

# Макроекономічний огляд

## Блукаючи лабіринтами війни

СЕРЕДА, 14 ВЕРЕСНЯ 2022

Українська економіка зазнала величезних збитків у перші місяці повномасштабної російської війни. Економіка продовжує працювати, проте в наступні кілька років зіткнеться зі значними труднощами. Втрата матеріальних активів та людського капіталу в поєднанні зі складною безпековою ситуацією означає, що відновлення ВВП буде дуже повільним. Інфляція очікувано прискорилася, проте не вийшла з-під контролю. Наразі переважає очікування, що вона почне уповільнюватися з початку 2023 року. Зовнішні дисбаланси залишаються дуже великими, оскільки економіка втратила частину експортного потенціалу, а відтік капіталу зберігається в значних обсягах. Однокрокова девальвація гривні наприкінці липня мала швидкий позитивний ефект для валютного ринку, проте до кінця 2023 року може знадобитися ще кілька раундів девальвації, щоб знизити надлишковий попит на іноземну валюту. Українська економіка залишатиметься критично залежною від міжнародної фінансової допомоги протягом наступних років. Іноземні гранти й кредити будуть необхідні для фінансування видатків бюджету та поповнення резервів НБУ. Зовнішнє фінансування сягне близько \$30 млрд у 2022 році, проте його притік, імовірно, знизиться наступного року. За нашими оцінками, економіка потребуватиме не менше \$20 млрд у 2023 році, щоб працювати без значних шоків. Суттєва частина такого фінансування, ймовірно, буде надана МВФ. Для цілей нашого аналізу та прогнозу ми припускаємо, що ситуація на фронті не зміниться суттєво до кінця 2023 року.

### Тренд ВВП матиме L-подібну форму у 2022-23 роках

У середньостроковій перспективі динаміка реального ВВП матиме L-подібну форму. ВВП катастрофічно впав більш як на 45% у березні та квітні через повномасштабне російське вторгнення. Війна призвела до практично повної зупинки економіки на 40% території України. Після того як російську армію відтіснили з північних областей, економіка почала поступово відновлюватися. За нашими оцінками наразі показники падіння ВВП дещо покращилися: падіння виробництва становить 30-35% у річному вимірі. Проте потенціал подальшого відновлення обмежений. ВВП буде зростати маленькими кроками завдяки кільком чинникам:

- покращенню логістики завдяки поновленню транспортування та налагодженню постачання палива, хоча й за значно вищою вартістю;
- поверненню біженців в Україну. Зворотна міграція навряд чи буде масовою, проте все ж дозволить частково відновити робочу силу у ключових секторах;

### Ключові макроекономічні прогнози

	2022П	2023F
Реальний ВВП (% р/р)	(32)	4
Номинальний ВВП (млрд дол)	146	129
Індекс споживчих цін (% р/р, к.п.)	30	24
Гривня / Долар США (к.п.)	40	45
Баланс поточного рахунку (% ВВП)	4	0
Міжнародні резерви (млрд дол)	23	19
Баланс бюджету (% ВВП)	(21)	(15)
Державний борг (% ВВП)	86	99

Source: ICU

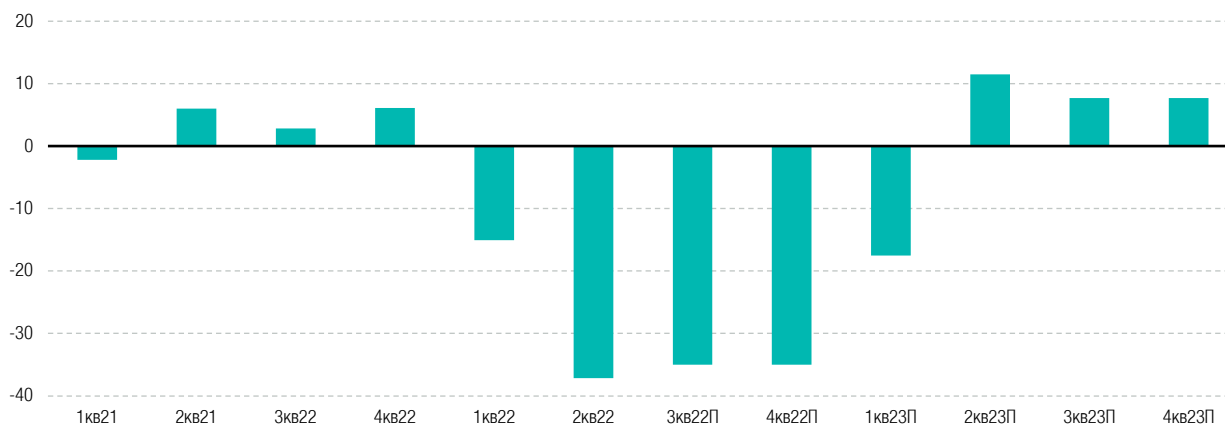
**До кінця 2023 року ВВП відновлюватиметься маленькими кроками**

- меншій невизначеності у макроекономічних показниках. Вони все ще переважно не оптимістичні, проте наразі вже можна робити прогнози та планувати роботу бізнесу із урахуванням прийнятного рівня невизначеності.

Бізнес на підконтрольних українському уряду територіях буде поступово нарощувати використання наявних виробничих потужностей, проте будь-які інвестиції в розширення виробництва наразі не є базовим сценарієм. Капітальні інвестиції, імовірно, знизилися на 80-85% і навряд чи суттєво відновляться, доки не стануть зрозумілими перспективи завершення війни. Компанії будуть здійснювати лише капітальні витрати, спрямовані на підтримання наявних виробничих потужностей у робочому стані.

Розблокування морських портів може стати поштовхом для відновлення економіки, проте реалістично не варто очікувати, що росія дасть змогу експортувати будь-що, окрім зернових та олійних культур. Інші ключові для українського експорту товари, як то залізна руда, метали, продукція хімічної промисловості, й надалі мають експортуватися через західні кордони залізницею, пропускна здатність якої обмежена.

**Графік 1. Зміна реального квартального ВВП, р/р, %**



Джерело: Укрстат, ICU.

Загалом ми очікуємо, що реальний ВВП впаде на 32% в поточному році і зросте на 4% наступного року, якщо ситуація на фронті не зміниться докорінно.

**Попереду тривалий період високої інфляції**

**Інфляція уповільниться з 30% у 2022 році до 24% наприкінці 2023 року**

Інфляція прискорилося до 23.8% р/р у серпні з 10% наприкінці 2021 року. Внутрішній споживчий попит залишається пригніченим через падіння реальних доходів населення, тож наразі ключові чинники інфляції пов'язані із факторами пропозиції.

НБУ та уряд вдаються до заходів, які дадуть можливість уникнути одночасного впливу всіх проінфляційних факторів, щоб інфляція не вийшла з-під контролю. Наразі їхня політика полягає у вирівнюванні кривої інфляції. Перевага надається сценарію з довшим періодом високої інфляції, ніж коротшому періоду вкрай високої інфляції. Це видається раціональною політикою, що до певної міри дає змогу утримувати інфляційні очікування контрольованими. На сьогодні обумовлюють прискорення інфляції такі ключові фактори:

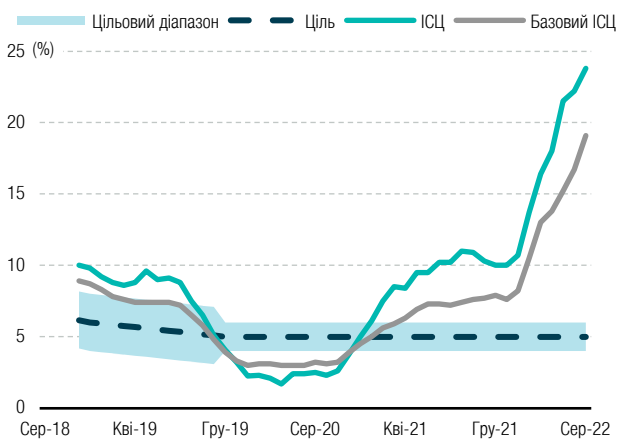
- проблеми із логістикою, що ускладнювали вчасні поставки товарів та послуг у перші місяці повномасштабної війни. Логістичні проблеми значно пом'якшилися в останні місяці, їхній негативний вплив знижується, проте ще не зник;

- зростання вартості енергоносіїв. Ціна пального в серпні була вищою на 68% р/р, що підвищує вартість доставки товарів. Проте наразі хороша новина в тому, що ціни на пальне вже пройшли свій пік. Водночас зростання вартості газу та електроенергії усе ще не перекладається на кінцевого споживача. Уряд зобов'язався не змінювати тарифи для домогосподарств до завершення наступного опалювального сезону, тому вищі тарифи не прискорять інфляцію в наступні 12 місяців. Це один зі способів вирівняти інфляційний тренд.

- девальвація гривні, яка, ймовірно, продовжуватиметься в наступні 12-18 місяців. Однокрокове послаблення курсу гривні до долара США наприкінці липня матиме обмежений вплив на інфляцію, оскільки таке послаблення гривні вже значною мірою було закладено в споживчі ціни. Найбільш імовірно, вона призведе до зниження маржі імпортерів. Проте девальваційний тиск залишатиметься, тому Національному банку, ймовірно, доведеться послаблювати гривню й надалі. Здійснюючи це в кілька етапів, НБУ також намагається вирівняти інфляційну криву та тримати курсові очікування контрольованими.

Ключові фактори, що стримують зростання цін – це падіння внутрішнього попиту та значна пропозиція зернових та олійних на внутрішньому ринку, оскільки їхній експорт ускладнено.

Графік 2. ІСЦ, базовий ІСЦ та інфляційні цілі, р/р, %



Джерело: НБУ, ІСУ.

**Плани НБУ утримувати облікову ставку на рівні 25% викликають довіру**

Ми прогнозуємо, що споживчі ціни зростуть на 30% у 2022 році, але інфляція почне уповільнюватися від початку наступного року. Ми очікуємо зростання цін на 24% наступного року, оскільки вважаємо, що негативний вплив високих цін на енергоносії (які частково будуть перенесені на кінцевого споживача до кінця наступного року) та послаблення гривні матимуть значний та тривалий вплив на собівартість продукції та в підсумку - на споживчі ціни.

В умовах високої інфляції та тиску на обмінний курс наміри НБУ утримувати облікову ставку на рівні 25% щонайменше до кінця 2кв 2024 року видаються такими, що викликають довіру. Більш раннє зниження ставки створило б додаткові ризики для макроекономічної стабільності, а її подальше підвищення навряд чи було б виправданим, оскільки інфляційний тренд на сьогодні загалом узгоджується із прогнозом НБУ.

### Значний тиск на валютному ринку збережеться у 2023 році

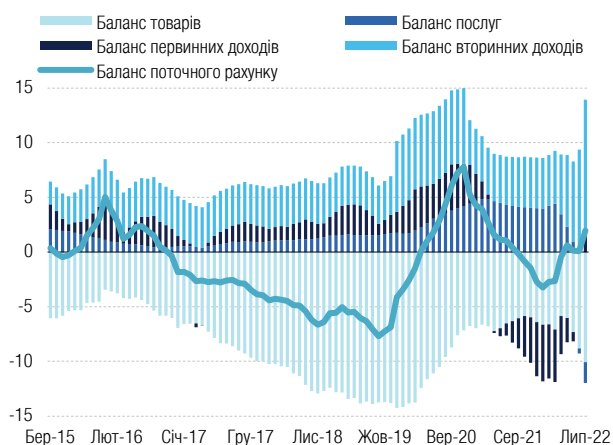
**Дисбаланси зовнішніх рахунків суттєво зросли у 1П22**

Дисбаланси зовнішніх рахунків зростали до червня. Це змусило НБУ здійснити однокрокове девальвацію гривні, в результаті чого офіційний курс долара зріс на 25%. Такий крок був спрямований на зниження тиску на міжбанківському валютному ринку та скорочення темпів витрачання резервів Національним банком. Хоча це й було сміливе рішення, покликане розв'язати фундаментальну проблему, час показав, що його було недостатньо, щоб знизити дисбаланси валютного ринку до комфортних та стійких рівнів. Тому ми очікуємо подальшого послаблення гривні в цьому та наступному році.

Баланс поточного рахунку платіжного балансу (ПБ) був додатним у кожному із місяців після початку повномасштабної війни, проте профіцит поточного рахунку значною мірою забезпечувався одноразовими чинниками – великим обсягами трансфертів та гуманітарної допомоги (вторинні доходи за класифікацією ПБ). Дефіцит торгівлі товарами зростав останніми місяцями, оскільки імпорт відновлювався значно швидше, ніж експорт, після різкого падіння в березні. Для прикладу, в липні імпорт товарів був

лише на 20% меншим, ніж у липні попереднього року, в той час як експорт становив лише 50% минулорічних показників. Баланс торгівлі послугами став глибоко від'ємним через високі витрати українських біженців за кордоном. Загальний дефіцит торгівлі в 2 кв поточного року сягнув \$6.3 млрд (приблизно 4.3% очікуваного річного ВВП). Цей дефіцит був частково перекритий переказами мігрантів, які тримаються на достатньо високому рівні та навіть перевищують минулорічні показники. Проте позитивний баланс поточного рахунку зрештою було забезпечено одноразовими чинниками, а саме грантами, які Україна отримала від союзників.

**Графік 4. Поточний рахунок платіжного балансу, 12-місячна ковзна, \$ млрд**



Джерело: НБУ, ICU.

**Графік 5. Складові поточного рахунку, \$ млрд**

	2кв21	% ВВП 2021	2кв22	% ВВП 2022П
Баланс поточного рахунку	0.3	0.2%	1.4	1.0%
Баланс торгівлі товарами	-0.3	-0.1%	-3.2	-2.2%
Баланс торгівлі послугами	0.9	0.4%	-3.0	-2.1%
Первинні доходи	-1.4	-0.7%	2.7	1.8%
в т.ч. перекази мігрантів	3.4	1.7%	3.7	2.5%
Вторинні доходи	1.1	0.5%	5.0	3.4%
в т.ч. трансферти уряду	0.3	0.1%	2.9	2.0%

Джерело: НБУ, ICU.

Профіцит поточного рахунку – це позитивна частина історії про зовнішній сектор, а частина про фінансовий рахунок є набагато менш оптимістичною. Відтік капіталу з України залишається значним попри жорсткі адміністративні обмеження, запроваджені НБУ в лютому. Відтік капіталу відбувається через два основні канали:

- приріст торгових кредитів – він склав \$5.2 млрд у 2 кв 2022 року. Ця складова відображає проплати за імпорт, який не надійшов в Україну, або ж відтерміновані платежі за експорт. Хоча реальні торгові кредити, дійсно, становлять значну частину цієї складової, ми вважаємо, що не менша частина – це не що інше, ніж тіньові угоди для виведення капіталу з країни;

- приріст іноземної готівки поза банками – загалом \$3.2 млрд у 2 кв. 2022 році. Цей канал відтоку переважно відображає зняття готівкової іноземної валюти за кордоном із гривневих карткових рахунків. Від початку війни цей спосіб давав змогу конвертувати гривню в іноземну валюту за найбільш вигідним курсом. Після того як клієнти знімають готівкову валюту, банки поповнюють свої запаси валюти, купуючи її з резервів НБУ. З березня НБУ запровадив численні обмеження на зняття готівкової валюти, зокрема тижневі ліміти на такі операції, проте відтоки все ще залишаються суттєвими.

Кредити від іноземних урядів та міжнародних фінансових організацій не перекривають відтоки капіталу через згадані два канали.

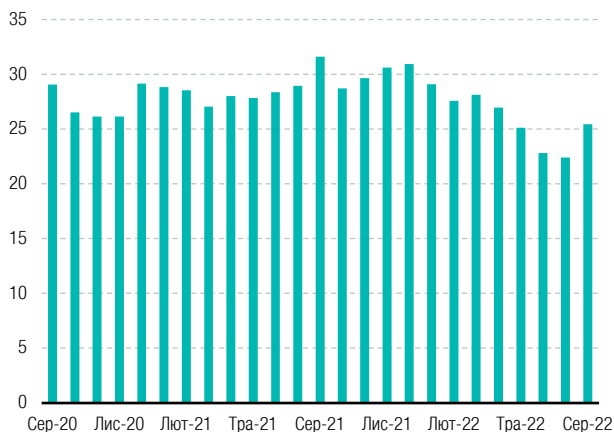
Загальний баланс поточного рахунку та фінансового рахунку був глибоко дефіцитним від початку війни, а тому спричиняв значний тиск на валютні резерви НБУ. З лютого політика НБУ полягає в тому, щоб компенсувати будь-який надлишковий попит на валюту на міжбанківському ринку шляхом продажу резервів за фіксованим курсом. Протягом березня-липня НБУ продав близько \$12 млрд, а його резерви скоротилися на 19% до \$22.4 млрд.

Щоб сповільнити темпи падіння резервів, НБУ змушений був вдатися до послаблення гривні відносно долара США на 20% (долар США подорожчав на 25%). НБУ вирішив не переходити до режиму гнучкого обмінного курсу, стверджуючи, що фіксований курс має ряд переваг, створюючи номінальний якір для економіки в той час, коли інші макроекономічні показники є вкрай волатильними.

**Відтоки капіталу залишаються значними попри адміністративні обмеження**

**НБУ змушений був послабити гривню у липні, щоб знизити витрати резервів**

Графік 6. Валові резерви НБУ, \$ млрд



Джерело: НБУ, ICU.

**Резерви НБУ залишатимуться на відносно безпечному рівні завдяки міжнародній допомозі**

Рішення НБУ послабити гривню дало швидкі позитивні результати, адже обсяг інтервенцій із продажу валюти знизився більш як удвічі в наступні тижні. У серпні НБУ продавав у середньому \$400-500 млн щотижня, хоча в червні та першій половині липня суми сягали \$900 млн. Таким чином НБУ отримав тимчасове полегшення, проте не вирішив проблему дисбалансів докорінно. Поточний рівень інтервенцій із продажу валюти все ще завищений. Тому ми очікуємо, що НБУ вдасться до ще одного раунду послаблення гривні до долара США, ймовірно на 10% до кінця року. Завдяки суттєвому притоку міжнародної фінансової допомоги резерви НБУ залишатимуться на відносно комфортному рівні й становитимуть близько \$23 млрд наприкінці 2022 року.

Наступного року економіка стоятиме перед такими ж викликами в частині фінансування дефіциту зовнішніх рахунків. Значні дисбаланси зберуться (без урахування міжнародної допомоги), хоча вони й зменшаться порівняно із поточним роком. За чотири місяці до початку 2023 року є дуже мало ясності з приводу того, з яких джерел надходитиме фінансова допомога Україні. Наразі програма з МВФ, загальним обсягом до \$20 млрд сукупно на 2023 та 2024 роки, виглядає ймовірним сценарієм. Цей обсяг потрібно буде доповнити ще сумами, не меншими ніж \$10 млрд у кожному з цих двох років.

### Бюджет і надалі критично залежатиме від міжнародної допомоги

**Бюджет і надалі значно залежатиме від міжнародної допомоги та фінансування НБУ**

Війна та пов'язана з нею економічна криза призвели до значного падіння податкових доходів бюджету. В 1П22 вони знизилися на 12% попри високу інфляцію. Проте наразі з'являються переконливі свідчення того, що ситуація значно покращується з липня, після того як поступово усуваються податкові преференції, запроваджені в перші тижні війни. Проте навіть з урахуванням вищих доходів дефіцит бюджету навряд чи суттєво знизиться в наступні квартали. Оскільки понад 50% поточних бюджетних видатків так чи інакше пов'язані з війною, багато сфер залишаються значно недофінансованими. Це означає, що в наступні кілька років уряд буде витратити усе, що вдасться зібрати через податкові платежі (не підвищуються значно ставки податків), неподаткові платежі та всі суми, які вдасться залучити у вигляді міжнародної фінансової допомоги. Потреби бюджету у фінансуванні значно перевищуватимуть ресурси, що уряд залучатиме з усіх джерел.

У 2П22 уряд зможе залучити близько \$20 млрд (додатково до \$7.5 млрд у 1П22) зовнішнього фінансування, з яких не менше \$8 млрд у вигляді грантів. Таким чином, сукупне валове фінансування бюджету сягне \$28 млрд. Логічно припустити, що притік допомоги дещо зменшиться в наступні роки, адже українським партнерам буде все складніше підтримувати фінансування на незмінно високому рівні через внутрішні політичні обмеження. Проте пакет зовнішньої допомоги все ж буде значним наступного

Графік 7. Показники міжбанківського валютного ринку, історія за останні три роки\*



\* інтервенції з купівлі валюти останніми тижнями відображали купівлю валюти в уряді з рахунку у банках.

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

року, ймовірно, на рівні до \$20 млрд, з яких значна частина надійде від МВФ та інших міжнародних фінансових організацій. Також великим позитивом є те, що нещодавня реструктуризація єврооблігацій та поступки від країн Паризького клубу означають, що наступного року Україна не матиме значних погашень зовнішніх боргів, а тому чисті зовнішні запозичення будуть близькими до валових зовнішніх запозичень.

**Таблиця 1. Джерела фінансування державного бюджету, \$ млрд**

	1П22	2П22П	2022П	2023П
<b>Дефіцит бюджету (до врахування грантів)</b>	<b>14.3</b>	<b>26.5</b>	<b>40.8</b>	<b>24.5</b>
Зовнішні гранти*	2.2	8.0	10.2	5.0
Запозичення	12.2	18.5	30.7	19.5
Чисті зовнішні запозичення	6.8	11.0	17.8	13.0
Чистий продаж ОВДП (без НБУ)	-2.4	0.0	-2.4	0.5
Чисті залучення від НБУ	7.8	7.5	15.3	6.0
ВВП, \$ млрд			146	129
Дефіцит бюджету (до врахування грантів) / ВВП			28%	19%
Дефіцит бюджету / ВВП			21%	15%
Державний борг, \$ млрд			112	128
Державний борг / ВВП			86%	99%

\* гранти враховують як доходи бюджету та знижують його дефіцит

Джерело: МінФін, ІСУ.

**Фіскальна консолідація  
не буде швидкою**

Друге найбільш вагоме джерело фінансування бюджету – це прямі покупки ОВДП Національним банком. Це питання є каменем спотикання у відносинах між НБУ та Мінфіном. НБУ хотів би, щоб купівля ОВДП протягом 2022 року не перевищила 400 млрд грн, як це було передбачено наприкінці лютого. Проте дуже ймовірно, що цей ліміт буде піднятий, швидше за все до 500 млрд грн. Наразі Міністерство фінансів має більш впливовий голос у цьому питанні, й НБУ не може відмовити Мінфіну в купівлі урядового боргу. Проте яким би не був хід дискусії між Мінфіном та НБУ, такий рівень монетизації дефіциту бюджету не є стійким, оскільки підвищує інфляційні та курсові ризики. Тож ми припускаємо, що продаж ОВДП Національному банку владі більш як удвічі наступного року.

Продаж ОВДП інвесторам (банкам) навряд чи стане джерелом фінансування бюджету в осяжній перспективі. Міністерство фінансів зіткнулося тут із помітними труднощами, і поточні погашення ОВДП значно перевищують нові залучення з ринку. Це пов'язано з небажанням Мінфіну значно підвищити дохідність боргу після того, як НБУ різко підвищив облікову ставку. Місцеві банки мають значну вільну ліквідність, проте віддають перевагу її розміщенню на рахунках в НБУ, а не інвестуванню в довгострокові боргові інструменти уряду за значно нижчими ставками. Наразі в Мінфіну немає іншого вибору, окрім як значно підвищити ставки, якщо він все ж має наміри залучати ресурси з внутрішнього фінансового ринку. Проте на цьому етапі мало надії на те, що це трапиться найближчим часом. Тож ми очікуємо, що чисте фінансування бюджету через цей канал буде від'ємним у 2022 році та приблизно нульовим наступного року.

**Співвідношення боргу  
до ВВП наблизиться до  
100% наприкінці 2023  
року**

Із урахуванням зазначених припущень ми очікуємо, що дефіцит бюджету до врахування грантів складе 28% ВВП у 2022 році, з яких гранти можуть допомогти перекрити чверть загального обсягу. У 2023 році потреба у фінансуванні бюджету знизиться до 19% ВВП, і так само чверть загального обсягу буде профінансована завдяки грантам.

Значні залучення кредитів призведуть до зростання співвідношення державного боргу до ВВП до 86% наприкінці 2022 року, а до кінця 2023 року це співвідношення може наблизитися до 100%. Такий рівень боргу навряд чи може вважатися стійким, тож може постати питання про його часткове списання офіційними та приватними кредиторами. Частка НБУ в загальному урядовому боргу становитиме наприкінці 2023 року 15-20%.

## Річні прогнози на 2022–23 рр.

	Історичні дані за 2012–21 рр.										Прогноз ІСУ	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022П	2023П
<b>Економічна активність</b>												
Реальний ВВП (% р/р)	0.2	(0.0)	(6.6)	(9.8)	2.4	2.5	3.4	3.2	(4.0)	3.4	(32.0)	4.0
Номинальний ВВП (млрд грн)	1,405	1,465	1,587	1,989	2,385	2,984	3,561	3,978	4,194	5,460	4,752	5,535
Номинальний ВВП (млрд дол)	174	180	133	90	93	112	131	155	155	200	146	129
Безробіття (%)	7.6	7.3	9.3	9.1	9.3	9.5	8.8	8.2	9.5	9.8	25.0	20.0
<b>Інфляція</b>												
Індекс споживчих цін (% р/р, к.п.)	(0.2)	0.5	24.9	43.3	12.4	13.7	9.8	4.1	5.0	10.0	29.5	24.3
Індекс споживчих цін (% р/р, сер.)	0.6	(0.3)	12.1	48.7	13.9	14.4	10.9	7.9	2.7	9.4	20.4	26.8
Дефлятор ВВП (% р/р)	7.8	4.3	15.9	38.9	17.1	22.1	15.4	8.3	9.8	25.1	28.0	12.0
<b>Обмінні курси</b>												
Гривня/Долар США (к.п.)	8.1	8.2	15.8	24.0	27.3	28.1	27.7	23.8	28.3	27.3	40.3	45.3
Гривня/Долар США (сер.)	8.1	8.2	12.0	21.9	25.6	26.6	27.2	25.8	27.0	27.3	32.5	42.8
<b>Зовнішні баланси</b>												
Баланс поточного рахунку (млрд дол)	(14.3)	(16.5)	(4.6)	5.0	(1.9)	(3.5)	(6.4)	(4.1)	5.3	(3.2)	6.2	0.1
Баланс поточного рахунку (% ВВП)	(8.3)	(9.2)	(3.5)	5.6	(2.0)	(3.1)	(4.9)	(2.7)	3.4	(1.1)	4.3	0.1
Торгівельний баланс (млрд дол)	(14.3)	(15.6)	(4.6)	(2.4)	(6.5)	(8.7)	(11.4)	(12.5)	(2.4)	(2.7)	(19.1)	(18.6)
Торгівельний баланс (% ВВП)	(8.3)	(8.7)	(3.5)	(2.6)	(6.9)	(7.8)	(8.7)	(8.1)	(1.5)	(1.5)	(13.1)	(14.3)
Приплив капіталу (за ф/р) (млрд дол)	10.1	18.6	(9.1)	(4.6)	3.1	6.0	9.3	10.1	(3.3)	3.7	(13.9)	(4.0)
ПІІ (млрд дол)	7.2	4.1	0.3	(0.4)	3.8	3.7	4.5	5.2	0.1	6.9	0.0	0.0
ПІІ (% ВВП)	4.1	2.3	0.2	(0.5)	4.1	3.3	3.4	3.4	0.1	3.4	0.0	0.0
Міжнародні резерви (млрд дол)	24.5	20.4	7.5	13.3	15.5	18.8	20.8	25.3	29.1	30.9	23.3	19.4
<b>Процентні ставки</b>												
Облікова ставка НБУ (% к.п.)	7.5	6.5	14.0	22.0	14.0	14.5	18.0	13.5	6.0	9.0	25.0	25.0
<b>Публічні фінанси</b>												
Баланс бюджету (% ВВП)	(3.8)	(4.4)	(5.0)	(2.3)	(2.9)	(1.5)	(2.4)	(2.1)	(5.1)	(2.4)	(21.0)	(15.1)
Державний борг (% ВВП)	36.7	39.9	69.4	79.0	80.9	71.8	60.9	50.6	60.8	49.7	86.0	99.0

Джерело: Укрстат, НБУ, МФУ, ІСУ.



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

WEB [www.icu.ua](http://www.icu.ua)



## АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

### Віталій Ваврищук

керівник підрозділу  
макроекономічних досліджень  
[vitaliy.vavryshchuk@icu.ua](mailto:vitaliy.vavryshchuk@icu.ua)

### Тарас Котович

старший фінансовий аналітик,  
державний борг  
[taras.kotovyich@icu.ua](mailto:taras.kotovyich@icu.ua)

### Дмитро Дяченко, CFA

фінансовий аналітик  
[dmitriy.dyachenko@icu.ua](mailto:dmitriy.dyachenko@icu.ua)

### Олександр Мартиненко

керівник підрозділу аналізу корпорацій,  
небанківський сектор  
[alexander.martynenko@icu.ua](mailto:alexander.martynenko@icu.ua)

### Михайло Демків

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



Будь-ласка надсилайте запит про додаткову інформацію із цього звіту на [research@icu.ua](mailto:research@icu.ua).