

За останній місяць зміни в макроекономічних прогнозах відбулись насамперед у частині процентної ставки. Як ми зазначали минулого разу, учасники ринку традиційно відстають від рішень НБУ і після червневого зниження ставки НБУ до 6% суттєво переглянули свої прогнози донизу. Водночас, усі наявні макроекономічні прогнози оприлюднювались до відставки Голови НБУ Я. Смолія, що сколихнула фінансові ринки України. Після цієї події низка прогнозистів заявила про посилення ризиків для обмінного курсу в бік більш суттєвої девальвації. Крім того, через невизначеність щодо політики нового Голови НБУ і зростання турбулентності на фінансових ринках декілька організацій тепер вже не ставлять на зниження облікової ставки НБУ під час засідання з монетарної політики наступного тижня.

\* \* \*

## Економіка відновлюється з квітневого дна, але падіння ВВП за рік як і раніше очікується значним

На основі місячних даних Держстату за оцінками Dragon Capital та ICU падіння ВВП у травні уповільнилося до 10% р/р порівняно з 13-16% р/р у квітні. З такими показниками узгоджуються й оцінки Мінекономіки щодо падіння ВВП у січні-травні на 5.9% р/р. Окремі випереджаючі індикатори свідчать про те, що економіка продовжила відновлення досить швидкими темпами й у червні. Однак, більшість прогнозистів очікує, що відновлення буде поступовим через слабкий попит та негативний вплив решти пост-пандемічних обмежень на показники продуктивності. Як і раніше, більшість організацій прогнозують, що реальний ВВП України впаде на 5-6% у 2020 р. та зросте на 4-5% у 2021 р. Наступного тижня, НБУ має оприлюднити свій новий макроекономічний прогноз, і судячи з попередніх заяв він може бути переглянутий у бік погіршення порівняно з 5% падіння у 2020 році у квітневому прогнозі.

## Прогнози інфляції поступово знижуються

Не зважаючи на прискорення інфляції у червні до 2.4% р/р консенсусні прогнози на цей і наступні роки продовжують поступово знижуватися, як ми і припускали минулого разу. Прогнозисти все більше враховують той факт, що ефекти слабого попиту та падіння цін на енергоносії у світі переважають інші чинники. Водночас наразі консенсусні прогнози споживчої інфляції на кінець цього і наступного років дуже близькі до інфляційної цілі НБУ – 5%. Сам НБУ, ймовірно, перегляне свій поточний прогноз інфляції на кінець 2020 р. (6%) наступного тижня в бік зниження. Прогноз Уряду інфляції цього року (11.6%) на цьому низькоінфляційному фоні виглядає “білою вороною”.

---

## Подальше зниження облікової ставки під загрозою через сагу з призначенням нового Голови НБУ

---

Після зниження ставки НБУ до 6% прогнозисти врахували це у своїх прогнозах на початку місяця, зменшивши її очікуваний рівень до 5.5% на кінець цього року та до 5.7% на кінець наступного. Однак, відставка Я. Смолія з посади Голови НБУ та викликана цим реакція фінансових ринків спричинила те, що аналітики Goldman Sachs та JP Morgan відкликали свій прогноз подальшого зниження ставки у III кварталі (до відставки Я. Смолія очікували зниження до 5%). Водночас низка аналітиків, зокрема ICU, вважають, що низькоінфляційне середовище все ще дають підстави НБУ трохи знизити ставку. Тому очікуємо наступного четверга як на рішення НБУ по ставці, так і на публікацію її оновленого прогнозу. Призначення нового очільника НБУ та більша визначеність щодо його позиції відносно монетарної політики може мати важливий вплив на ці рішення.

---

## Прогнози дефіциту поточного рахунку, ймовірно, занадто консервативні

---

Через зміну методології обліку реінвестованих доходів та продовження покращення стану зовнішньої торгівлі профіцит поточного рахунку в січні-травні цього року становив \$5.6 млрд. Однак, поки що аналітики дуже повільно враховують це в своїх прогнозах. Так, консенсусні прогнози сальдо поточного рахунку хоч і поліпшились, але досі переважає бачення, що за результатами року буде дефіцит поточного рахунку (в середньому – 1.3% ВВП), а наступного року він навіть розширеться (до 2.1% ВВП). Ймовірно, в найближчі місяці аналітики будуть переглядати свої прогнози сальдо поточного рахунку в бік покращення.

---

## Прогнози міжнародних резервів знижуються і можуть погіршитися надалі

---

Успішне отримання офіційного фінансування від МВФ і ЄС, а також продовження купівлі валюти НБУ на ринку дозволили НБУ наростити резерви до \$28.5 млрд на кінець червня. Однак, попри це консенсусні прогнози міжнародних резервів дещо погіршилися – до \$25 млрд на кінець цього року і \$26 млрд на кінець 2021 р. Невизначеність щодо отримання нових траншів від МВФ і заморожування вже фактично погодженого траншу від Світового банку внаслідок відставки Я. Смолія можуть призвести до подальшого погіршення прогнозів стану резервів. І очікування МВФ щодо падіння резервів до \$19,3 млрд цього року вже можуть не здаватися настільки нереалістичними.

---

## Обмінний курс суттєво залежатиме від подальшої політики НБУ

---

Так само, урядові прогнози щодо середнього обмінного курсу на цей рік (29.5 грн/дол) ще донедавна виглядали зовсім нереалістичними. Однак, після публічних заяв Президента та зростання невизначеності щодо подальшої політики НБУ внаслідок зміни керівництва аналітики можуть перестати виключати такий сценарій. До цього ж прогнози були більш стримані – в середньому, аналітики очікують помірне послаблення курсу - до 28 грн/дол на кінець цього року і до 28,2 грн/дол на кінець наступного.

### Висновки

Минулого разу ми відзначали, що незважаючи на коронавірусну пандемію ситуація у фінансовому секторі залишається стабільною і реалізація кризових сценаріїв можлива лише за умови політичної кризи. На жаль, відставка Я.Смолія та невизначеність щодо політики нового Голови НБУ суттєво підвищує ймовірність такого кризового сценарію. Скасування вже майже завершеної угоди з розміщення єврооблігацій, мінімальний інтерес до гривневих ОВДП, підвищення дохідностей внутрішніх і зовнішніх державних цінних паперів – яскраве тому підтвердження. Виправити ситуацію ще можливо через призначення “технократичного” Голови НБУ, що продовжить політику на забезпечення цінової та фінансової стабільності. Наскільки цим критеріям відповідатиме Кирило Шевченко, кандидатуру якого вчора запропонував Президент, а сьогодні підтримала Верховна Рада - залишається відкритим. У випадку, якщо політики НБУ будуть зміщені в бік більш короткострокових політичних інтересів, подальші перспективи вітчизняної економіки будуть погіршуватися, а створена протягом останніх років “запас безпеки” швидко танути.

Додаток. Прогнози ключових макроекономічних показників України

Yearly forecasts																
			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	3 899	3 986	3 970	3 908			4 272		4 360	4 277		
	Nominal GDP	US\$bn	130,8	155,2	146						154					
	Unemployment	%	8,8	8,2	10,6	9,4	9,5	12,6			9,4		8,6	12,0		
<b>Inflation</b>																
	Headline inflation	YoY, %, e.o.p.	9,8	4,1	5,2	11,6	6,0	7,7			5,1		5,0	5,9		
	Headline inflation	YoY, %, avg.	10,9	7,9	3,7	6,8	4,3	4,5			5,9		5,8	7,2		
	GDP deflator	YoY, %	15,4	8,1	3,6	5,3	5,1	7,1			4,9		5,1	8,2		
<b>Exchange rates</b>																
	UAH/USD	e.o.p.	27,7	23,8	28,00						28,20					
	UAH/USD	avg.	27,2	25,8	26,72						27,81					
<b>External balances</b>																
	C/A balance	US\$bn	-4,4	-1,3	-1,8		-2,5	-2,2			-3,2		-5,3	-2,9		
	C/A balance	% of GDP	-3,3	-0,9	-1,3			-1,7			-2,1			-2,0		
	Trade balance	US\$bn	-11,4	-12,4	-10,9	-8,3	-12,4	-7,5			-13,4			-12,9		
	Exports	US\$bn	59,1	63,4	58,5	59,9	63,4	56,1			61,5	61,6	63,2			
	Imports	US\$bn	70,5	75,8	69,4	68,2	75,8	63,6			74,9	75,3	76,0			
	Reserves	US\$bn	20,8	25,3	25,3		27,2	19,3			26,1	28,6	23,4			
<b>Interest rates</b>																
	NBU's key policy rate	%, e.o.p.	18,0	13,5	5,5		7,0				5,73		7,0			
<b>Fiscal Balance</b>																
	Budget balance	% of GDP	-2,4	-2,1	-7,2		-8,0	-7,7			-3,7		-2,8	-5,3		
	Public debt	% of GDP	60,9	50,6	62,9			65,4			60,9			62,7		