



Фокус  
Україна

Сегменти  
Економіка

Аналітики  
**Віталій Ваврищук**  
**Олександр Мартиненко**  
**Тарас Котович**  
**Михайло Демків**  
**Дмитро Дяченко, СFA**

# Макроекономічний огляд

## Українська економіка: здоровіша, проте занадто повільна



**24 ГРУДНЯ 2021**

ДАНИЙ ЗВІТ МАЄ ВИНЯТКОВО ІНФОРМАЦІЙНЕ ПРИЗНАЧЕННЯ

## Зміст

<b>Зміст</b>	<b>2</b>
<b>Резюме</b>	<b>3</b>
<b>Світова інфляція – нова загроза</b>	<b>5</b>
Глобальне зростання сповільниться, інфляція залишиться високою.....	5
Країни ЕМ зіткнуться з жорсткішими фінансовими умовами, повільнішим економічним зростанням і дорогими енергоносіями .....	6
Ціни на паливо виглядають стійкішими, ніж на метали .....	7
<b>Економіка зростатиме мляво</b>	<b>9</b>
Динаміка внутрішнього попиту різноспрямована.....	9
Виникають нові виклики для відновлення у 2022 р. ....	10
<b>Інфляційний тиск триває</b>	<b>11</b>
<b>Зовнішній баланс: поміrne погіршення</b>	<b>12</b>
Глобальна енергетична криза несе ключові ризики для поточного рахунку .....	12
Чисті потоки капіталу будуть визначатися пільговими запозиченнями від МФО ...	15
<b>Фіскальна сфера: шлях консолідації</b>	<b>16</b>
Фіскальні цілі регулярно перевищуються.....	16
Державний борг продовжує помітно знижуватися.....	17
Ризики фінансування дефіциту бюджету в 2022 році цілком керовані.....	18
<b>Внутрішній борг: все ще привабливий для іноземців</b>	<b>20</b>
<b>Єврооблігації: розрахунок на покращення кредитного рейтингу</b>	<b>21</b>
<b>Річні прогнози на 2021–22 рр.</b>	<b>23</b>
<b>Квартальні прогнози на 2021–22 рр.</b>	<b>24</b>

## Резюме

Україна входить у 2022 рік зі значним запасом міцності завдяки виваженій фінансовій та монетарній політиці, сприятливим міжнародним товарним ринкам та стійкому банківському сектору. Проте повільне економічне зростання та висока інфляція погіршують загальну картину. Російська агресія проти України буде ключовим неекономічним фактором, що лишатиметься у фокусі уваги наступного року та й надалі. Повторювані маневри російських військ біля українських кордонів погіршуватимуть настрої бізнесу та сприйняття інвесторами ризиків України.

Завершення першого перегляду програм співпраці Stand-by між Україною та МВФ відбулося із затримкою понад рік, проте все одно стало вагомим досягненням. Україна підтвердила свої зобов'язання проводити реформи, що було сприйнято як довгожданий позитивний сигнал для міжнародної спільноти. Проте все ж залишаються високі ризики того, що деякі зобов'язання, зокрема зобов'язання відмовитися від обмеження максимальних цін на газ для населення, буде складно виконати. Рефінансування зовнішніх боргів та можливість залучення коштів на покриття дефіциту бюджету наступного року критично залежатимуть від того, чи зможе Україна підтримувати повноцінну співпрацю з МВФ.

Повільне економічне зростання буде ключовим фактором занепокоєння з урахуванням появи нових ризиків. Це, зокрема, високі ціни на енергоносії та сповільнення економік, що є ключовими торговельними партнерами України. Ми очікуємо, що ВВП зросте в 2022 році на 3.2%, що нижче від потенційних темпів. Слабше внутрішнє споживання через сповільнення реальних заробітних плат буде ключовим фактором уповільнення економіки. Водночас інвестиційний попит, ймовірно, поживиться, оскільки компанії відновлюють свої капітальні інвестиції, а уряд продовжує збільшувати інвестиції в інфраструктурні проекти. Поки що відсутні потужні фактори зростання, які могли б докорінно прискорити економічну динаміку найближчими кварталами. Лише прискорення структурних реформ може надати поштовх довгостроковому економічному зростанню.

Вакцинація населення набрала обертів останніми місяцями, вже близько 35% населення отримали принаймні одну дозу вакцини порівняно із 12% наприкінці серпня. Хоча локдаун та інші карантинні обмеження все ще створюють ризики для сектору послуг, вони стають менш болючими й переважно сприймаються бізнесом як нові реалії. Нові обмеження не жорсткі: всі торгові центри та підприємства послуг залишаються відчиненими для вакцинованих клієнтів.

Інфляція стала значним фактором занепокоєння з весни, і реакція НБУ до цього часу була консистентною. Облікову ставку було підвищено з 6% на початку року до 9% у грудні. Оскільки інфляційний тиск генерується з багатьох джерел, ми не очікуємо, що інфляція повернеться до цільового рівня НБУ  $5\% \pm 1\%$  протягом 2022 року. Це означає, що початок послаблення монетарної політики НБУ мало ймовірний принаймні до 4кв22р.

Дефіцит поточного рахунку розшириться до 2.3% ВВП у 2022 році через зниження цін на метали й залізну руду та збереження високих цін на енергоносії. Це не створюватиме помітних викликів. Водночас уряд та приватний сектор все ж можуть постати перед труднощами із залученням нових кредитів через волатильність міжнародних ринків капіталу та російський військовий тиск на Україну. У базовому сценарії ми припускаємо,

що Україна усе ж зможе задовольнити свої потреби в зовнішньому фінансуванні завдяки кредитам від міжнародних фінансових організацій (МФО). Прямі іноземні інвестиції, за винятком реінвестування прибутків, імовірно будуть незначними.

Із урахуванням збалансованості зовнішніх рахунків та продовження співпраці з МВФ ми очікуємо відносної стабільності валютного ринку протягом 2022 року. Проте гривня може епізодично перебувати під тиском через психологічні фактори, якщо Росія посилить присутність армії на кордоні з Україною. На початку грудня міжнародні резерви НБУ становили \$30.5 млрд., що перевищує 90% композитної метрики достатності резервів за методологією МВФ, і ми очікуємо лише помірного їхнього зниження в 2022 році. Це створює комфорт з приводу того, що НБУ має достатній резерв для протистояння шокам на валютному ринку, якщо вони траплятимуться. НБУ зберігав присутність на валютному ринку та усував тимчасові дисбаланси, коли вони ставали суттєвими. Проте обмінний курс і надалі формується фундаментальними чинниками.

Уряд перевершував свої фіскальні цілі в останні роки, і загалом його апетити в частині видатків бюджету були контрольованими. Наміри уряду забезпечити дефіцит державного бюджету в розмірі 3.5% ВВП у 2022 році та менше 3.0% із 2023 року виглядають досяжними. За нашими оцінками будь-які негативні несподіванки малоімовірні у фіскальній сфері. Співвідношення державного боргу до ВВП стане меншим за 50% у 2021 році, що створить значний додатковий комфорт для інвесторів. Попри швидке зниження кредитного навантаження певні ризики в частині державного боргу залишаються все ще високими. Це, зокрема, висока частка валютних інструментів у загальному боргу та все ще його висока вартість для України.

Очікування від інвестицій в український борг на 2022 рік змішані. Турбулентність на глобальних ринках капіталу та сповільнення економічного зростання в країнах, що розвиваються, обумовлюватимуть більш високу премію за ризик. Проте профіль платоспроможності України, ймовірно, і далі покращуватиметься завдяки подальшій фіскальній консолідації. Також ймовірним є підвищення рейтингу України в 2022 році після дворічної паузи. Більш жорстка монетарна політика НБУ означає, що ставки за гривневими цінними паперами будуть залишатися привабливими. Проте очікування для тих, хто інвестує в українські варанти (VRI), менш оптимістичні. Вони навряд чи отримають вигоди від економічного зростання та загального настрою до боргів країн, що розвиваються, у 2022 році.

## Світова інфляція – нова загроза

- Глобальне відновлення значно сповільниться через недостатню пропозицію та стабільно високу інфляцію
- Тривала інфляція змушує центральні банки прискорити темпи скорочення викупу активів та швидше підвищувати ставки
- Економіки країн, що розвиваються (EM), будуть під тиском через більш жорсткі глобальні фінансові умови та високі ціни на енергоносії; зросте дохідність їхніх єврооблігацій та облігацій у місцевій валюті
- Дефіцит на ринках енергоносіїв перешкоджатиме зниженню цін до довгострокових рівноважних рівнів. Ми очікуємо, що у 2022 р. ціни на енергоносії знижуватимуться повільніше, ніж ціни на метали та зерно

### Глобальне зростання сповільниться, інфляція залишиться високою

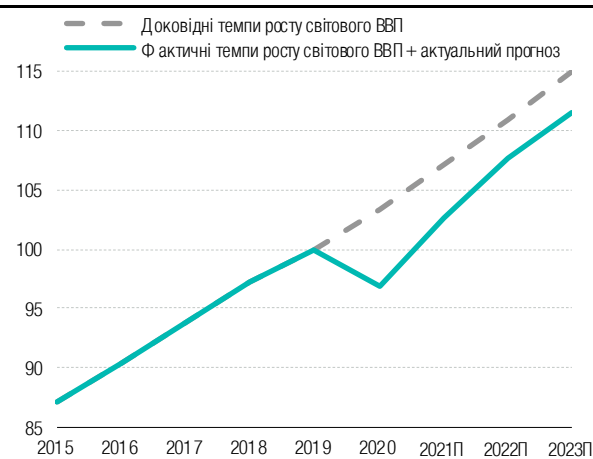
Світова економіка швидко відновлюється після рецесії, спричиненої COVID-19. Консенсус Bloomberg передбачає, що світовий ВВП перевищить доковідний рівень у 2021 р. У деяких країнах ВВП все ще залишається значно нижчим за доковідний рівень. Водночас ВВП ряду великих економік, таких як Китай, Південна Корея, США та Бразилія, вже піднявся вище від своїх допандемічних значень, а більшості інших економік лише на 0-2% нижче.

Однак зменшення урядами підтримки своїх економік після початкового відновлення уповільнить глобальне економічне зростання. Негативні ризики продовжують переважати, оскільки обмеження, пов'язані з коронавірусом, все ще діють у багатьох країнах і можуть бути посилені. Локдауни призводять до значного дефіциту пропозиції, який, імовірно, збережеться і в 2022 р., особливо в розвинених країнах (DM). Дефіцит пропозиції може зменшитися лише за умови послаблення карантинних обмежень.

Темпи росту світової економіки сповільняться найближчими кварталами і можуть не виправдати очікувань через збої в пропозиції та посилення інфляції

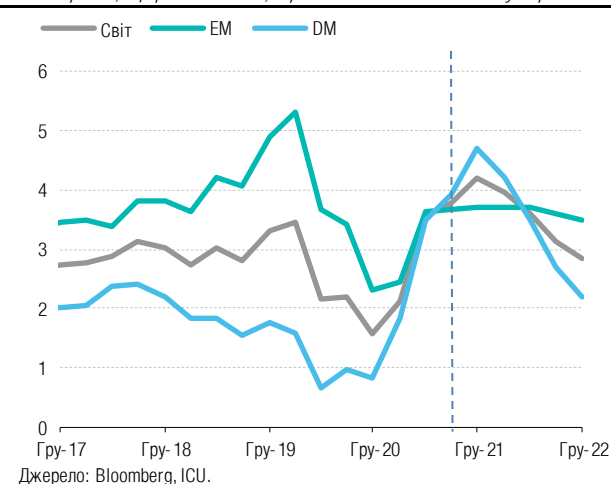
Графік 1. Реальний ВВП в 2016-2023П, 2019=100%

Світовий ВВП імовірно досягне доковідного рівня у 2021 р.



Графік 2. Інфляція, р/р, %

Існує значний ризик більш стійкої та вищої інфляції як у розвинених країнах, так і в країнах, що розвиваються, порівняно з поточним консенсус-прогнозом



Через масштабне фінансове стимулювання, енергетичну кризу та постійний дефіцит товарів зростає ризик того, що висока глобальна інфляція стане довгостроковим явищем, а не тимчасовим сплеском. Інфляційний тиск також виникає через нестачу робочої сили в деяких країнах, особливо в США, Канаді та Великобританії. Стійка інфляція вже змусила ФРС США та інші центробанки країн DM прискорити вже в грудні пожорсткішання своєї політики. Зокрема, ФРС планує завершити програму купівлі ринкових активів уже в березні, а також підняти облікові ставки тричі загалом на 50-75 б.п. Такі дії призведуть до зростання дохідностей облігацій США та посилення

долара. Втім, навіть за більш «яструбиної» політики центробанків DM зберігається високий ризик швидшого і значнішого за очікування згорання монетарних стимулів.

### Країни EM зіткнуться з жорсткішими фінансовими умовами, повільнішим економічним зростанням і дорогими енергоносіями

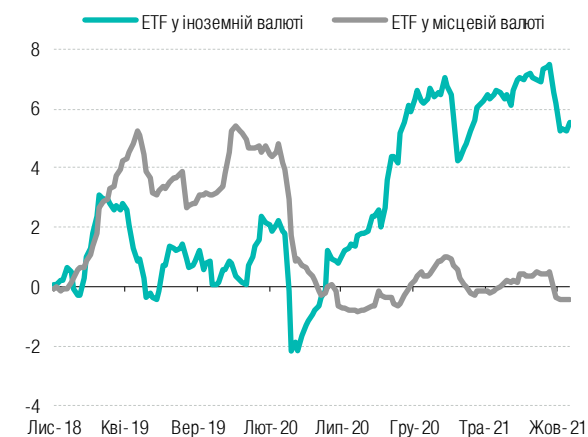
**Жорсткіша політика ФРС призведе до посилення долара та підвищення дохідності облігацій США, що має спричинити відтік капіталу з країн, що розвиваються**

Вищі ставки в США та сильніший долар мають призвести до відтоку капіталу з країн, що розвиваються, у 2022 р., хоча цей відтік має бути помірним порівняно з 2013 чи 2018 рр. У порівнянні з розвиненими країнами, країни, що розвиваються, можуть мати нижчі темпи економічного росту через високі ціни на енергоносії, низького рівня вакцинації та залежності від Китаю. Як наслідок, інвестори вимагатимуть вищої премії за ризик для акцій та облігацій таких країн.

Дохідності суверенних облігацій країн, що розвиваються, деномінованих як у доларах США, так і в місцевій валюті можуть зрости в 2022 р. Це зростання буде обумовлене здебільшого ростом дохідностей довгострокових казначейських облігацій США і може скласти щонайменше 50-75 б.п. до кінця 2022 р. Через слабкий попит інвесторів та прискорення відтоку капіталу з ETF у вересні-листопаді дохідність довгострокових облігацій країн, що розвиваються, деномінованих у національних валютах, цього року вже зросла на 100-150 б.п. Однак зростає ризик того, що ФРС та інші провідні центральні банки DM будуть змушені прискорити підвищення ставок і скоро тити купівлю активів швидше, ніж очікують ринки. За цим сценарієм, спреди та дохідність облігацій країн, що розвиваються, можуть значно перевищити наші очікування, особливо для деномінованих у місцевій валюті.

**Графік 3. Потоки капіталу для ETF країн, що розвиваються, \$ млрд**

Відтік прискорився з вересня через небажання інвесторів збільшувати залежність від валютних та макроекономічних ризиків



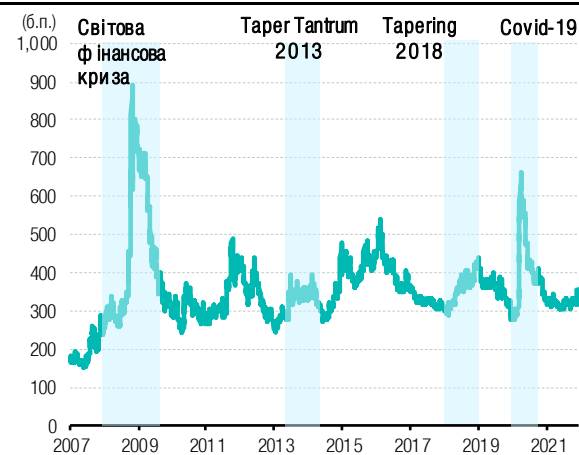
Джерело: Bloomberg, МВФ, ICU.

**Високі ціни на енергоносії та їх подальше зростання створюють більше ризиків для більшості країн, що розвиваються**

Більшість економік країн, що розвиваються, вразливі до високих цін на нафту, природний газ та вугілля, що може ще більше послабити і без того хиткі позиції їхніх поточних рахунків. Приблизно половина з цих країн мають дефіцити поточного рахунку, причому більшість із них є чистими імпортерами мінеральних палив. Існує значний ризик того, що ціни на паливо залишаться високими або навіть виростуть у 1П22. Це може створити додатковий тиск на зовнішні рахунки та національні валюти країн, які залежать від імпорту енергоресурсів. Навіть країни, які є нетто-експортерами інших товарів, таких як продовольство або метали, можуть зіткнутися з погіршенням балансу поточних рахунків, оскільки ціни на їхній експорт можуть бути значно нижчими за ціни на енергоносії. Україна є однією з країн із найбільшою залежністю від імпорту палива, і, отже, вона виглядає однією з країн, найбільш вразливих до ситуації, коли динаміка цін на метали слабша у порівнянні з динамікою цін на енергоносії.

**Графік 4. Спред EMBI Global Index для деномінованих у доларах США держоблігацій країн, що розвиваються, б.п.**

Спреди країн, що розвиваються, були найвищими на початку пандемії, подальший підйом має бути помірним порівняно з 2013 та 2018 рр.



Джерело: Bloomberg, ICU.

**Графік 5. Прогнозний баланс поточного рахунку в 2021-22 дл окремих країн, що розвиваються, % ВВП**

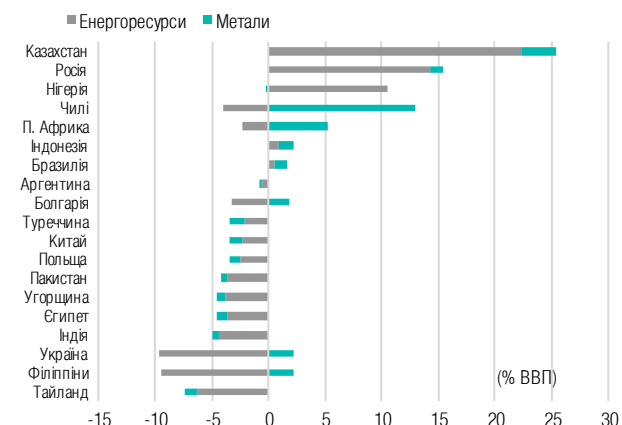
Багато країн мають дефіцит поточного рахунку, і ситуація, ймовірно, погіршиться в разі зростання цін на енергоресурси



Джерело: Bloomberg, МВФ, ІСУ.

**Графік 6. Чистий експорт металів та енергоресурсів для окремих країн, що розвиваються, % ВВП**

Більшість країн вразливі до високих цін на паливо, особливо з огляду на слабкі перспективи металів



Джерело: Bloomberg, ІСУ.

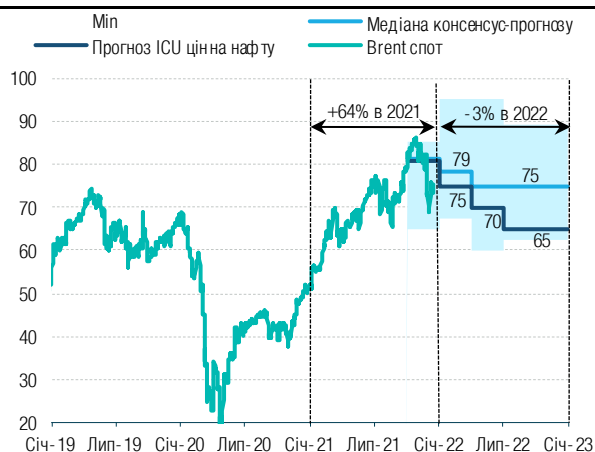
**Ціни на паливо виглядають стійкішими, ніж на метали**

Ціни на нафту, природний газ і вугілля можуть залишатися високими в 1П22 або навіть помітно зрости через обмежену пропозицію

Ситуація на світових ринках енергоносіїв залишиться напруженою принаймні до кінця 1кв22, оскільки обмежена пропозиція не співставна з високим попитом у зимовий сезон. Найбільші постачальники природного газу в Європу, схоже, не бажають збільшувати видобуток і прагнуть отримати вигоду від високих цін, в той час як запаси газу в регіоні залишаються низькими, а світовий попит на газ зростає завдяки Азії, зокрема Китаю. Світовий ринок нафти стикається з подібними проблемами зі сторони пропозиції, оскільки ОПЕК+, ймовірно, не виконає свої власні цілі зі зростання видобутку. Зростання пропозиції від країн, що не входять до ОПЕК+, також є повільним, оскільки американські сланцеві виробники, ключові постачальники поза ОПЕК+, більше зосереджені на віддачі інвестицій, а не на нарощуванні видобутку. Світові ціни на вугілля залишаються високими через високі ціни на газ та перебої в постачанні через коронавірус. Реакція пропозиції буде повільною, але неминучою, і ціни на всі ці види палива мають знизитися в 2022 р. Однак ми очікуємо, що середні ціни на нафту Brent і природний газ у Європі знизяться лише незначно - на 3% р/р та 6% р/р відповідно, переважно з ризиками ще меншого зниження.

**Графік 7. Ціна на нафту Brent, \$/барель**

Внаслідок відновлення світового попиту та небажання експортерів нарощувати пропозицію ціни на нафту залишаться високими в 2022 р.



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ІСУ.

**Графік 8. Ціна на природний газ в Європі, \$/тис.м³**

Через обмежену пропозицію, низькі запаси в Європі, значне споживання в Азії ціни на газ також можуть залишитися високими в 2022 р.



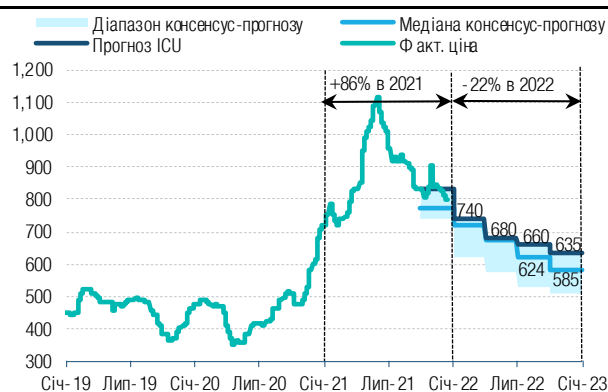
Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ІСУ.

**У 2022 р. ціни на залізну руду та сталь, імовірно, знизяться більше за ціни на енергоресурси**

Високі ціни на енергоносії підтримують ціни на промислові метали. Однак уповільнення росту економік – головних споживачів металів, Китаю та Європи, переважить цю підтримку. Сегмент чорних металів особливо вразливий до ймовірного спаду в китайському секторі будівництва та нерухомості. Іншою проблемою є уповільнення економік ЄС, Туреччини та Близького Сходу, ключових ринків для української сталі. Крім того, навряд чи ці регіони зіткнуться з обмеженням пропозиції, як на енергетичних ринках, оскільки металургійна промисловість менш консолідована, а виробництво сталі майже відновилося до доковідного рівня. Високі ціни на енергоносії можуть вплинути на виробництво сталі в Європі в 1 кв22, однак вплив цього фактора зникне впродовж року. Водночас ціни на залізну руду повинні залишатися низькими після падіння у 2П21, перебуваючи під впливом уповільнення темпів росту в Китаї та обмеження виробництва сталі. Це також підтримує глобальну прибутковість виробництва сталі поза Китаєм на поточних рівнях та стимулюватиме збільшення виробництва. Загалом, ми очікуємо, що середні ціни на сталь та залізну руду впадуть на 22% р/р та 31% р/р відповідно у 2022 р., більше, ніж ціни на паливо.

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

Європейські ціни на сталь продовжуватимуть знижуватися в 2022 р. під тиском економічного спаду в Китаї, ЄС та Туреччині й високої пропозиції



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

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

Ціни на руду залишаться низькими в 2022 р. після падіння у 2П21 через уповільнення будівництва та обмеження виробництва сталі в Китаї



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Низькі врожаї в ряді ключових країн-виробників, зростання вартості енергоресурсів і дефіцит робочої сили можуть підтримати в 1 кв22 ціни на два ключові продукти експорту сільськогосподарської продукції України — пшеницю та кукурудзу. Однак кращі врожаї і зростання запасів тиснутимуть на ціни до кінця 2022 р. Ми очікуємо, що середні ціни на пшеницю знизяться на 4% р/р, а на кукурудзу на 11% р/р у 2022 р.

**Графік 11. Ціни на пшеницю на біржах у США, \$/т**

Несприятлива погода та поганий урожай ключових експортерів підвищили ціни в 2021 р., однак завдяки кращому врожаю ціни знизяться в 2022 р.



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

**Графік 12. Ціни на кукурудзу на біржах у США, \$/т**

Кращий урожай та зростаючі запаси можуть призвести до подальшого зниження цін на кукурудзу у 2022 р.



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.



## Економіка зростатиме мляво

- Економічне зростання уповільнилося в 2П21 і залишатиметься повільним як мінімум протягом 1П22р
- Приватний попит домогосподарств слабне, водночас інвестиції прискорюються через відновлення приватних капітальних витрат та реалізацію інфраструктурних проєктів
- Основні виклики майбутнього – високі ціни на енергоносії та сповільнення темпів зростання економік, що є торговельними партнерами України

### Динаміка внутрішнього попиту різноспрямована

**Попит домогосподарств сповільниться у 2022р. через помірніший ріст реальних зарплат**

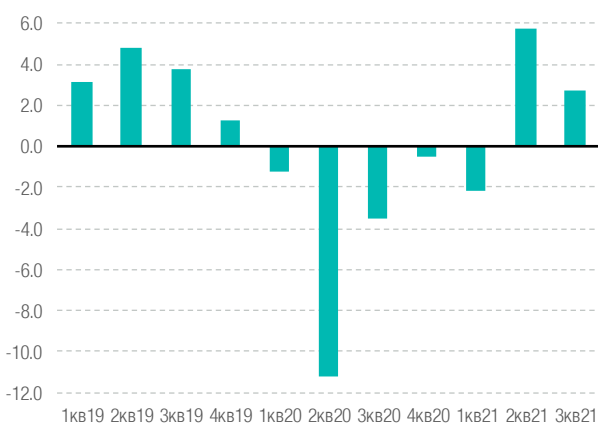
Зростання української економіки залишатиметься повільним, ми очікуємо приросту ВВП на рівні 3.2% у 2022 р. Прискорення після ковідного року було короточасним, і економіка значно уповільнилася у 2П22. За нашими оцінками зростання ВВП у 2021 р. буде дещо нижчим ніж 3% попри рекордний врожай, який через прямі та непрямі ефекти забезпечив мінімум 1 в. п. приросту реального ВВП за результатами повного року. Також уряд значно збільшив витрати на інфраструктурні проєкти через пряме фінансування, а Укравтодор додатково залучив понад \$1 млрд кредитів, що також мало позитивний внесок у зростання ВВП.

Внутрішній попит забезпечував найбільший внесок у приріст ВВП у 2020 р. та 2021 р., хоча значною мірою він сприяв і зростанню імпорту. Зараз же внутрішній попит уповільнюється, що підтверджується динамікою реальних показників роздрібною торгівлі та сфери послуг. Ключове пояснення – висока інфляція, яка з'їдає помітну частину приросту номінальних доходів населення.

Реальна заробітна плата зросла з 2015 року сукупно на 86%, у той час як приріст ВВП становив лише 11%. Із урахуванням цього ми очікуємо сповільнення темпів зростання заробітних плат. Хоча в довгостроковій перспективі це сприятиме зростанню прибутковості бізнесу, у короткостроковому періоді це стримуватиме динаміку внутрішнього попиту. У державному секторі приріст зарплат також буде помірнішим, ніж у попередніх періодах, – там темпи росту наразі очікуються на рівні інфляції +2 в. п., як це передбачено умовами співпраці України з МВФ.

Графік 13. Квартальний реальний ВВП, зміна р/р, %

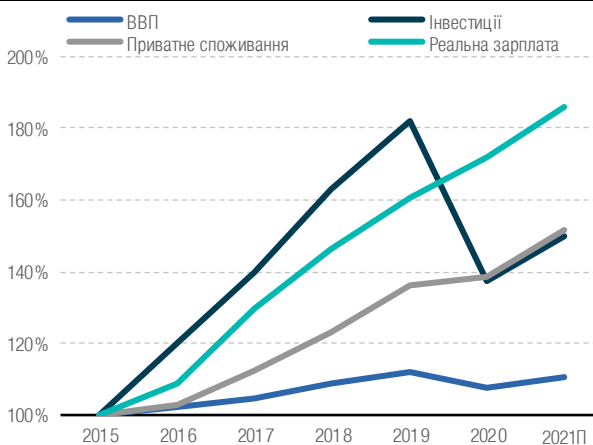
*Зростання ВВП помітно сповільнилося у 3кв21*



Джерело: Держстат, ІСУ.

Графік 14. Зміна компонентів реального ВВП та реальної зарплати, 2015=100%

*Приріст реальних зарплат значно випереджав ВВП з 2015 р.*



Джерело: Держстат, ІСУ.

Ковідні обмеження зараз не мають значного негативного впливу на економічну активність. Уряд та місцева влада чітко надають перевагу гнучкому підходу, за яким вакциновані клієнти можуть без обмежень отримувати послуги від бізнесу. Торговельні центри та інші підприємства сфери послуг залишалися відкритими з січня 2021 р. Пожорсткішання обмежень мало ймовірно із урахування помітного прискорення вакцинації з вересня. Понад 35% населення зараз отримало принаймні одну вакцину.

**Капітальні інвестиції  
приватного та  
державного секторів  
зростають**

Приватний інвестиційний попит залишатиметься стійким. Він помітно зріс із 3кв21, оскільки підприємства державного та приватного секторів відновили інвестиційні програми після тривалої паузи, пов'язаної із розгортанням пандемії у 2020-1П21. Відновлення корпоративного кредитування банками (+40% р/р у гривневому сегменті) зараз уже є помітним фактором підтримання інвестицій. Великі інфраструктурні проекти також відігравали значну роль у відновленні економіки в 2020-2021 рр. Проте підтримання поточних темпів видатків на дорожню інфраструктуру може бути ускладнене, оскільки воно значною мірою залежить від доступності кредитних коштів із міжнародних ринків та від українських банків.

Зовнішні ринки допомогли українській економіці високими цінами на ключові товари. Водночас попри високі ціни реальні обсяги експорту зменшилися протягом 9М21.

**Виникають нові виклики для відновлення у 2022 р.**

Кілька нових викликів будуть стримувати економічне зростання в 2022 р.:

**Високі ціни на  
енергоносії будуть  
значним викликом для  
економічного  
відновлення в 2022 р.**

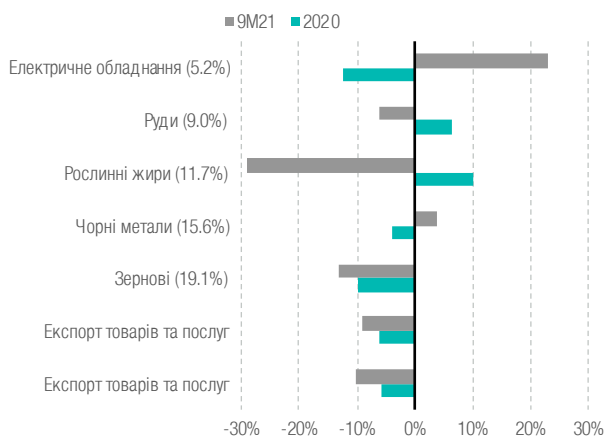
- українська економіка – одна з найбільш енергоємних економік світу, тож конкурентоздатність кількох галузей, зокрема хімічної, транспорту, теплогенерації, може суттєво знизитися. Попри те що енергоресурси займають помітну частку у собівартості продукції агросектору та металургії, виробники можуть перекласти більші витрати на кінцевих споживачів продукції на міжнародних ринках. Тож вплив на них буде помірним.

- перспективи зовнішніх ринків у 2022 р. менш сприятливі. Економіки торговельних партнерів України уповільнюються через жорсткіші монетарну та фіскальну політики. Тож Україна навряд чи отримає імпульс для зростання із зовнішніх ринків.

- жорсткіші умови на міжнародних ринках капіталу можуть знеохотити українські компанії від залучення боргових ресурсів через їхню високу вартість або ж через низький апетит інвесторів до українських активів. Очевидно, що присутність російської армії біля українського кордону посилює ризики та підвищує премії за ризики.

**Графік 15. Зміна реального експорту в 2020 р. та за 9М21\*, % р/р**

*Експорт товарів знизився в реальному вимірі*

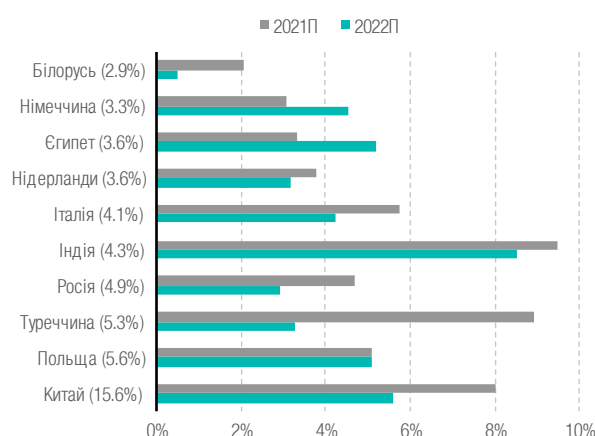


Джерело: Держстат, НБУ, ІСУ.

\* числа в дужках – частка у загальному експорті товарів у 2020 р.

**Графік 16. Ріст економік ключових торговельних партнерів України\*, %**

*Економіки торговельних партнерів України вповільнюються*



Джерело: МВФ, Держстат, ІСУ.

\* числа в дужках – частка країни в експорті українських товарів у 2020 р.

## Інфляційний тиск триває

- Інфляція суттєво прискорилася в 2021 р. та залишається у двозначній зоні
- НБУ реагував на інфляцію підвищенням ставки з 6% до 9% протягом 2021 р.
- Інфляція навряд чи повернеться до цільового діапазону НБУ 5±1% у 2022 р., а тому облікова ставка залишатиметься на поточному рівні до кінця 3кв22.

**Інфляція залишається понад цільовим діапазоном НБУ через дію факторів попиту та пропозиції**

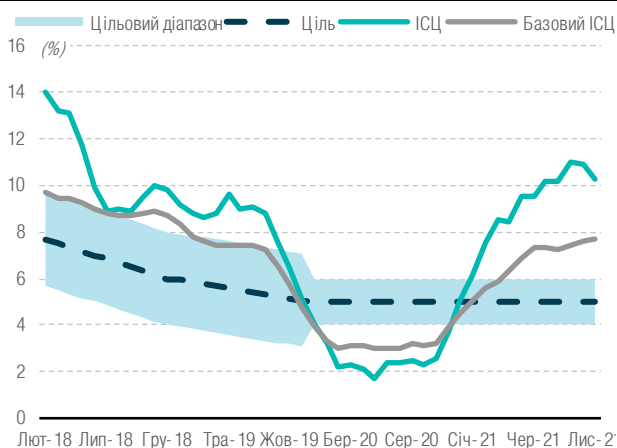
Інфляція залишалася високою на рівні 10.3% р/р у листопаді. Тиск на ціни формувався з багатьох джерел як з боку попиту, так і пропозиції. Хоча пікове значення індексу споживчих цін на рівні 11.0% уже позаду, знадобиться ще певний час для того, щоб дезінфляційний тренд став стійким. Базова інфляція продовжує прискорюватися, і ми очікуємо її пікового значення на рівні, близькому до 9% наприкінці 1кв22. Ціни на продукти харчування були вищими на 13.9% р/р у листопаді і залишаються ключовим фактором інфляції. У значній мірі їхнє зростання відображає загальносвітовий тренд. Ціни на зернові та олійні культури сьогодні на 20-30% вищі ніж торік, що також визначає зростання цін на м'ясо та молочні продукти.

Інший суттєвий чинник зростання ІСЦ – дуже стрімкий ріст промислових цін, зокрема цін на енергоносії, які перетікають у ціни на споживчі товари та транспортні послуги. Жорсткий ринок праці також є проінфляційним чинником. Бізнес змушений був кілька разів підвищувати заробітні плати, щоб утримати працівників. Стрімке зростання зарплат посилювало тиск на ціни з боку факторів попиту.

Зростання споживчих цін було значною мірою стримане адміністративним регулюванням тарифів на комунальні послуги, які займають 8% споживчого кошика домогосподарств. Зокрема тарифи на газ та електроенергію були обмежені до травня 2022 р. Підвищення тарифів із травня дуже ймовірно, оскільки це одне із зобов'язань України в рамках співпраці з МВФ. Зняття обмежень на тарифи, своєю чергою, матиме помітний вплив на інфляцію.

Графік 17. ІСЦ, базовий ІСЦ, ціль з інфляції, % р/р

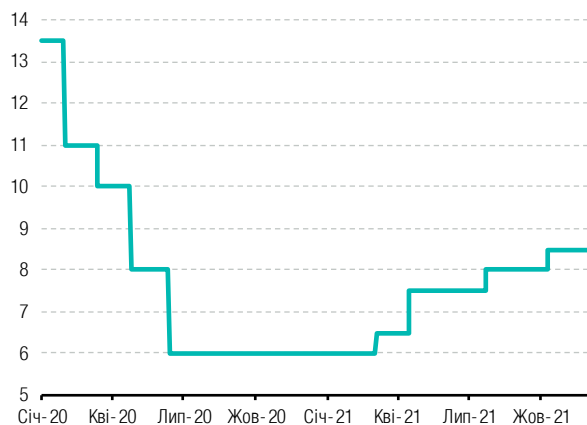
Інфляція прискорилася та залишається на рівні двох знаків



Джерело: Держстат, НБУ, ІСУ.

Графік 18. Облікова ставка НБУ, %

НБУ суттєво підвищив облікову ставку від початку 2021 року



Джерело: НБУ, ІСУ.

Загалом ми вважаємо, що інфляція навряд чи повернеться до цільового діапазону НБУ на рівні  $5\% \pm 1$  в.п. наступного року та очікуємо інфляції на рівні 7.2% у грудні 2022 р. Вищі інфляційні ризики обумовлюють зрозумілі наслідки для монетарної політики, і ми не бачимо великих шансів на помітне пом'якшення політики НБУ до кінця 2022 р. Облікова ставка 9% залишатиметься незмінною щонайменше до вересня. Проте існують ризики, що висока ключова ставка центрального банку збережеться й довше.

## Зовнішній баланс: помірне погіршення

- Поточний рахунок буде зведено з дефіцитом цього року. Через високі ціни на енергоносії в 2022 р. він розшириться до 2.3% ВВП
- Україна значною мірою буде залежати від фінансування з боку МФО для покриття дефіциту поточного рахунку через турбулентність на світових ринках капіталу та військовий тиск Росії
- Приплив ПІІ залишиться незначним у 2022 р.
- Валовий зовнішній борг швидко падає відносно ВВП, що послаблює залежність України від світових боргових ринків
- Резерви НБУ, ймовірно, перевищуватимуть 90% показника адекватності резервів МВФ у 2022 р.

### Глобальна енергетична криза несе ключові ризики для поточного рахунку

У 3кв21 поточний рахунок повернувся до дефіциту в основному через зростання імпорту палива на тлі високих цін, однак у річному вираженні поточний рахунок залишався в профіциті на рівні 0.4% ВВП. Іншим негативним фактором для поточного рахунку є значне збільшення прибутків іноземних компаній завдяки сприятливим товарним ринкам – виплати дивідендів та реінвестованого доходу іноземних дочірніх компаній зросли до \$10.5 млрд за 9М21 з \$1.4 млрд за 9М20. Так само швидке відновлення міжнародних подорожей та падіння транзиту російського газу призвело до скорочення балансу торгівлі послугами. Ми очікуємо, що імпорт палива зросте ще більше у 4кв21, а баланс поточного рахунку в 2021 р. буде зведено з дефіцитом на рівні 1.1% ВВП, порівняно з профіцитом у 3,4% у 2020 р.

**Дефіцит поточного рахунку виростає до 2.3% ВВП у 2022 р. через значне розширення дефіциту торгового балансу**

**Високі ціни на газ спричинили майже половину загального збільшення імпорту енергоносіїв у 2021 р.**

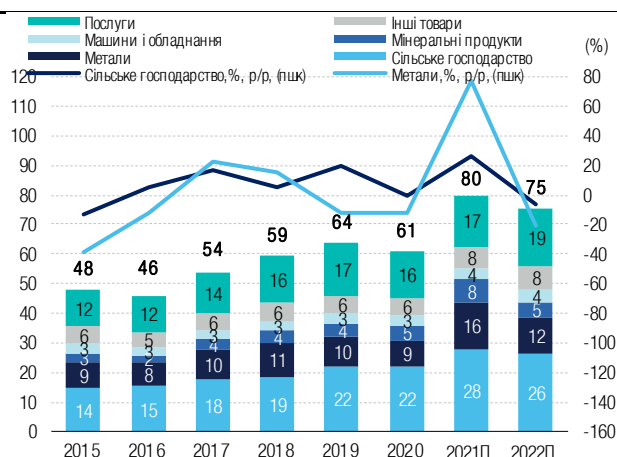
За нашими прогнозами, дефіцит поточного рахунку зростає до 2.3% ВВП у 2022 р., головним чином через значне розширення дефіциту торгового балансу.

Щодо експорту, то продажі зерна залишаються високими в 1кв22, але, ймовірно, згодом знизяться через нижчі ціни та гірший урожай наступного року. Експортні ціни на залізну руду залишаються слабкими і, ймовірно, будуть супроводжуватися падінням цін на сталь в Європі та країнах Близького Сходу, ключових ринках української сталі.

Щодо імпорту, ключовим негативним фактором є високі ціни на природний газ, нафту та вугілля. Ми очікуємо, що через високі ціни імпорт енергоносіїв виростає на 90% у 2021 р. і знизиться лише незначно в 2022 р. Частка енергоносіїв у загальному імпорті зростає до 18% у 2021 р. з 13% у 2020 р. Ріст цін на газ становить майже половину загального збільшення імпорту енергоносіїв у 2021 р. Існує високий ризик, що ціни на природний газ та інші види палива хоч і знизяться в 2022 р., залишаться на відносно високих рівнях. Однак перебої в постачанні можуть навіть призвести до росту цін.

**Графік 19. Експорт товарів і послуг з України, \$ млрд**

Ціни на залізну руду та сталь стали ключовими драйверами експорту України в 2021 р., вони знизяться на 20-30% у 2022 р.



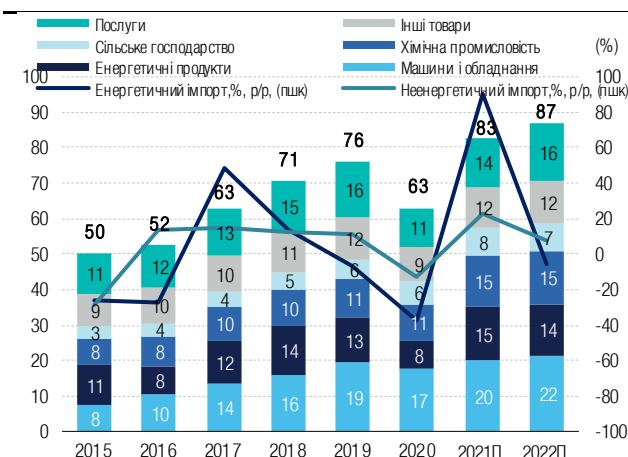
Джерело: НБУ, ICU

**Дуже високим є ризик збільшення імпорту газу цієї зими**

Залишається високим ризик того, що Україні буде необхідно наростити імпорт природного газу більше, ніж очікувалося протягом зимового сезону 2021/22. Запаси газу в Україні станом на середину жовтня були на 33% нижчими, ніж у жовтні 2020 р., і на 10% меншими, ніж у 2019 р. Наявних обсягів вистачить на весь зимовий опалювальний сезон 2021/22, якщо температура залишиться близькою до норми. Але якщо температура впаде нижче за норму або опалювальний сезон триватиме довше, ніж зазвичай, Україні доведеться купувати більше газу за дуже високими цінами. Ситуацію погіршують низькі запаси вугілля на українських теплових електростанціях. ТЕС вже змушені переходити на використання природного газу через дефіцит вугілля.

**Графік 20. Імпорт товарів і послуг в Україну, \$ млрд**

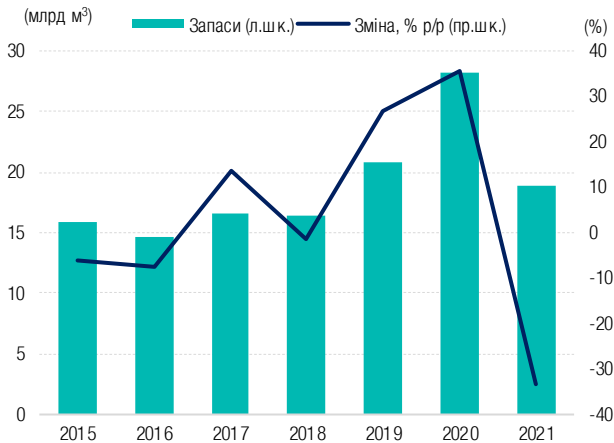
Через високі ціни на паливо імпорт енергоносіїв виростає на 90% у 2021 р., але знизиться на 6% у 2022 р. завдяки нижчим цінам



Джерело: НБУ, ICU

**Графік 21. Запаси газу станом на середину жовтня, млрд м<sup>3</sup>**

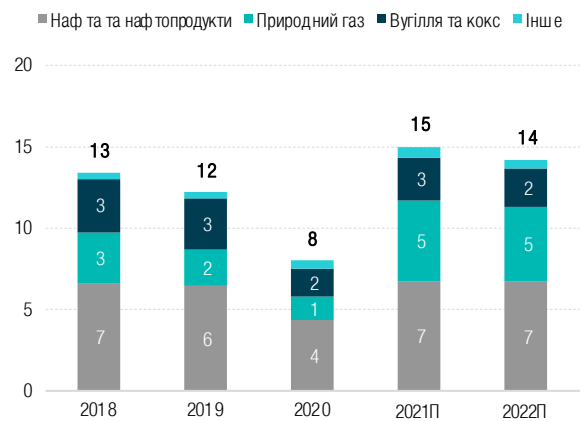
Запаси газу в Україні станом на середину жовтня були на 33% нижчими, ніж у жовтні 2020 р., і на 10% меншими, ніж у 2019 р.



Джерело: Bloomberg, НБУ, ICU

**Графік 22. Імпорт енергоносіїв, \$ млрд**

Через високу ціну на природний газ імпорту енергоносіїв збільшився на 90% у 2021 р. і залишиться високим у 2022 р.

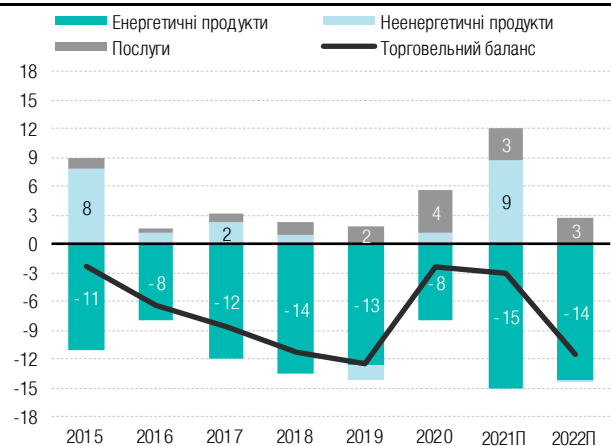


Джерело: Держстат, ICU

Через високу світову інфляцію та ріст цін на енергоносії неенергетичний імпорту також буде рости. Водночас імпорту споживчих товарів у реальному вимірі має уповільнюватися за рахунок помірного росту доходів населення. Несприятливі умови торгівлі для України призведуть до погіршення балансу торгівлі товарами, а відновлення виїзного туризму негативно вплине на баланс торгівлі послугами. Збільшення торгового дефіциту частково компенсують значні грошові перекази заробітчан, які залишаються стабільними, незважаючи на пандемію. Однак їх зростання також сповільниться через охолодження світової економіки.

**Графік 23. Торговий баланс, \$ млрд**

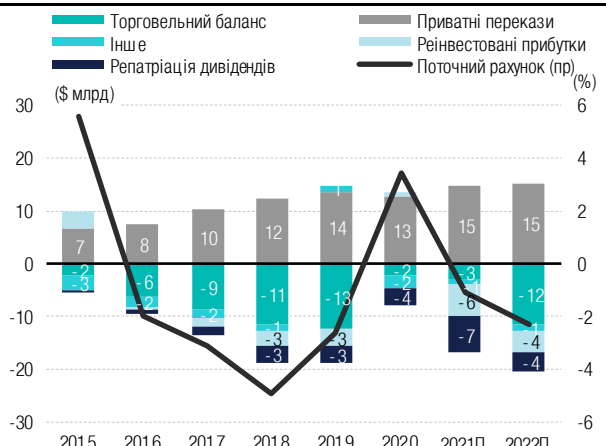
У 2021-22 рр. дефіцит торгівлі енергоресурсами перевищить показники 2018-19 рр. Дефіцит буде і в неенергетичному секторі торгівлі у 2022 р.



Джерело: НБУ, ICU

**Графік 24. Поточний рахунок, \$ млрд, % ВВП**

Дефіцит поточного рахунку виростає до 2.3% ВВП у 2022 р. через значне розширення дефіциту торгового балансу



Джерело: НБУ, ICU

### Чисті потоки капіталу будуть визначатися пільговими запозиченнями від МФО

**Валовий зовнішній борг має тенденцію до зниження, ПІІ залишаються незначними**

Валовий зовнішній борг України значно скоротився до 63% ВВП наприкінці 1П21 року з 130% наприкінці 2015 р. Якщо обсяг зовнішнього боргу додатково скоригувати на прострочені позики, які, імовірно, значною частиною були видані компаніям на окупованих територіях, відношення загального зовнішнього боргу до ВВП наблизиться до 52%. Це означає, що українська економіка має адекватний рівень заборгованості і не повинна зіткнутися з труднощами з пролонгацією своїх зобов'язань. Хоча рівень заборгованості економіки значно покращився, ситуація з ПІІ не виглядає позитивною. За останнє десятиліття приплив ПІІ в Україна був мінімальним, і більшість нових ПІІ були просто реінвестуванням чистого прибутку іноземними компаніями. Загальний обсяг ПІІ до ВВП на рівні лише 27% є чітким свідченням фундаментальних проблем з інвестиційним кліматом в Україні. ПІІ навряд чи відіграватимуть значну роль у припливу капіталу в найближчі роки, якщо інвестиційний клімат в Україні істотно не покращиться.

**Графік 25. Валовий зовнішній борг, \$ млрд, % ВВП**

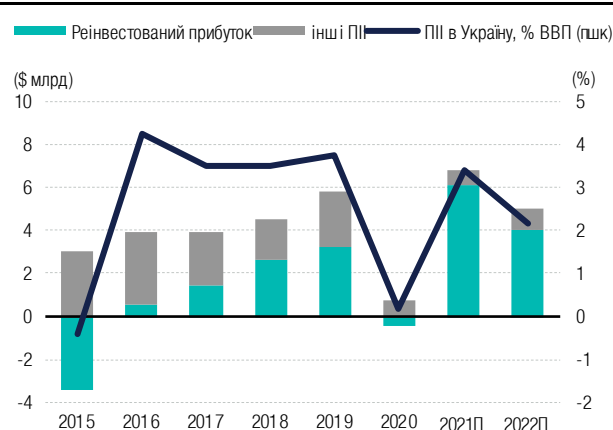
Валовий зовнішній борг швидко скорочується по відношенню до ВВП



Джерело: НБУ, ICU

**Графік 26. Прямі іноземні інвестиції, \$ млрд, % ВВП**

За останні роки приплив ПІІ був незначним



Джерело: НБУ, ICU

**Україна суттєво покладатиметься на пільгове фінансування для покриття дефіциту рахунку поточних операцій у 2022 р.**

**Валютний ринок може перебувати під тиском через напруженість у відносинах з Росією**

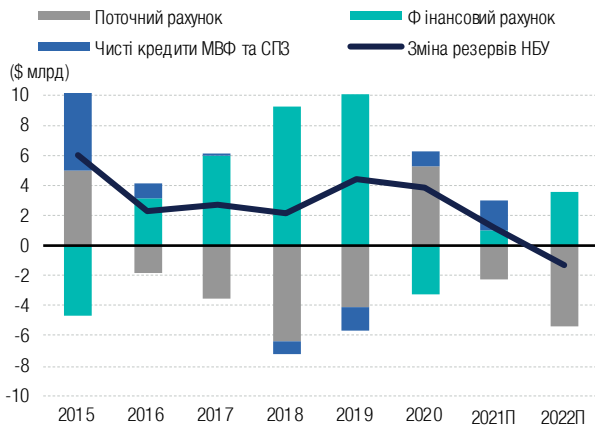
За нашими прогнозами, дефіцит поточного рахунку в Україні в 2022 р. буде близьким до \$5.3 млрд, або 2.3% ВВП. Це цілком керований рівень, який можна покрити за рахунок припливу капіталу навіть у часи помірного стресу на світових ринках капіталу, якщо Україна продовжить отримувати підтримку від МФО. Уряд, ймовірно, забезпечить чистий приплив боргового капіталу завдяки пільговому фінансуванню, зокрема, позикам від МВФ, загальна сума яких може становити \$2.2 млрд за чинною програмою Stand-by. Інші МФО також, ймовірно, надаватимуть допомогу Україні, особливо з огляду на зростаючі ризики через військовий тиск Росії. Чисті боргові потоки для приватного сектору швидше за все будуть близькими до нуля, але ризики залишаються значними. Таким чином, ми очікуємо, що резерви НБУ помірно знизяться в 2022 р. до близько \$29 млрд. Це комфортний рівень, що перевищує 90% показника адекватності резервів за метрикою МВФ (ARA).

Валютний ринок, імовірно, буде нестабільним, принаймні до кінця 1кв22, оскільки напруженість у відносинах із Росією може тимчасово підірвати впевненість місцевого бізнесу та населення, а також міжнародних інвесторів. Враховуючи специфічні для країни геополітичні фактори в поєднанні з невизначеністю на світових фінансових

ринках, ми очікуємо, що гривня дещо послабиться порівняно із середнім показником 27.3 грн/дол. у 2021 р.

**Графік 27. Платіжний баланс та міжнародні резерви, \$ млрд**

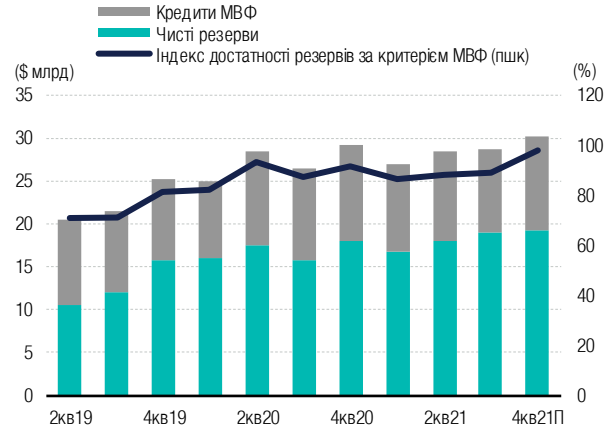
Дефіцит поточного рахунку має бути покритий за рахунок притоку фінансових коштів у 2022 р.



Джерело: НБУ, ICU

**Графік 28. Валові міжнародні резерви НБУ, \$ млрд**

Міжнародні резерви близькі до 100% показника адекватності резервів за метрикою МВФ (ARA)



Джерело: НБУ, ICU

## Фіскальна сфера: шлях консолідації

- Фіскальний дефіцит значно менший від показників, які планувалися на початку року, що додає довіри до урядової політики
- Державний бюджет на 2022 р. затверджено з дефіцитом 3.5% ВВП, що відповідає умовам співпраці з МВФ
- Здатність уряду фінансувати дефіцит бюджету повною мірою залежатиме від динаміки співпраці із МФО

### Фіскальні цілі регулярно перевищуються

**Уряд дотримується обережної фіскальної політики, перевищує цілі з дефіциту**

Уряд перевищить свої фіскальні цілі у 2021 р., і цьогорічний дефіцит ймовірно буде близьким до 3% ВВП, що значно нижче ніж 5.5% ВВП, які були заплановані на початку року. Таке перевищення переважно обумовлене значним приростом доходів бюджету, які зростають приблизно на 20% р/р, що значно вище від планового приросту. Надходження ключових податків зростають стрімко переважно завдяки високим цінам на ряд товарів та великим обсягам імпорту. Вищі надходження допоможуть знизити дефіцит бюджету порівняно з планом.

Оприлюднені на 2022 р. плани також є прийнятними. Доходи та витрати державного бюджету мають зростати темпами, що нижчі за темпи зростання номінального ВВП, а це знизить фіскальне навантаження на економіку. Уряд установив цільовий дефіцит державного бюджету на 2022 р. на рівні 3.5% ВВП. Це означає, що другий рік поспіль дефіцит буде помітно меншим ніж 5.2% ВВП, які Україна мала в ковідному 2020 р. Ми очікуємо, що фактичний дефіцит у 2022 р. знову буде меншим, ніж плановий.

Проте дефіцит державного бюджету – це лише частина історії. Ширший дефіцит зазвичай більший через надання урядом гарантій. Цього року уряд надавав гарантії на залучення понад \$1 млрд Укравтодором та \$825 млн Укренерго.

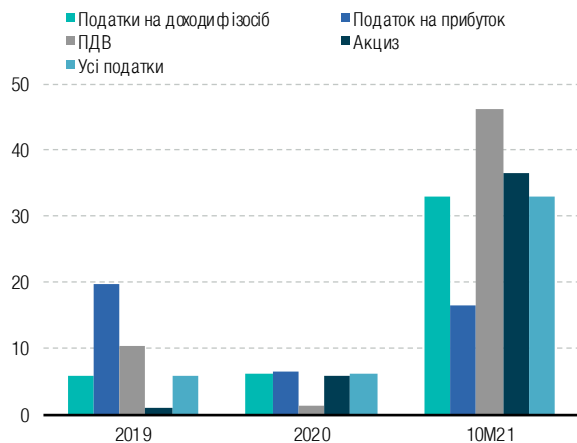


### Квазіфіскальний дефіцит також помірний

Уряд спромігся тримати інші складові квазіфіскального дефіциту на низьких рівнях. У 2021 р. не було потреби в капіталізації державних банків. Помітний прогрес у реформі корпоративного управління та бізнес стратегій державних банків дають надію, що ті не потребуватимуть капіталу й надалі. Водночас уряд планує капіталізацію державної компанії Укрфінжитло на суму до 30 млрд. грн. для реалізації проєктів із термомодернізації житлових будинків. Також уряд передбачив у бюджеті надання державних гарантій на суму близько \$1.3 млрд, що відповідає програмі співпраці з МВФ.

**Графік 29. Зміна доходів державного бюджету, % р/р**

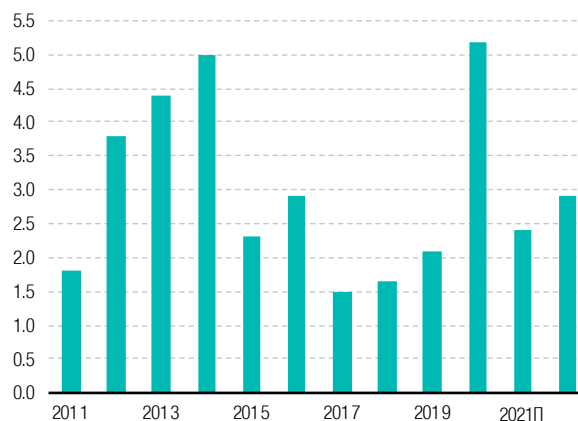
Податкові надходження суттєво перевищують планові показники



Джерело: МФУ, ІСУ.

**Графік 30. Дефіцит державного бюджету, % ВВП**

Дефіцит державного бюджету помітно знизився у 2021 р.



Джерело: МФУ, ІСУ.

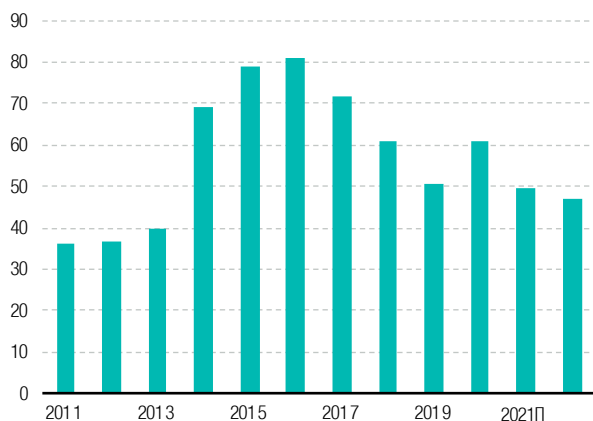
### Співвідношення державного боргу до ВВП падає через стрімке зростання номінального ВВП

#### Державний борг продовжує помітно знижуватися

Україна досягла помітного зниження співвідношення державного боргу до ВВП протягом останніх двох років. Цей показник імовірно буде меншим за 50% у 2021 р. Це є наслідком двох факторів. По-перше, цьому сприяла висока інфляція та стрімке зростання номінального ВВП. По-друге, дефіцит бюджету залишався помірним протягом ковідної кризи порівняно з іншими країнами. Перспективи на 2022 рік також позитивні, і ми очікуємо коригування цього показника в напрямку 45%. Попри значний прогрес у цій сфері поки що рано стверджувати, що ризики державного боргу низькі. Валютна структура боргу викликає занепокоєння – частка валютних інструментів у боргу все ще висока, на рівні 65%, хоча вона і знизилася певною мірою протягом двох років. Також середньозважена вартість боргу становить 7-8% річних, а це все ще високий рівень. В 2022 році близько 14% доходів державного бюджету буде спрямовано на сплату процентів. Саме для зниження вартості фондування необхідне фінансування від МФО. Тому Україна має використовувати всі можливості для залучення такого фінансування, зокрема через підтримання конструктивних відносин із МФО, які неодноразово показували готовність фінансувати дефіцит бюджету.

Графік 31. Державний борг, % ВВП

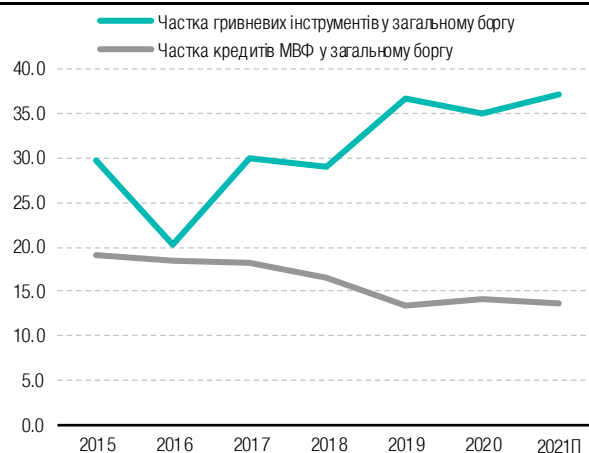
Співвідношення державного боргу до ВВП стрімко знижується



Джерело: Держстат, ICU.

Графік 32. Частка кредитів у гривні та кредитів від МВФ у загальному державному боргу

У державному боргу все ще значно переважає валютна складова



Джерело: МФУ, ICU.

**Ризики фінансування дефіциту бюджету в 2022 році цілком керовані**

Уряд планує залучити чистими 178 млрд грн у 2022 році, з яких 56% із внутрішнього ринку та 44% із зовнішніх джерел.

Таблиця 1. Фінансування дефіциту бюджету (оцінки ICU) та погашення державного боргу в 2022 році, млрд. \$

	2022		2022
<b>Зовнішні запозичення</b>	<b>5.2</b>	<b>Погашення зовнішнього боргу</b>	<b>2.5</b>
МВФ	2.2	МВФ	0.5
Інші МФО	1.0	Інші МФО	0.7
Ринки капіталу	2.0	Єврооблігації	1.0
		Інші зовнішні виплати	0.3
<b>Чисті зовнішні запозичення</b>	<b>2.7</b>		
<b>Внутрішні запозичення</b>	<b>13.5</b>	<b>Погашення внутрішнього боргу</b>	<b>10.0</b>
Валютні ОВДП	3.0	Валютні ОВДП	3.0
Гривневі ОВДП	10.0	Гривневі облігації	7.0
Внутрішні інвестори	8.9	На користь вітчизняних інвесторів	6.9
Нерезиденти	1.1		
<b>Чисті внутрішні запозичення</b>	<b>3.5</b>		
<b>Загальний обсяг запозичень</b>	<b>18.7</b>	<b>Всього погашень</b>	<b>12.5</b>

Джерело: МФУ, ICU.

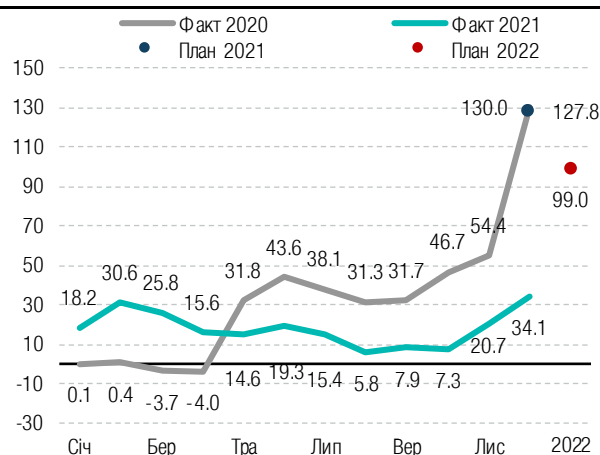
**План внутрішніх запозичень на 2022 рік дуже амбіційний**

План залучити в чистому вигляді 99 млрд грн є викликом, особливо з урахуванням того, що динаміка цього річних запозичень є дуже млявою. З початку року уряд спромігся залучити до сьогодні лише 34.1 млрд грн від гривневих облігацій попри те, що банки мали доступ до довгострокового рефінансування НБУ аж до вересня. План запозичень на 2022 рік не є простим і навряд чи буде виконаний повністю. Більша частина плану все ще виглядає правдоподібною за певних реалістичних припущень. По-перше, ми припускаємо, що відновиться інтерес іноземних інвесторів до місцевого боргу в гривні і вони збільшать вкладення на \$1 млрд (проти поточних \$3.4 млрд). Нові вкладення будуть підтримуватися очікуваним включенням гривневих облігацій з погашенням у 2025 році до індексу JPMorgan GBI EM з кінця березня. Це розширить коло інвесторів в український борг та сприятиме залученню нових коштів індексних фондів. Мінфін заявив, що також планує додати до цього індексу інші гривневі папери, зокрема з погашенням у 2024, 2026 та 2027 роках. По-друге, якщо припустити, що поточна частка ОВДП в активах банків залишається незмінною, то з огляду на поточний темп зростання активів приблизно на 10% за рік банки можуть збільшити портфель ОВДП на приблизно 50 млрд грн без витіснення кредитування. Навіть за таких правдоподібних припущень,

мета в 99 млрд грн залишається недосяжною. Якщо Мінфін не досягне цільового показника із внутрішніх запозичень, йому доведеться або збільшити зовнішні запозичення, або відповідно відкоригувати фіскальний дефіцит.

**Графік 33. Гривневі запозичення у 2020-2021 рр., млрд грн**

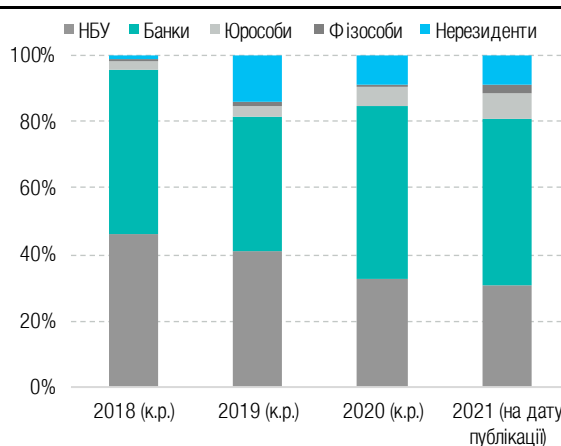
Чисте залучення гривневих коштів з початку року. Факт 2020 та 2021, план на 2022 рік



Джерело: МФУ, ІСУ.

**Графік 34. Структура інвесторів в ОВДП**

Включаючи гривневі та валютні облігації



Джерело: НБУ, ІСУ.

Зовнішні запозичення очікуються на рівні \$5.3 млрд у 2022 році та включатимуть \$2.5 млрд на погашення раніше залучених кредитів. Позитивом є те, що переважна більшість погашень, включаючи \$1 млрд єврооблігацій, припадає на 3кв22. Ми очікуємо, що урядувийде в 2022 рік із запасом валюти завдяки отриманому в листопаді траншу МВФ. Такі резерви дадуть Мінфіну достатню гнучкості у виборі оптимального моменту для виходу на міжнародні ринки капіталу.

**Зовнішні позики будуть переважно пільговим фінансуванням**

За умови, що Україна залишатиметься у програмі Stand-by з МВФ, ми не очікуємо жодних значних проблем у задоволенні потреб у валютних позиках. Фінансування МВФ може становити \$2.2 млрд, а кредити від інших МФО до \$1 млрд також є реалістичним сценарієм. Решта \$2.0 млрд можна позичити на ринках приватного капіталу. Ми також очікуємо, що наступного року Укравтодор знову вийде на ринок єврооблігацій.

Будь-які затримки програми МВФ та менші обсяги кредитування України створять виклики. Тож влада опиниться перед важким вибором, коли настане час запровадити соціально чутливі реформи, як-от зняття обмеження ціни на газ для населення, що передбачені меморандумом про співпрацю з МВФ.

## Внутрішній борг: все ще привабливий для іноземців

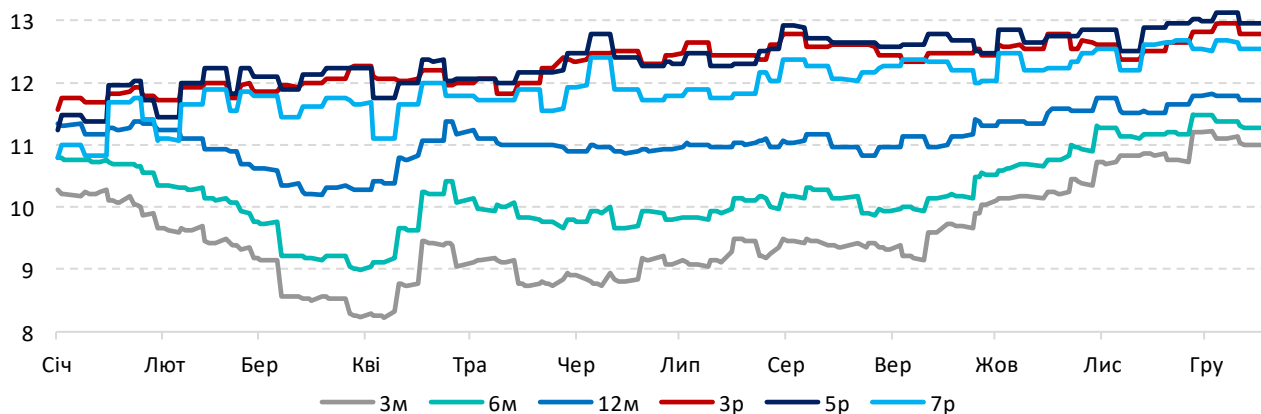
**Відсоткові ставки залишаться високими через жорстку монетарну політику НБУ**

Із 2019 року значна присутність нерезидентів на ринку ОВДП стала новою реальністю. Навіть після відчутного відпливу капіталу через пандемію COVID-19 їхній поточний портфель залишається великим – \$3.4 млрд або 3.7% державного боргу. Внутрішній ринок державних облігацій забезпечуватиме розумні інвестиційні можливості й у 2022 році. Ми очікуємо, що за відсутності нових зовнішніх шоків обсяг гривневих ОВДП у власності нерезидентів зросте. Ми бачимо кілька помітних особливостей ринку внутрішнього боргу в наступному році:

**Відсоткові ставки** протягом 2022 року залишатимуться відносно високими та двозначковими. Зараз процентні ставки на первинному ринку знаходяться в діапазоні від 10.5% для тримісячних облігацій до 13.25% для шестирічних паперів, що принаймні на 150 б.п. вище за облікову ставку НБУ. Дохідності на вторинному ринку коливаються переважно від 11% до 13% для тих самих термінів погашення. Ми очікуємо, що висока інфляція залишиться більш тривалою, ніж зараз прогнозує НБУ, а тому поточна облікова ставка 9.0%, яка встановлює орієнтир для вартості державного боргу, збережеться принаймні до кінця вересня 2022 року. Це може дещо скоригувати очікування дохідностей і довшого кінця кривої. На нашу думку, відсоткові ставки на первинному ринку облігацій надалі зростуть до 11–14% для інструментів від трьох місяців до п'яти років (наприклад, облігацій до 2027 року).

**Графік 35. Дохідності гривневих ОВДП на вторинному ринку, %**

*Середньозважені дохідності на основі справедливої вартості державних облігацій, що розраховує НБУ*



Джерело: НБУ, ICU

**Можливості торгівлі** залишаються незмінними, навіть якщо обмінний курс гривні іноді може перебувати під помірним тиском, враховуючи військовий тиск Росії на Україну.

**Фокус на коротко- та середньострокових ОВДП збережеться.** Мінфін, імовірно, уникне значного випуску довгострокових боргів, щоб не фіксувати поточну підвищену вартість запозичень в очікуванні зниження ставок з 4кв22. Таким чином, основна увага приділятиметься випуску коротко- та середньострокових ОВДП, щоб відповідати строковій структурі попиту місцевих банків, зумовленій їхніми обмеженнями ліквідності.

*Включення ОВДП у індекс JPMorgan GBI EM є важливою подією*

**Включення ОВДП у індекс JPMorgan GBI EM** має покращити ліквідність, оскільки з'явиться новий попит від індексних фондів. Ширше коло інвесторів дасть більше можливостей для виходу з ОВДП у стресові періоди, і це, безсумнівно, буде добре відобразитися на ліквідності як вторинного, так і первинного ринку.

## Єврооблігації: розрахунок на покращення кредитного рейтингу

Дохідність українських єврооблігацій знизилася до найнижчого в 2021р. рівня, перш ніж ціни на облігації втратили частину свого зростання з листопада - через ситуацію на світовому ринку капіталу та маневри російської армії поблизу кордону України. У 2022р. уряду необхідно буде залучити на міжнародних ринках капіталу що найменше \$2.0млрд. Ми також очікуємо, що державні компанії, зокрема Укравтодор, залучатимуть фінансування ззовні. Основні моменти, на які слід звернути увагу наступного року:

*Світові ринки капіталу, ймовірно, будуть менш дружніми до країн, що розвиваються, але кредитний профіль України швидше за все покращиться*

**Більш жорстка монетарна політика США.** Цикли підвищення ставок зазвичай супроводжуються зрушенням спредів облігацій нижчої кредитної якості. Цього разу про це не можна стверджувати напевно, оскільки посилення відбувається на тлі значної невизначеності з пандемією COVID та уповільнення зростання на ринках, що розвиваються. Таким чином, Україна, як і багато інших країн, що розвиваються, може зіткнутися з ускладненням доступу до міжнародних ринків капіталу та вищими спредами в 2022 році. Оскільки монетарна політика єврозони залишається більш м'якою порівняно з США, Україна може розглянути випуск облігацій, номінованих в євро, через їх нижчу вартість залучення. Проте база інвесторів для облігацій, номінованих в євро, менша.

**Покращення оцінки платоспроможності України стане помітною підтримкою для єврооблігацій.** За останні роки Україна досягла значних успіхів у покращенні своєї платоспроможності. Зовнішні рахунки країни є збалансованими, обсяг валютних резервів знаходиться на комфортному рівні, а фіскальний дефіцит і співвідношення боргу до ВВП стають все більш безпечними в порівнянні зі схожими за рейтингом країнами.

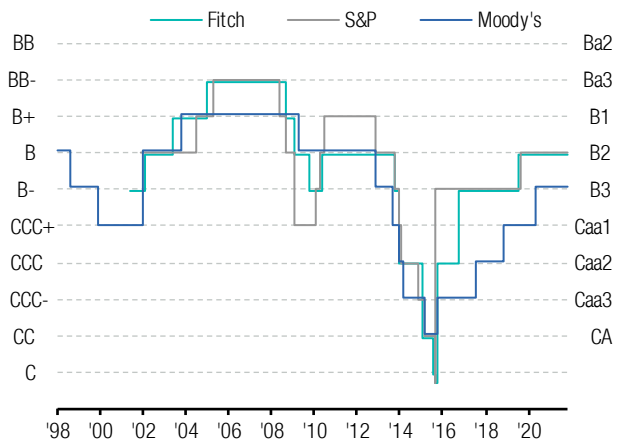
*Підвищення суверенного кредитного рейтингу дуже ймовірно, якщо Росія не буде продовжувати ескалацію*

**Покращення кредитного рейтингу можливе у 2022.** Кредитні рейтинги України від Fitch і S&P наразі знаходяться на одному рівні і не змінювалися з вересня 2019 року. Moody's підвищило кредитний рейтинг України в 2020 році до B3, але він все ще на одну сходинку відстає від S&P і Fitch. Це свідчить про хороші шанси на покращення суверенного рейтингу в 2022 році, що може скоротити спреди України до казначейських облігацій США на 0.5 - 1.0 п.п. за інших рівних умов.

**Геополітика є ключовим ризиком,** який може тримати ставки високими. Україна дуже далека від вирішення питань своєї безпеки і залишатиметься під загрозою з боку Росії в осяжному майбутньому. Навіть якщо поточне нарощування військових вздовж українських кордонів завершиться деескалацією в найближчі місяці, подібні інциденти ймовірно в подальшому. Це, природно, підвищує надбавку за ризик, яку вимагають інвестори в облігації країни.

### Графік 36. Суверенні кредитні рейтинги України

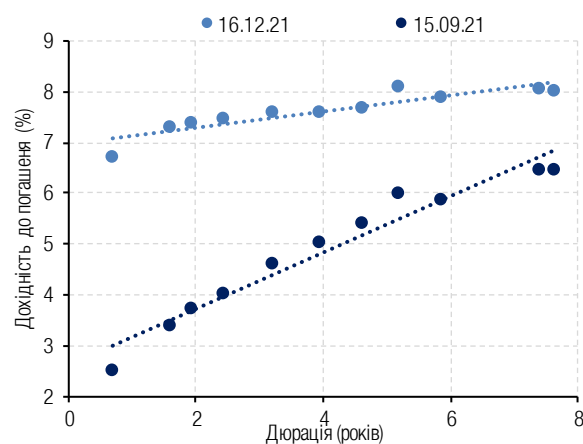
Рейтингові агентства, ймовірно, підвищать суверенний рейтинг України в 2022 році



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

### Графік 37. Дохідності єврооблігацій, %

Крива вирівнялася, а дохідність зросла в міру зростання військової загрози



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

## Річні прогнози на 2021–22 рр.

	Історичні дані за 2011-20 рр.										Прогноз ICU	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021П	2022П
<b>Економічна активність</b>												
Реальний ВВП (% р/р)	5.5	0.2	(0.0)	(6.6)	(9.8)	2.4	2.5	3.4	3.2	(4.0)	2.9	3.2
Номинальний ВВП (млрд грн)	1,300	1,405	1,465	1,587	1,989	2,385	2,984	3,561	3,978	4,194	5,435	6,450
Номинальний ВВП (млрд дол)	163	174	180	133	90	93	112	131	155	155	199	233
Безробіття (%)	8.0	7.6	7.3	9.3	9.1	9.3	9.5	8.8	8.2	9.5	9.0	8.3
<b>Інфляція</b>												
Індекс споживчих цін (% р/р, к.п.)	4.6	(0.2)	0.5	24.9	43.3	12.4	13.7	9.8	4.1	5.0	10.3	7.2
Індекс споживчих цін (% р/р, сер.)	8.0	0.6	(0.3)	12.1	48.7	13.9	14.4	10.9	7.9	2.7	9.4	8.9
Дефлятор ВВП (% р/р)	14.2	7.8	4.3	15.9	38.9	17.1	22.1	15.4	8.3	9.8	26.0	15.0
<b>Обмінні курси</b>												
Гривня/Долар США (к.п.)	8.0	8.1	8.2	15.8	24.0	27.3	28.1	27.7	23.8	28.3	27.4	27.8
Гривня/Долар США (сер.)	8.0	8.1	8.2	12.0	21.9	25.6	26.6	27.2	25.8	27.0	27.3	27.7
<b>Зовнішні баланси</b>												
Баланс поточного рахунку (млрд дол)	(10.2)	(14.3)	(16.5)	(4.6)	5.0	(1.9)	(3.5)	(6.4)	(4.1)	5.3	(2.2)	(5.3)
Баланс поточного рахунку (% ВВП)	(6.3)	(8.3)	(9.2)	(3.5)	5.6	(2.0)	(3.1)	(4.9)	(2.7)	3.4	(1.1)	(2.3)
Торгівельний баланс (млрд дол)	(10.1)	(14.3)	(15.6)	(4.6)	(2.4)	(6.5)	(8.7)	(11.4)	(12.5)	(2.4)	(3.0)	(11.6)
Торгівельний баланс (% ВВП)	(6.2)	(8.3)	(8.7)	(3.5)	(2.6)	(6.9)	(7.8)	(8.7)	(8.1)	(1.5)	(1.5)	(5.1)
Експорт (млрд дол)	83.7	86.5	81.7	65.4	47.9	46.0	53.9	59.2	63.6	60.7	79.8	75.3
Імпорт (млрд дол)	93.8	100.9	97.4	70.0	50.2	52.5	62.7	70.6	76.1	62.5	82.8	86.9
Приплив капіталу (за ф/р) (млрд дол)	7.7	10.1	18.6	(9.1)	(4.6)	3.1	6.0	9.3	10.1	(3.3)	0.7	(1.0)
ПІІ (млрд дол)	7.0	7.2	4.1	0.3	(0.4)	3.8	3.7	4.5	5.2	0.1	6.8	5.0
ПІІ (% ВВП)	4.3	4.1	2.3	0.2	(0.5)	4.1	3.3	3.4	3.4	0.1	3.4	2.1
Міжнародні резерви (млрд дол)	31.8	24.5	20.4	7.5	13.3	15.5	18.8	20.8	25.3	29.1	30.3	29.0
<b>Процентні ставки</b>												
Облікова ставка НБУ (% к.п.)	7.75	7.50	6.5	14.0	22.0	14.0	14.5	18.0	13.5	6.0	9.0	8.5
<b>Публічні фінанси</b>												
Баланс бюджету (% ВВП)	(1.8)	(3.8)	(4.4)	(5.0)	(2.3)	(2.9)	(1.5)	(2.4)	(2.1)	(5.1)	(2.4)	(2.9)
Державний борг (% ВВП)	36.4	36.7	39.9	69.4	79.0	80.9	71.8	60.9	50.6	60.8	49.7	46.8
<b>Зарплати</b>												
Середня номінальна зарплата (грн)	2,639	3,032	3,274	3,475	4,207	5,187	7,105	8,867	10,504	11,591	13,999	15,905
Реальна зарплата (% р/р)	8.8	14.3	8.2	(5.2)	(18.5)	7.8	19.7	12.6	9.9	7.4	10.1	5.5

Джерело: Держстат, НБУ, МФУ, ICU.

## Квартальні прогнози на 2021–22 рр.

	Історичні дані								Прогноз ICU							
	1кв19	2кв19	3кв19	4кв19	1кв20	2кв20	3кв20	4кв20	1кв21	2кв21	3кв21	4кв21	1кв22	2кв22	3кв22	4кв22
<b>Економічна активність</b>																
Реальний ВВП (% р/р)	3.1	4.8	3.8	1.4	(1.2)	(11.2)	(3.5)	(0.5)	(2.2)	5.7	2.7	5.0	3.3	3.3	3.2	3.0
Номинальний ВВП (млрд грн)	820	933	1,112	1,113	854	875	1,163	1,301	1,009	1,169	1,498	1,759	1,276	1,401	1,778	1,993
Номинальний ВВП (млрд дол)	30	35	44	46	34	33	42	46	36	42	56	66	46	51	65	72
<b>Інфляція</b>																
Індекс споживчих цін (% р/р, к.п.)	8.6	9.0	7.5	4.1	2.3	2.4	2.3	5.0	8.5	9.5	11.0	10.3	9.1	8.0	7.5	7.2
Індекс споживчих цін (% р/р, сер.)	8.9	9.1	8.5	5.2	2.6	2.1	2.4	3.8	7.4	9.1	10.5	10.5	9.7	8.6	7.8	7.4
Дефлятор ВВП (% р/р)	12.2	9.9	7.6	4.7	5.3	5.6	8.4	17.5	20.7	26.4	25.5	28.8	22.5	16.0	15.0	10.0
<b>Обмінні курси</b>																
Гривня/Долар США (сер.)	27.3	26.5	25.2	24.2	25.0	26.9	27.6	28.3	28.0	27.6	26.9	26.8	27.7	27.7	27.5	27.8
Гривня/Долар США (к.п.)	27.3	26.2	24.4	23.8	27.6	26.7	28.3	28.3	27.9	27.2	26.6	27.4	27.8	27.6	27.5	27.8
<b>Процентні ставки</b>																
Облікова ставка НБУ (% к.п.)	18.0	17.5	16.5	13.5	10.0	6.0	6.0	6.0	6.5	7.5	8.5	9.0	9.0	9.0	9.0	8.5

Джерело: Держстат, НБУ, ICU.







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

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



## АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

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

**Тарас Котович**  
старший фінансовий аналітик,  
державний борг  
[taras.kotovych@icu.ua](mailto:taras.kotovych@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 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](mailto:research@icu.ua).**