

---

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	
<b>Activity</b>															
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		
<b>Inflation</b>															
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		
<b>Exchange rates</b>															
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					
<b>External balances</b>															
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		
<b>Interest rates</b>															
NBU's key policy rate	%, e.o.p.	18,0	13,5	6,5		7,0				6,1-6,3		7,0			
<b>Fiscal Balance</b>															
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		