

Останні місяці прогнози економічної активності традиційно погіршуються на тлі переоцінки ефектів пандемії та впроваджених карантинних обмежень. Нещодавно майже синхронно свої оновлені прогнози опублікували МВФ і Світовий банк, з кардинально різними позиціями. Прогноз МВФ - падіння ВВП цього року до 8.2% і зростання на 1.1% наступного року. Прогноз Світового банку - падіння 3.5% і зростання 3.0% відповідно. Якщо прогноз першого можна вважати скоріше стресовим сценарієм, то оптимізм останнього важко пояснити. Натомість очікування щодо показників платіжного балансу, обмінного курсу та інфляції поступово покращуються. Це саме стосується і прогнозів зниження облікової ставки, але ці прогнози уже традиційно відстають від рішень НБУ.

* * *

Стан економіки і прогноз ВВП

Національна економіка починає відкриватися після двох місяців жорсткого карантину, однак більшість прогнозистів очікує, що відновлення буде поступовим через слабкий попит та негативний вплив решти пост-пандемічних обмежень на показники продуктивності. Більшість організацій прогнозують, що реальний ВВП України впаде на 5-6% у 2020 р. та зросте на 4-5% у 2021 р. Прогнози Уряду і НБУ загалом вписуються в цю картинку – падіння на 4.8-5% у 2020 р. та зростання на 4.3% у 2021 році (НБУ). Однак, у своїх комунікаціях останнього рішення з монетарної політики НБУ відзначав, що «з високою імовірністю споживчий та інвестиційний попит залишатиметься пригніченим довше, ніж прогнозувалося у квітні... падіння української економіки може бути глибшим, ніж очікувалося». Ймовірно, прогнози в найближчі місяці будуть трохи погіршуватися.

Неузгодженість позицій МВФ та Світового банку

На початку місяця майже синхронно свої оновлені прогнози опублікували МВФ і Світовий банк. При цьому прогнози цих організацій, центральні офіси яких розміщені у Вашингтоні навпроти один одного, були кардинально протилежними. Так, МВФ опублікував сценарій,

який за низкою основних показників скоріше можна використовувати для стрес-тестування. Зокрема, МВФ погіршив прогноз падіння ВВП цього року до 8.2% (з 7.7% у квітневому WEO) та відновлення наступного року до 1.1% (з 3.6%). Натомість, Світовий банк очікує падіння ВВП цього року лише на 3.5% і зростання на 3.0% наступного року.

Інфляція

Споживча інфляція продовжила уповільнюватися і оновила свій мінімум з 2013 року в травні – 1.7% р/р. Поки що ефекти слабкого попиту та падіння цін на енергоносії у світі переважають інші чинники. Надалі очікуються відновлення попиту та цін на енергоносії та певне послаблення обмінного курсу гривні до кінця року – ці фактори обумовлюють прискорення інфляції до 5.5-5.7% за консенсусними оцінками. Схоже, що ці прогнози будуть в найближчі місяці переглядатися в бік зниження як нещодавно зробили Dragon Capital та ICU. Наприклад, у квітні НБУ прогнозував 6% на кінець 2020 р., але вже бачить, що інфляція буде довше утримуватися нижче цільового рівня, ніж передбачав квітневий прогноз. На цьому низькоінфляційному фоні прогнози інфляції уряду та МВФ (11.6% і 7.7% відповідно) викликають щирий подив. На 2021 р. більшість прогнозистів закладає інфляцію близькою до цілі НБУ – 5%, що певною мірою є свідченням довіри до монетарної політики центрального банку.

Облікова ставка

Низька інфляція дала змогу НБУ піти на черговий рішучий крок і знизити минулого тижня облікову ставку до найнижчого історичного рівня – 6%. Це стало сюрпризом для більшості прогнозистів, які в середньому передбачали ставку на кінець цього року близько 6.5% і маржинальне зниження її наступного року. Та й сам НБУ ще у квітні очікував, що ставка буде знижена до 7% і триматиметься на цьому рівні до кінця 2021 р. Водночас, у своїх комунікаціях НБУ попередив про закінчення циклу різкого зниження ставки і дав нейтральний «forward guidance», натякнувши на можливість наступної зміни облікової ставки в обидва боки. Тим цікавіше буде побачити новий прогноз НБУ щодо ставки наприкінці липня.

Виконання бюджету

Багато в чому цей прогноз залежатиме від виконання бюджету. Поки що незважаючи на недоотримання доходів і ще більше недовиконання видатків, більшість прогнозистів бачать його дефіцит за результатами року близьким до планового – біля 7% ВВП (тоді як МВФ – 7.7% ВВП, НБУ – 8% ВВП). У наступному році передбачається помірна фіскальна консолідація – зниження дефіциту до 3.6% ВВП, хоча прогноз МВФ у 5.3% ВВП дає підстави очікувати більш поступового скорочення дефіциту.

Незважаючи на значне збільшення бюджетного дефіциту цього року, державні фінанси видаються стійкими. Зростання відношення державного боргу до ВВП очікується достатньо помірним – до 63% ВВП цього року і повернення до низхідного тренду вже в наступному році.

Поточний рахунок

Зовнішня позиція економіки України виявилася достатньо стійкою до ефектів коронакризи завдяки значному покращенню умов торгівлі та різкому скороченню імпорту. Однак, незважаючи на формування достатньо відчутного профіциту поточного рахунку за перші 4 місяці, загалом за рік більшість прогнозистів очікують дефіцит – на рівні 0.6-1.7% ВВП, і його розширення наступного року – до 1.6-2.2% ВВП. Ймовірно, в найближчі місяці можливі перегляди прогнозу сальдо поточного рахунку цього року, як це нещодавно зробили Dragon Capital та ICU, які тепер синхронно прогнозують профіцит на рівні 1% ВВП.

Резерви НБУ

Враховуючи домовленості щодо офіційного фінансування, можливе повернення уряду на міжнародний ринок капіталу та відновлення припливу приватного капіталу, міжнародні резерви на кінець цього року прогнозуються на рівні \$25-26 млрд і \$26.4-27.3 млрд на кінець 2021 р. Прогнози НБУ традиційно трохи вищі. А ось новий прогноз МВФ відверто здивував – прогнозується падіння резервів до \$19.3 млрд цього року і відновлення лише до \$23.4 млрд наступного. І це при тому, що МВФ закладає в цей прогноз отримання офіційного фінансування відповідно до плану. Отже, такий результат можливий лише внаслідок

суттєвого впливу приватного капіталу, при цьому в значно більших обсягах ніж спостерігалось в березні. Як уже зазначалось вище, це можна розглядати скоріше в рамках певного стрес тестування, аніж як базовий сценарій.

Обмінний курс

Зрозуміло, що за таких умов обмінний курс гривні має різко послабитись – МВФ не публікує свій прогноз курсу, але розрахунки на основі інших індикаторів це підтверджують. Однак більшість прогнозистів очікують лише помірне послаблення обмінного курсу – до 28 грн/дол на кінець цього року і до 28.3–28.9 грн/дол наступного.

Висновки

Макроекономічна ситуація відносно стабільна. Інфляція низька, зовнішньоекономічні баланси покращуються, бюджетний дефіцит - у рамках прийняттого, зважаючи на ситуацію з кризою через коронавірусну пандемію. Реалізація кризових сценаріїв у фінансовому секторів (масштабний вплив капіталу, різка девальвація, проблеми у банківській системі) можлива лише за умови політичної кризи або різкого погіршення показників економічної активності. Політична криза може бути викликана саме політичною боротьбою або різкими і неочікуваними проблемами в економіці. У свою чергу, такі проблеми можуть виникнути через непродумані кадрові рішення (наприклад, руйнація незалежності НБУ або чергові зміни в фінансово-економічному блоці уряду, які погіршать якість Кабінету міністрів та відповідних міністерств) або безвідповідальні економічні політики (такі як безконтрольна емісія, значна корупція в держпідприємствах, тощо). На нашу думку, ймовірність таких сценаріїв усе ще залишається низькою, хоч і зросла останнім часом.

Додаток. Прогнози ключових макроекономічних показників України

		2018	2019	2020					2021						
				Cons	Gov	NBU	IMF	WB	EBRD	Cons	Gov	NBU	IMF	WB	EBRD
					29.03.20	23.04.20	09.06.20	08.06.20	13.05.20		23.04.20	09.06.20	08.06.20	13.05.20	
Activity															
Real GDP	YoY, %	3,4	3,2	-5,3	-4,8	-5,0	-8,2	-3,5	-4,5	4,4		4,3	1,1	3,0	5,0
Nominal GDP	UAHbn	3 561	3 975	3 956	3 986	3 970	3 908			4 450		4 360	4 277		
Nominal GDP	US\$bn	130,8	155,2	146						158					
Unemployment	%	8,8	8,2	10,7	9,4	9,5	12,6			9,6		8,6	12,0		
Inflation															
Headline inflation	YoY, %, e.o.p.	9,8	4,1	5,5-5,7	11,6	6,0	7,7			5,0-5,5		5,0	5,9		
Headline inflation	YoY, %, avg.	10,9	7,9	3,9	6,8	4,3	4,5			6,0		5,8	7,2		
GDP deflator	YoY, %	15,4	8,1	5,1	5,3	5,1	7,1			7,7		5,1	8,2		
Exchange rates															
UAH/USD	e.o.p.	27,7	23,8	27,9-28,1						28,3-28,9					
UAH/USD	avg.	27,2	25,8	27,05						28,15					
External balances															
C/A balance	US\$bn	-4,4	-1,3	-2,4		-2,5	-2,2			-3,4		-5,3	-2,9		
C/A balance	% of GDP	-3,3	-0,9	-1,7 - -0,6			-1,7			-2,2 - -1,6			-2,0		
Trade balance	US\$bn	-11,4	-12,4	-11,1	-8,3	-12,4	-7,5			-13,6			-12,9		
Exports	US\$bn	59,1	63,4	58,9	59,9	63,4	56,1			61,9		61,6	63,2		
Imports	US\$bn	70,5	75,8	70,0	68,2	75,8	63,6			75,4		75,3	76,0		
Reserves	US\$bn	20,8	25,3	25-26		27,2	19,3			26,4-27,3		28,6	23,4		
Interest rates															
NBU's key policy rate	%, e.o.p.	18,0	13,5	6,5		7,0				6,1-6,3		7,0			
Fiscal Balance															
Budget balance	% of GDP	-2,4	-2,1	-6,9		-8,0	-7,7			-3,6		-2,8	-5,3		
Public debt	% of GDP	60,9	50,6	63,1			65,4			61,1			62,7		