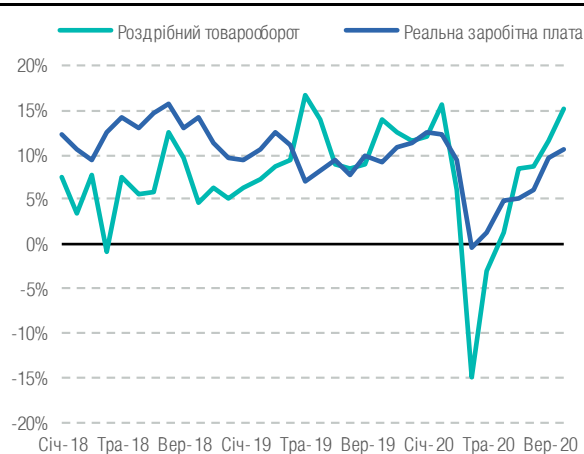
Джерело: Держстат, ICU.

Спалах COVID-19 гальмує подальше зростання в 4кв20 і 1кв21

Схоже, що імпульс від відкриття економіки вже вичерпався, а подальше відновлення вже вимагає набагато більше зусиль. Ця тенденція, можливо, збережеться протягом найближчих місяців або навіть розвернеться у зв'язку з посиленням заходів стримування на тлі стрімкого зростання випадків захворюваності на COVID-19. Однак загалом негативні ефекти від карантину для економіки мають бути досить помірними через пристосування бізнесу та населення до нових умов, фінансовий імпульс наприкінці року та покращення ділових очікувань у зв'язку з новинами про випуск вакцин.

Графік 33. Роздрібна торгівля та реальна заробітна плата, % р/р

слідом за зростанням реальної заробітної плати та інших видів доходів



Джерело: Держстат, ICU.

До того ж приватне споживання продовжує активно зростати, чому сприяє повернення доходів на допандемічну траєкторію, а проекти «Великого будівництва» компенсують слабкість приватних інвестицій, про що свідчать дані будівництва. Крім того, монетарна політика залишається відносно м'якою, і ми очікуємо значного фіскального імпульсу наприкінці року, хоча й нижчого, ніж передбачено Законом про Державний бюджет.

Ми покращуємо наш прогноз щодо зниження ВВП у 2020 р. до -4.8%

Отже, підсумовуючи, ми вважаємо, що зростання ВВП України до попереднього кварталу буде досить хитким та повільнішим у 4кв20 та 1кв21, однак темпи будуть гранично додатними. Загалом у 2020 р. економіка скоротиться на 4.8% (у порівнянні з 5.7% у нашому [вересневому прогнозі](#)). Це призведе до зниження ВВП нижче рівня 2018 р., однак у порівнянні з більшістю інших країн економіка України продемонструє кращу динаміку.

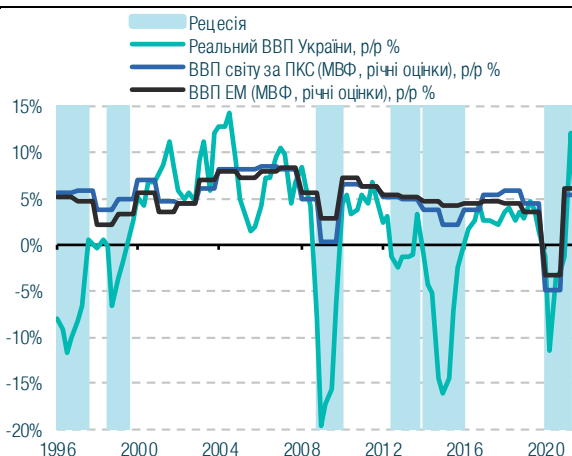
Новини про вакцини підтримують наш оптимістичний погляд на 2021 р.

У 2021 р. вакцинація надасть значний поштовх як через зовнішній попит, так і внутрішню активність

З 2кв21 ми очікуємо різке відновлення вітчизняної економіки, що перш за все стимулюватиметься зовнішнім попитом на тлі покращення ситуації з пандемією через вакцинацію, насамперед у розвинутих країнах. Також сезонний чинник стримуватиме пандемічні ризики всередині країни навесні та влітку, що сприятиме відновленню активності в контактних послугах. Активна вакцинація із середини року дасть змогу уникнути суттєвих карантинних обмежень у 4кв21.

Графік 34. Реальний ВВП світу та України та кризові епізоди

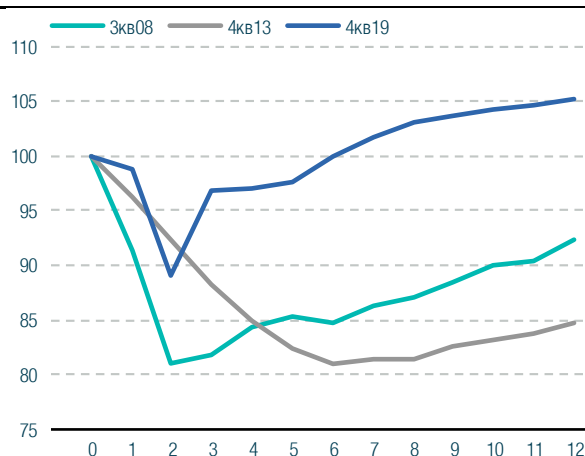
Українська економіка відносно непогано переживає поточну кризу



Джерело: Держстат, МВФ, ICU.

Графік 35. Реальний ВВП, базовий квартал (у легенді) = 100

У 2П21 реальний ВВП повинен перевищити допандемічний рівень



Джерело: Держстат, ICU.

Також, на відміну від інших країн, ми не очікуємо в Україні суттєвої фіскальної консолідації – дефіцит бюджету суттєво не скоротиться порівняно з 2020 р., а з урахуванням зниження від'ємного розриву випуску структурний дефіцит може навіть розширитися. Водночас такий сценарій базуються на припущенні щодо наявності джерел фінансування, зокрема від офіційних кредиторів. Це зі свого боку дозволить утримувати стимулюючі монетарні умови. Крім того, ми закладаємо додатковий ефект від сільського господарства на тлі низької бази порівняння 2020 р. через низькі врожаї зернових, олійних та цукрового буряка. Додатково, незважаючи на певну корекцію цін на імпортовані енергоносії, глобальні умови торгівлі залишатимуться сприятливими так само, як і фінансові умови, враховуючи глобальний апетит інвесторів до ризику та закладене нами в цей сценарій відновлення надходження траншів МВФ у 1П20.

Як і раніше, ми прогнозуємо зростання ВВП в наступному році на 5.6% вище консенсусу

Отже, ми залишаємо наш прогноз швидкого відновлення ВВП в наступному році на 5.6%. З урахуванням нижчих темпів падіння в цьому році це призведе до того, що вже в 2П21 ВВП перевищуватиме допандемічний рівень кінця 2019 р. Така швидкість виходу із кризового стану, на відміну від попередніх епізодів, пов'язана з очікуваним стрімким одужанням світової економіки, зокрема Китаю, що в минулому році став основним торговим партнером України. Також важливу роль відіграють нижчі втрати інвестиційного капіталу, стійкість фінансового сектору та відсутність значних дисбалансів напередодні кризи.

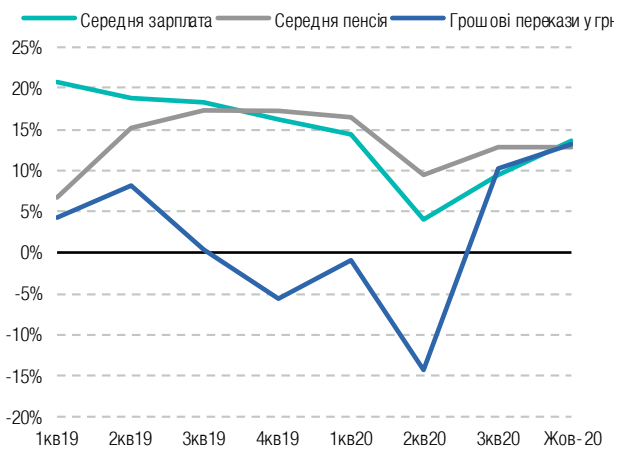
Стійке зростання доходів сприяє вражаючому відновленню споживчого попиту

Ріст споживання випереджає відновлення інвестицій

Приватне споживання швидко відновилося після падіння в 2кв20. У жовтні темпи зростання роздрібною торгівлі прискорилися до вражаючих 15% р/р порівняно з 9.6% р/р в середньому в 3кв20. Таке зростання внутрішньої торгівлі значною мірою пов'язано зі збільшенням доходів населення. Зокрема, темпи зростання реальної зарплати в жовтні прискорилися до 10.6% на тлі підвищення мінімальної заробітної плати та збільшення виплат медикам (середня зарплата в охороні здоров'я була більш ніж у 1.5 раза вища, ніж торік). Приблизно такими ж були останні пару місяців темпи зростання грошових переказів з-за кордону (у гривнях) та середньої пенсії.

Графік 36. Показники доходів домогосподарств

Основні доходи домогосподарств зростають на 10-15% р/р у 2П20



Джерело: Держстат, ICU.

Графік 37. Споживчі настрої

Впевненість споживачів впала через невизначеність у майбутніх доходах



Джерело: GfK Group, Info Sapiens, ICU.

Крім того, через обмеження зарубіжного туризму витрати українців за кордон були набагато меншими, ніж попередні роки. У результаті накопичених фінансових ресурсів було достатньо не тільки для стимулювання роздрібною торгівлі, але й для збільшення фінансових заощаджень, про що свідчить швидке зростання депозитів домогосподарств (див. Розділ «Монетарні умови»).

Таку різницю між показниками виробництва, насамперед у промисловості та сільському господарстві, та споживанням (роздрібна торгівля як проксі) значною мірою можна пояснити сприятливими умовами торгівлі. Адже світові ціни на основні товарні групи (зерно, соняшникова олія, цукор, залізна руда, метали тощо) залишаються на високих рівнях і навіть зростають останні місяці. Водночас ціни на енергоносії залишалися низькими. Тому, навіть незважаючи на падіння обсягів випуску, отримані у результаті додаткові фінансові ресурси переважно витрачався всередині країни, стимулюючи бум внутрішньої торгівлі.

Хоча споживчий попит повинен уповільнитися в найближчі місяці, ми очікуємо, що приватне споживання зросте на 7% у 2021 р., повністю компенсувавши скорочення на 1.5% цього року

Водночас у жовтні індекс споживчих настроїв, що обраховується компанією Ifo Sarpens, після двох місяців корекції вгору знову обвалився – до мінімуму з початку 2019 р. Беручи до уваги поточне та потенційне посилення карантинних обмежень та зростання соціального дистанціювання, ми очікуємо, що споживчий попит суттєво пригальмується в найближчі місяці. Тим часом підвищення мінімальної заробітної плати, державна підтримка приватних підприємців, які страждають від карантинних обмежень, та м'які монетарні умови повинні підживлювати споживання та стримувати його уповільнення. Таким чином, ми зберігаємо наш прогноз зростання приватного споживання в 2021 р. на 7% після падіння всього на 1.5% в цьому році (порівняно з падінням на 4.2% у нашому вересневому прогнозі). Значна частка цього збільшення в приватному споживанні буде задоволена за рахунок імпортованих товарів і закордонних поїздок.

Приватні інвестиції відстають – ми прогнозуємо їх зниження на 22% цього року й лише часткове відновлення в 2021 р.

Приватні інвестиції залишалися дуже низькими з початку пандемії, про що свідчать різке падіння капітальних витрат та обсягів будівництва, за винятком доріг. Як ми підкреслювали раніше, відновлення стримується невизначеністю щодо перспектив пандемії та зростанням витрат на робочу силу. Крім того, інвестиційний клімат погіршують останні події щодо антикорупційної інфраструктури та судової системи загалом, а також невирішене урядом питання боргів перед виробниками альтернативної енергії. За останнім [опитуванням іноземних інвесторів](#), лише 9% з них вважають, що Україна стала більш привабливою для інвестицій. Водночас відновлення економіки, сприятливі умови торгівлі, вільні фінансові умови та позитивні новини щодо вакцини повинні покращити ділові настрої. У результаті ми, як і раніше, очікуємо, що валове нагромадження основного капіталу збільшиться на 20% в наступному році після падіння приблизно на 22% в цьому році.

Інфляція: Повернення до цільового діапазону

- Інфляція, імовірно, увійде в цільовий діапазон у грудні 2020 р.
- Як загальний, так і базовий ІСЦ будуть коливатися близько 6% протягом більшої частини 2021 р.
- Зимовий карантин, затримка наступного етапу підвищення мінімальної зарплати, стійкий обмінний курс та виважена монетарна політика повинні стримати більш значне прискорення інфляції

Ефекти пандемії та значна пропозиція продовольчих товарів зумовлюють низьку інфляцію в 2020 р.

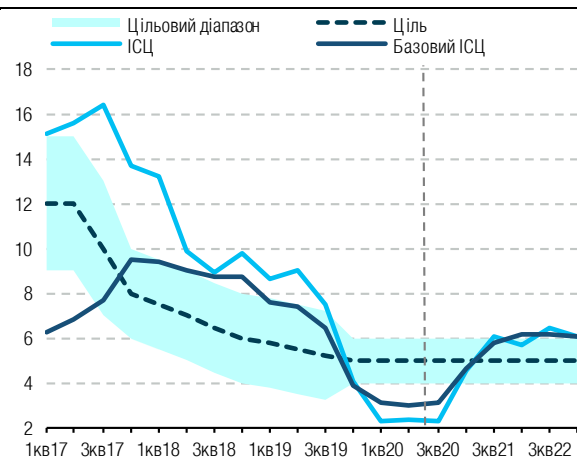
Як і очікувалось, інфляція почала прискорюватися

Споживча інфляція прискорилася за останні два місяці до 3.8% р/р для загального ІСЦ та до 3.9% р/р для базового ІСЦ у листопаді. Це в основному відображало вплив низької статистичної бази попереднього року, у той час як інфляційний тиск залишався помірним і навіть нижчим порівняно з нашим попереднім прогнозом. Обидва показники з початку року перебувають нижче цільового діапазону НБУ 5% +/- 1 в.п. Ми очікуємо, що інфляція буде продовжувати зростати та в грудні як загальний ІСЦ, так і базовий ІСЦ, імовірно, трохи перевищать нижню межу цільового діапазону НБУ 4%.

Є кілька причин, чому цього року інфляція залишалася слабкою, а НБУ зіштовхнувся з незвичним для себе завданням – стимулюванням підвищення цін. Як ми стверджували вже досить тривалий час, незважаючи на всі монетарні та фіскальні стимули, вплив пандемії на інфляцію виявився сильно антиінфляційним як у всьому світі, так і в Україні (див. нашу аналітику [ТУТ](#)). В Україні про це свідчить падіння або незначне зростання цін на одяг та взуття (-6.1% р/р у листопаді), відпочинок та культуру (-1.1% р/р), предмети домашнього вжитку та побутову техніку (+0.5% р/р). На додаток, на відміну від інших країн, де продовольча інфляція була відносно високою через нееластичний попит, в Україні зростання цін на продовольчі товари було напрочуд слабким в основному через значну пропозицію овочів та інших продуктів харчування.

Графік 38. Загальний та базовий ІСЦ, % р/р

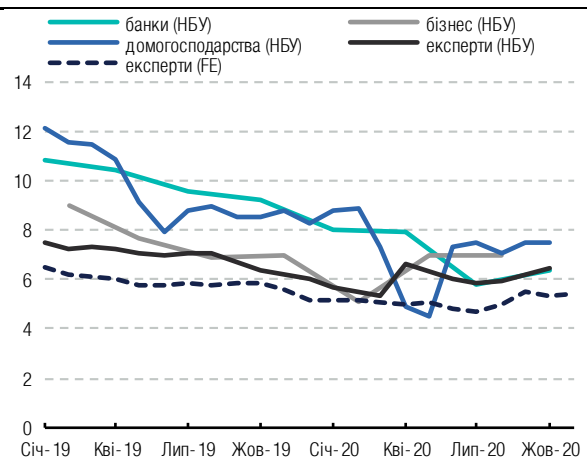
Інфляція повернеться до цільового діапазону в грудні та далі буде близькою до верхньої межі протягом 2021 р.



Джерело: НБУ, Держстат, ICU.

Графік 39. Інфляційні очікування, % р/р

Результати опитувань НБУ щодо інфляційних очікувань на 12 місяців вперед та Focus Economics щодо прогнозів інфляції на кінець 2021 р.



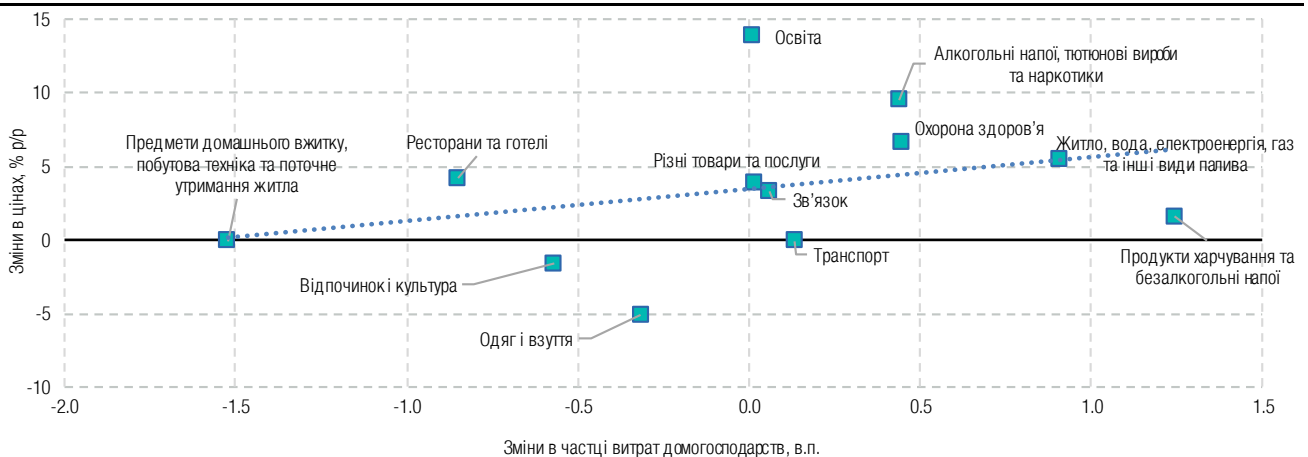
Джерело: НБУ, Focus Economics, ICU

Офіційні дані ІСЦ недооцінюють «справжню» інфляцію через зміни в структурі витрат

Виділяється ще одна цікава причина низької інфляції, що пов'язана із проблемами вимірювання в періоди, коли споживачі різко змінюють структуру своїх витрат. Оскільки ваги ІСЦ не оновлюються відповідним чином, офіційні цифри ІСЦ недооцінюють фактичні зміни вартості життя. Наприклад, домогосподарства різко знизили свої витрати на одяг та взуття під час пандемії, але падіння цін було враховано при розрахунку ІСЦ на основі розподілу видатків домогосподарств у 2018 році. Ми спробували приблизно оцінити відповідний ефект, порівнявши структуру витрат у 1П19 та 1П20 (за даними СНР) та відповідно коригуючи ваги, що використовуються для розрахунків ІСЦ. Наші результати показують, що справжня інфляція повинна бути вище офіційного показника ІСЦ приблизно на 0.14 в.п., що трохи нижче порівняно із середніми оцінками 0.23-0.32 в.п., які отримав [Reinsdorf \(2020\)](#) для 83 країн. Нижчий показник для України можна пояснити незвично низькою продовольчою інфляцією, тоді як у 69 з 83 країн у [Reinsdorf \(2020\)](#) ціни на продукти харчування зростали швидше, ніж загальний ІСЦ. Крім того, ми спиралися на дуже агреговані дані, тоді як використання більш дезагерованих показників може призвести до ще більшої розбіжності між «справжнім» та офіційним ІСЦ.

Графік 40. Зміни компонент ІСЦ у жовтні 2020 р. (% р/р) та зміни частки витрат домогосподарств у 1П20 (в.п. р/р)

Активніше зросли ціни на товари й послуги, які домогосподарства стали споживати більше



Джерело: Держстат, ІСУ

Інфляція буде близькою до верхньої межі цільового діапазону впродовж 2021 р.

У 2021 р. загальний і базовий ІСЦ зростатимуть із річним темпом близько 6%

Інфляція, найімовірніше, буде продовжувати зростати в найближчі місяці, і ми очікуємо, що вона буде коливатися близько 6% верхньої межі цільового діапазону протягом більшої частини 2021 р. У це прискорення інфляції ми закладаємо не тільки затухаючі ефекти низької м/м інфляції на початку 2020 р, але й швидке відновлення реальної заробітної плати й роздрібною торгівлі, підвищення мінімальної заробітної плати на 20% у січні, зростання світових цін на сировинні товари, зокрема ціни на продукти харчування, триваюче зростання цін на енергоносії та їх перенесення на внутрішні ціни на паливо, газ і комунальні послуги.

Водночас є кілька факторів, через які наш поточний прогноз інфляції на 2021 році трохи нижчий у порівнянні з вересневим, коли ми очікували, що інфляція перевищить цільовий діапазон НБУ. По-перше, більш суворі карантинні заходи в 4кв20 та 1кв20

стримуватимуть зростання цін, особливо для контактних послуг, одягу та взуття. По-друге, ми покращили наші оцінки щодо курсу гривні з урахуванням більш м'яких фінансових умов для країн, що розвиваються, та сприятливіших умов торгівлі. По-третє, недоотримання офіційного фінансування та обмежена можливість запозичення коштів на внутрішньому ринку утримує уряд від значних фіскальних витрат наприкінці року принаймні порівняно із сумами, передбаченими Законом про державний бюджет. По-четверте, уряд відклав з липня на грудень 2021 р. наступний етап підвищення мінімальної заробітної плати до 6.5 тис грн. І нарешті, ми відзначаємо виважену монетарну політику НБУ та нижчу ймовірність суттєвого монетарного послаблення в наступному році. Останній факт також підтверджується відносно заякореними інфляційними прогнозами та очікуваннями різних груп економічних агентів.

Зовнішня позиція: залишиться стійкою

- Ми підтверджуємо наші попередні очікування щодо значного профіциту поточного рахунку в 2020 р. на рівні 4.3% ВВП завдяки сприятливим умовам торгівлі та слабкому внутрішньому попиту на імпорт
- У 2021 р. поточний рахунок повернеться до помірному дефіциту – 1.2% ВВП, так як відновлення експорту лише частково компенсує значне зростання імпорту
- За фінансовим рахунком відбудеться повернення до чистого припливу капіталу, насамперед завдяки відновленню державних запозичень, ПІІ та зменшенню втечі капіталу
- Резерви зростуть до \$31 млрд і перевищать 100% за композитною метрикою адекватності резервів від МВФ у 2021 р.
- Курс гривні наразі перевершує очікування та, імовірно, посилиться до 27-27.5 грн/дол в середині 2021 р. та закінчить рік у діапазоні 27.5-28 грн/дол

Прогноз поточного рахунку залишається позитивним

Україна не тільки збереже великий профіцит поточного рахунку в 2020 р., але й, імовірно, закінчить 2021 р. з відносно малим дефіцитом. Високі ціни на метали та сільськогосподарські товари, стабільні грошові перекази заробітчан та відносно помірне відновлення імпорту мають підтримати поточний рахунок.

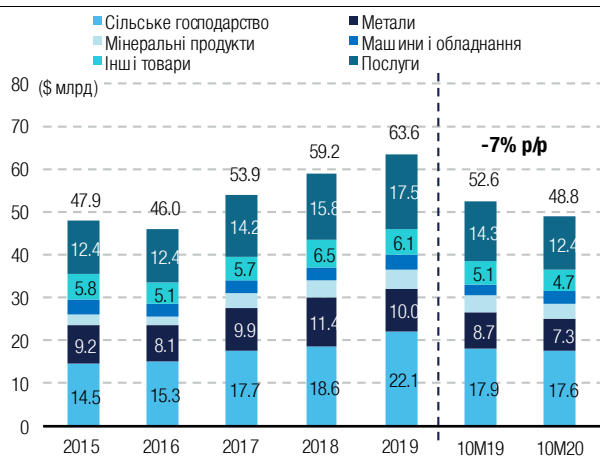
Сприятливі умови зовнішньої торгівлі, стійкі приватні грошові перекази та слабкий внутрішній попит посприяють збільшенню профіциту поточного рахунку до 4.3% від ВВП у 2020 р.

Ми очікуємо, що профіцит поточного рахунку збільшиться до \$6.4 млрд або 4.3% ВВП у 2020 р. завдяки високим цінам на зерно та залізну руду, низьким цінам на нафту та природний газ, стійким грошовим переказам заробітчан та слабкому внутрішньому попиту. До того ж карантин вихідного дня та стрімке зростання захворюваності на COVID-19 посилюють ризики додаткового падіння імпорту та ще більшого профіциту.

За 10M20 профіцит поточного рахунку становив \$5.1 млрд порівняно з дефіцитом \$6.2 млрд за 10M19, тоді як дефіцит торгового балансу був на рівні \$1 млрд проти \$10 млрд за аналогічний період минулого року. Експорт знизився на 7.3% р/р на тлі нижчих обсягів і цін на сталь, а також падіння експорту транспортних послуг і подорожей. Тим часом експорт ІТ послуг зріс на 21% р/р та збільшився до 8.3% від загального експорту товарів і послуг.

Графік 41. Експорт товарів і послуг з України (\$ млрд)

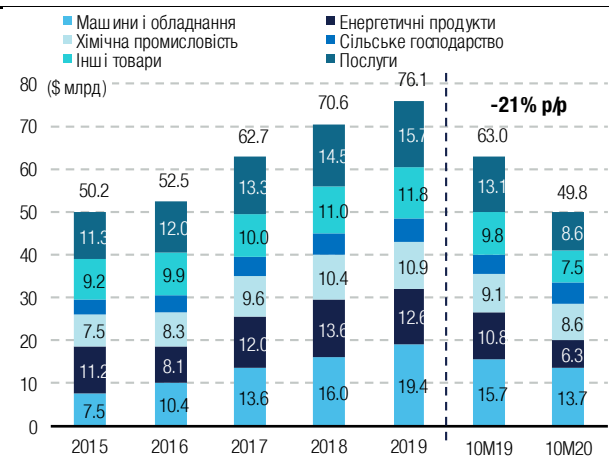
За 10M20 експорт скоротився на 7.3% р/р до \$49 млрд. Головні чинники: сталь (-16% р/р), подорожі (-79% р/р), транзит газу (-21% р/р), інший транспорт (-23% р/р)



Джерело: НБУ, ICU

Графік 42. Імпорт товарів і послуг в Україну (\$ млрд)

Енергоресурси (-41% р/р), машини й обладнання (-13% р/р) та подорожі (-49% р/р) найбільше посприяли падінню імпорту на 21% р/р за 10M20



Джерело: НБУ, ICU

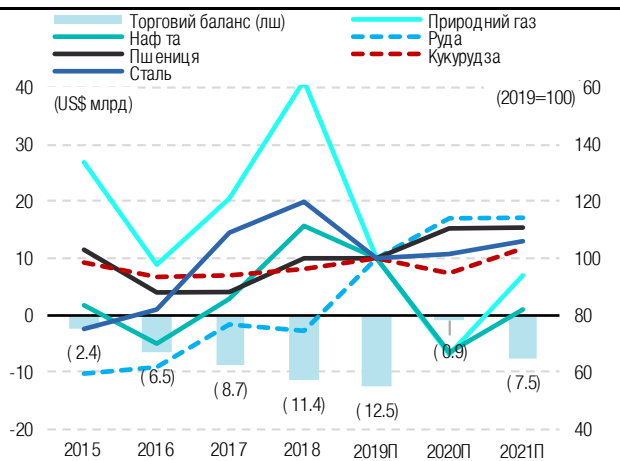
Падіння імпорту за 10М20 було набагато різкішим – на 21% р/р. Зниження витрат на енергоносії, машини та обладнання та туристичні послуги зробили найбільший внесок у зменшення імпорту. Крім того, виплати інвестиційного доходу впали на \$3 млрд через слабкі фінансові результати українських компаній з іноземним капіталом. Тим часом приватні грошові перекази залишались напрочуд стабільними: вони зменшилися лише на 2.3% р/р.

У 2021 р. торговий дефіцит розшириться на тлі відновлення попиту на імпорт та росту цін на енергоносії, тоді як зростання експорту буде помірним

Ми очікуємо, що профіцит поточного рахунку в 2020 р. перетвориться в незначний дефіцит у 2021 р. Ключовим фактором буде розширення торгового дефіциту, оскільки відновлення мобільності, усунення більшості логістичних перешкод та відкладений внутрішній споживчий та інвестиційний попит призведуть до росту імпорту на 17%. Зростання експорту буде помірним – на 6% р/р. Поганий урожай сезону 2020/21 рр., хитке відновлення цін на сталь в Чорноморському регіоні та Європі та зниження цін на залізну руду будуть ключовими перешкодами для зростання експорту. Однак цього зростання разом з помірним відновленням приватних грошових переказів на 4% буде достатньо, щоб залишити дефіцит поточного рахунку на низькому рівні 1.2% ВВП у 2021 р. До того ж існує високий ризик більш значного розширення дефіциту поточного рахунку на тлі відкладеного попиту на імпортовані товари та послуги, зокрема закордонні подорожі, а також через швидше за очікуване зростання цін на енергоносії. Ці два чинники можуть прискорити розширення торгового дефіциту в 2021 р.

Графік 43. Торговий баланс та ціни на сировину (2019=100)

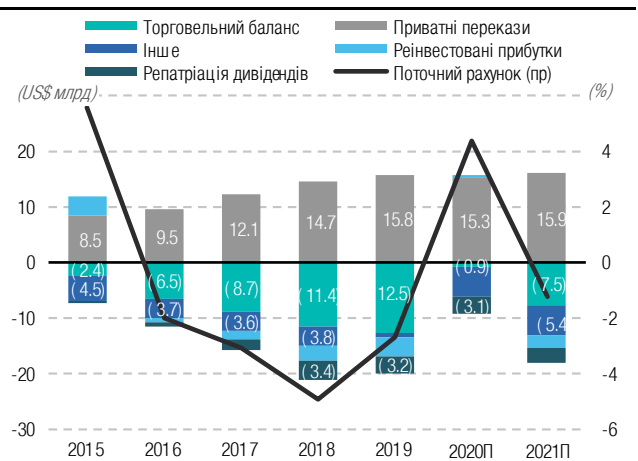
Вищі ціни на залізну руду та падіння цін на нафту та природний газ посприяли зниженню торгового дефіциту в 2020 р.



Джерело: Bloomberg, НБУ, ICU

Графік 44. Поточний рахунок України (\$ млрд, % від ВВП)

Поточний рахунок буде з незначним дефіцитом на рівні 1.2% ВВП у 2021 р. через зростання торгового дефіциту в три рази



Джерело: НБУ, ICU

Відновлення припливу капіталу

Відплив капіталу у валютні активи, включаючи валютну готівку на руках, продовжується

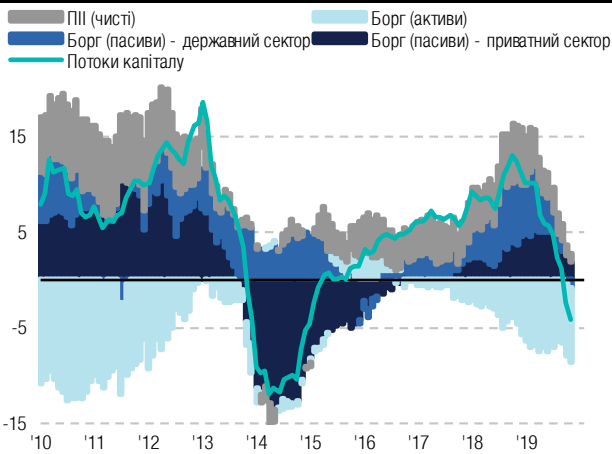
Цього року, як і в більшості інших країн, за фінансовим рахунком України спостерігався відплив капіталу. За 10М20 він сягнув \$5.9 млрд проти \$8.3 млрд чистого припливу за 10М19. Як і в 2019 році, втеча капіталу в іноземні активи, включаючи конвертацію гривні у валютну готівку населенням, залишалася значною і досягла \$10 млрд за 10М20. Тим часом, на відміну від попередніх років, залучення зовнішнього боргового та інвестиційного капіталу практично не відбувалося. За 10М20 приплив ПІІ та приватного боргу був майже нульовим, а уряд виплатив за боргами на \$1.7 млрд більше, ніж позичив.

Повернення припливу ПІІ та зупинка накопичення валютних активів відкладаються до 2021 р.

Ми очікуємо, що на тлі позитивних новин про вакцини та перемоги Джо Байдена на президентських виборах у США апетит іноземних інвесторів до активів країн, що розвиваються, різко покращиться. Найбільші вигоди від цього в умовах високих потреб у фінансуванні має отримати уряд, що за нашими оцінками зможе запозичити на чистій основі понад \$3 млрд у 2021 р., використовуючи як офіційні джерела, так і ринкове фінансування. Через постпандемічну невизначеність ми очікуємо, що приватний сектор поводитиметься більш обережно, а приплив інвестицій та боргового капіталу буде досить помірним та меншим, ніж до пандемії.

Графік 45. Потоки капіталу (\$ млрд, останні 12 місяців)

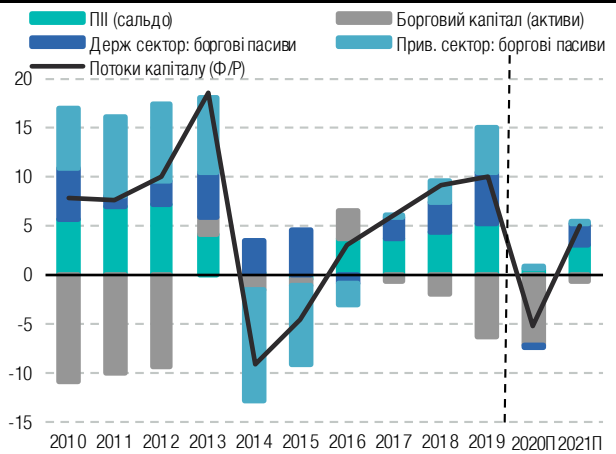
У 2020 р. придбання зовнішнього боргу та інвестиційного капіталу майже зникло, тоді як відплив капіталу у валютні активи залишався значним



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 46. Потоки капіталу (\$ млрд)

Чистий приплив капіталу відновиться в 2021 р. завдяки поверненню ПІІ та офіційних запозичень на тлі зменшення відпливу капіталу

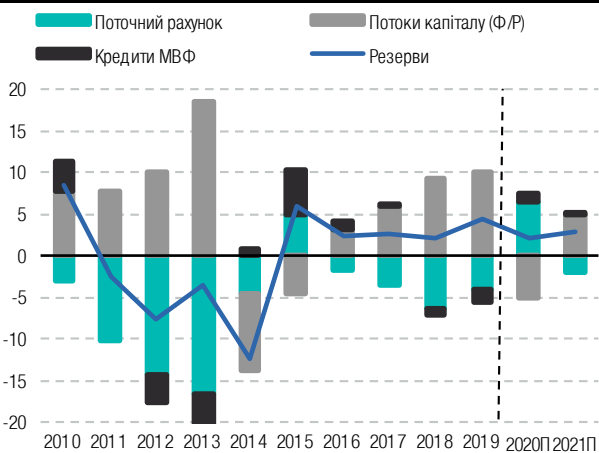


Джерело: НБУ, ICU.

Як і раніше, ми прогнозуємо різке сповільнення приросту іноземних активів, оскільки накопичені суми будуть активно витрачатися, на неофіційний імпорт та іноземний туризм. Унаслідок чистий приплив капіталу знову стане додатним і складе \$5.6 млрд.

Графік 47. Зміна золотовалютних резервів (\$ млрд)

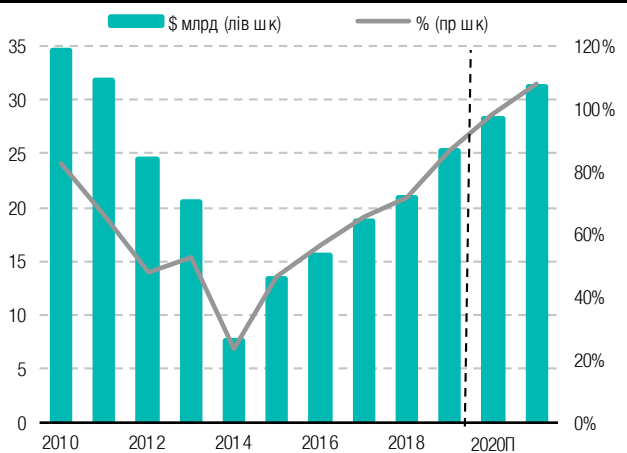
Темпи накопичення резервів напрощуд стабільні з 2015 р.



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 48. Резерви (\$ млрд) та метрика АРА від МВФ (%)

У 2021 р. резерви мають перевищити 100% за метрикою АРА від МВФ



Джерело: НБУ, ICU.

У 2021 р. резерви перевищать 100% за композитною метрикою адекватності від МВФ

Завдяки стійкості зовнішнього балансу України до наслідків пандемії цього року профіцит поточного рахунку лише гранично перевищить вплив капіталу, порівняно з профіцитом платіжного балансу в середньому близько \$3 млрд у 2016-19 рр. У 2021 р. ми очікуємо повернення платіжного балансу до профіциту на рівні \$3 млрд на тлі відновлення припливу капіталу. Враховуючи надходження від МВФ, також прогнозуємо подальше зростання міжнародних резервів до \$31 млрд. Унаслідок уперше з часів кризи 2008-09 рр. резерви повинні перевищити 100% за композитною метрикою адекватності резервів від МВФ.

Гривня: сильна підтримка від зовнішніх рахунків

Наразі гривня перевершує очікування та, імовірно, до кінця 2020 р. буде в межах 28.0–28.5 грн/дол, оскільки попит на імпорт та закордонні подорожі залишаються низькими на тлі обмежень, пов'язаних з COVID-19. Після волатильного періоду влітку у серпні-жовтні девальваційні очікування стабілізувались, зокрема, через те, що представники влади стали обережнішими в публічних коментарях щодо валютних пріоритетів.

Курс гривні, імовірно, посилиться до 27-27.5 грн/дол в середині 2021 р. та закінчить рік у діапазоні 27.5-28 грн/дол

У короткостроковій перспективі ми бачимо ризики для посилення гривні, адже зростаюча кількість заражень COVID-19 може негативно вплинути на відновлення попиту та призвести до жорсткіших обмежень на подорожі. Водночас, ризики для послаблення гривні теж високі, через зростання бюджетних платежів та високі девальваційні очікування.

Вища активність експортерів та збільшення припливу зовнішнього капіталу на тлі поліпшення внутрішніх настроїв мають посприяти помірному посиленню гривні в 1П21. Однак, у 2П21 курсовий тиск має розвернутися в бік послаблення через розширення дефіциту поточного рахунку. У підсумку, Отже, ми очікуємо курс гривні в діапазоні 27.5–28 грн/дол на кінець 2021 р.

Графік 49. Прогноз курсу гривні, грн/дол

Гривня послабиться до 28–28.5 грн/дол на кінець 2020 р. та буде коливатися в діапазоні 27–28 грн/дол більшу частину 2021 р.



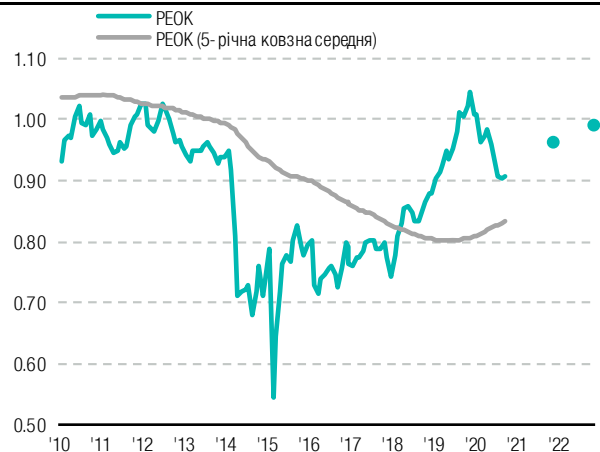
Джерело: НБУ, Bloomberg, Refinitiv, ICU.

РЕОК гривні має посилитися в середньостроковій перспективі

До того ж, незважаючи на все ще значні девальваційні очікування, ми бачимо середньострокові ризики до посилення гривні, оскільки вона виглядає недооціненою в реальному вимірі. За 10М20 реальний ефективний обмінний курс гривні знизився на 13% після зростання на 35% у 2018-19 рр, усе ще залишаючись на 9% вище середнього показника за останні 5 років. Однак, за оцінками МВФ щодо паритету купівельної

Графік 50. Реальний ефективний обмінний курс гривні (Грудень 1999 = 1)

Після значного послаблення у цьому році, РЕОК гривні має посилитися у середньостроковій перспективі

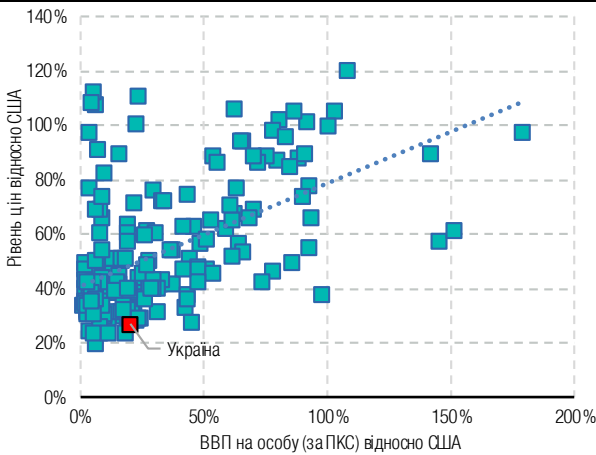


Джерело: НБУ, ICU.

спроможності, ціни в Україні становлять лише 27% від рівня в США. Навіть з урахуванням співвідношення рівня продуктивності праці (ВВП на одну особу в США в п'ять разів вищий, ніж в Україні) українська валюта має значний потенціал для реального посилення. Навіть консервативні прогнози МВФ передбачають поступове зменшення цих розривів у рівнях цін та продуктивності між Україною та США.

Графік 51. Рівень цін та ВВП на душу населення порівняно із США

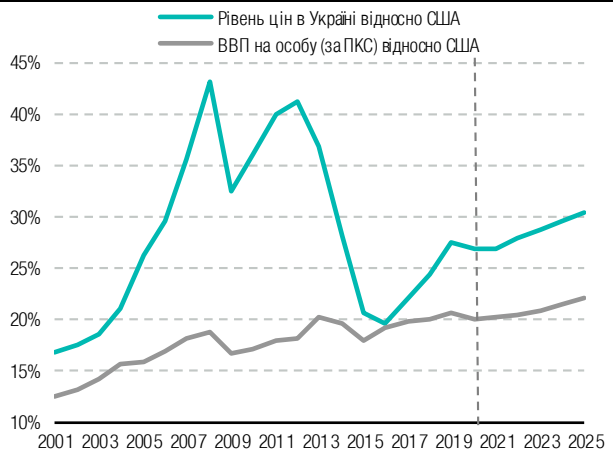
Гривня виглядає дуже недооціненою навіть з урахуванням різниці в продуктивності



Джерело: IMF WEO (Жовтень 2020), ICU.

Графік 52. Рівень цін та продуктивність: Україна та США

МВФ прогнозує поступове зменшення різниці в рівнях цін та продуктивності між Україною та США



Джерело: IMF WEO (Жовтень 2020), ICU

Крім того, фундаментальні показники вказують на можливе зміцнення реального курсу гривні в середньостроковій перспективі. По-перше, головними аргументами є стійка зовнішня позиція, що демонструє профіцит поточного рахунку цього року (і все ще низький дефіцит у 2021 р.) та зростання міжнародних резервів за останні п'ять років. По-друге, метрики державних фінансів кращі, ніж у більшості порівнюваних країн. І останнє, але не менш важливе, – покращення настроїв інвесторів щодо країн, що розвиваються, також є основою для реального зміцнення гривні.

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	(4.8)	5.6
Номинальний ВВП (млрд грн)	1 079	1 300	1 405	1 465	1 587	1 989	2 385	2 984	3 561	3 975	3 976	4 535
Номинальний ВВП (млрд дол)	136	163	174	180	133	90	93	112	131	155	147	165
Безробіття (%)	8.2	8.0	7.6	7.3	9.3	9.1	9.3	9.5	8.8	8.2	10.0	9.5
Інфляція												
Індекс споживчих цін (% р/р, к.п.)	9.1	4.6	(0.2)	0.5	24.9	43.3	12.4	13.7	9.8	4.1	4.5	6.0
Індекс споживчих цін (% р/р, сер.)	9.4	8.0	0.6	(0.3)	12.1	48.7	13.9	14.4	10.9	7.9	2.7	6.0
Дефлятор ВВП (% р/р)	13.5	14.2	7.8	4.3	15.9	38.9	17.1	22.1	15.4	8.1	5.1	8.0
Обмінні курси												
Гривня/Долар США (к.п.)	7.94	8.04	8.05	8.24	15.82	24.03	27.30	28.10	27.72	23.81	28.50	28.00
Гривня/Долар США (сер.)	7.95	7.98	8.08	8.15	12.01	21.95	25.55	26.61	27.19	25.80	27.02	27.52
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)	(4.1)	6.4	(2.0)
Баланс поточного рахунку (% ВВП)	(2.2)	(6.3)	(8.3)	(9.2)	(3.5)	5.6	(2.0)	(3.1)	(4.9)	(2.7)	4.3	(1.2)
Торгівельний баланс (млрд дол)	(2.7)	1.7	0.8	0.5	(0.7)	(0.6)	(0.4)	(1.0)	0.1	(12.5)	(0.9)	(7.5)
Торгівельний баланс (% ВВП)	(2.0)	1.0	0.4	0.3	(0.6)	(0.7)	(0.5)	(0.9)	0.1	(8.1)	(0.6)	(4.6)
Експорт (млрд дол)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	0.6	(0.3)	0.3	(0.2)	0.0	(0.0)	63.6	60.0	63.9
Імпорт (млрд дол)	11.2	9.1	10.3	12.3	(8.0)	(3.5)	(3.0)	2.5	5.2	76.1	60.9	71.4
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	10.1	(5.2)	4.9
ПП (млрд дол)	5.8	7.0	7.2	4.1	0.3	(0.4)	3.8	3.7	4.5	5.2	0.6	3.0
ПП (% ВВП)	4.2	4.3	4.1	2.3	0.2	(0.5)	4.1	3.3	3.4	3.4	0.4	1.9
Міжнародні резерви (млрд дол)	34.6	31.8	24.5	20.4	7.5	13.3	15.5	18.8	20.8	25.3	28.2	31.1
Міжнародні резерви (% композитної міри МВФ)	82	67	48	52	24	46	56	65	72	86.7	98.0	107.9
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)	(5.0)	(4.5)
Державний борг (% ВВП)	40.1	36.4	36.7	39.9	69.4	79.0	80.9	71.8	60.9	50.6	62.7	56.9
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	11 597	13 838
Реальна зарплата (% р/р)	7.6	8.8	14.3	8.2	(5.2)	(18.5)	7.8	19.7	12.6	9.9	7.6	13.0

Джерело: Держстат, НБУ, Мінфін, ICU.

Квартальні прогнози на 2020–21 рр.

	Історичні дані								Прогноз ІСУ							
	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)	(3.5)	(3.0)	(1.3)	12.2	5.0	6.3
Номінальний ВВП (млрд грн)	706	810	995	1 050	815	933	1 112	1 115	846	868	1 127	1 136	901	1 051	1 278	1 304
Номінальний ВВП (млрд дол)	26	31	36	38	30	35	44	46	34	32	41	40	32	39	47	47
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	2.3	4.5	6.1	5.7	6.4	6.0
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	2.4	3.6	5.7	5.9	5.9	6.3
Дефлятор ВВП (% р/р)	15.1	17.4	16.0	13.5	12.2	9.9	7.6	4.7	5.1	5.0	5.0	5.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Обмінні курси																
Гривня/Долар США (сер.)	27.28	26.18	27.37	27.92	27.31	26.52	25.21	24.22	25.10	26.87	27.57	28.46	28.17	27.25	27.08	27.58
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	27.59	28.50	27.50	27.00	27.50	28.00
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	6.00	6.00	6.50	7.00

Джерело: Держстат, НБУ, ІСУ.



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

WEB www.icu.ua



АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

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

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

Дмитро Дяченко
молодший аналітик
dmitriy.dyachenko@icu.ua

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

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

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