

Протягом останнього місяця свої прогнози майже синхронно оновили НБУ та Кабмін. Уже традиційно Кабмін не оприлюднив оновлені показники на поточний рік. Адже будь-які зміни до прогнозних показників поточного року сприймаються як підґрунтя для перегляду (тобто збільшення) видатків бюджету. Також традиційно рівні інфляції та відповідно номінальних показників у урядовому прогнозі суттєво перевищують консенсусні оцінки. Однак цього року в урядових прогнозистів є для цього об'єктивна підстава – їхній прогноз враховує анонсоване Урядом стрімке підвищення мінімальної заробітної плати наступного року (до 6 тис грн з 1 січня та до 6.5 тис грн з 1 липня). Інші організації, включно з НБУ, не встигли закласти у свої прогнози нещодавно задеклароване урядом зростання мінімальної заробітної плати. Але залишається питання, наскільки з таким прогнозом високої інфляції наступного року погодиться оновлений НБУ і як він буде реагувати своїми монетарними інструментами.

* * *

Економіка: провал у II кварталі та повільне відновлення далі

У II кварталі ВВП впав на 11.4% р/р. Більшість аналітиків очікували, що ВВП знизиться приблизно на 10.5% р/р, Мінекономіки та НБУ оцінювали падіння в 11% р/р. Надалі економіка продовжить відновлення. Однак, більшість прогнозистів очікує, що воно 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. А консенсусні оцінки зростання наступного року дещо погіршилися – до 4.2%. Нові оцінки Кабміну більш оптимістичні – 4.6%, НБУ більш консервативний – 4.0%. Враховуючи негативні оцінки впливу різкого підвищення мінімальної заробітної плати на пост-пандемічне відновлення (див., напр., за [посиланням](#)), оптимізм Кабміну потребує додаткового обґрунтування.

Консенсусні прогнози інфляції продовжують знижуватися, але наступний рік готує сюрпризи

Як ми припускали раніше, тенденція переглядів прогнозів інфляції у бік зниження продовжилася. Наразі, консенсусні оцінки на цей і наступний роки близькі до інфляційної цілі НБУ – 5%. Однак, навряд чи хтось із прогнозистів закладав у свої прогнози такі ж припущення щодо підвищення мінімальної заробітної плати як і Кабмін. У результаті прогноз останнього по інфляції суттєво вище «ринку» - 7.3% (і 8.7% у середньому, що передбачає річну інфляцію близько 9-10% всередині року). Останні роки це вже стало для Кабміну певною традицією «не довіряти» політиці інфляційного таргетування НБУ та закладати занадто «оптимістичні» прогнози щодо інфляції та

відповідно номінальних показників. І вимушена жорстка політика НБУ ставала сюрпризом для Уряду. Чи буде такою ж агресивною політика НБУ за нового керівництва залишається питанням. Поки що НБУ уникає прямої відповіді, оприлюднивши свій прогноз на попередній траєкторії заробітної плати. Тому інфляція на наступний рік там не сильно відрізняється від цілі і консенсусу – 5.5%.

Подальша динаміка облікової ставки – політичні vs економічні чинники

Неочікувано для багатьох НБУ залишив ставку незмінною на 6% наприкінці липня та опублікував нову траєкторію ставки, відповідно до якої подальше зниження не закладається. Навіть навпаки через рік НБУ планує підняти ставку до 6.5%. Більш того, стрімкі підвищення мінімальної заробітної плати наступного року з відповідними проінфляційними ефектами разом з уже очевидною паузою в отриманні траншів від МВФ створюють передумови для швидшого і більш рішучого підвищення ставки. Але при цьому консенсусні прогнози навіть після липневого рішення майже не змінилися. Ринок як і раніше бачить ставку на рівні 5.7% на кінець цього року і її утримання на цьому ж рівні впродовж наступного року. Єдиним логічним поясненням такого бачення є «м'яка» риторика нового очільника НБУ К.Шевченка до призначення на цю посаду та останні кадрові зміни в НБУ, де змінилось ще 2 члени Правління. Крім того, інші гілки влади та окремі впливові групи продовжують формувати запит на подальше пом'якшення монетарної політики. Раніше НБУ у своїх монетарних рішеннях спирався передусім на макроекономічні фактори та необхідність досягнення інфляційних цілей. Чи продовжиться така політика й надалі і буде відповіддю на питання, чи залишився НБУ незалежним.

Прогнози поточного рахунку покращуються, але, ймовірно, усе ще занадто консервативні

НБУ суттєво покращив прогноз сальдо поточного рахунку, врахувавши зміну методології обліку реінвестованих доходів та позитивні ефекти коронакризи на стан зовнішньої торгівлі – тепер очікує профіцит \$6.5 млрд цього року та дефіцит \$4.5 млрд наступного. Як ми й очікували, аналітики теж покращують свої прогнози поточного рахунку, але роблять це дуже повільно. Більша частина прогнозистів все ще має дефіцит поточного рахунку у своїх прогнозах.

Прогнози міжнародних резервів знижуються і можуть погіршитися надалі

Успішне розміщення єврооблігацій навіть в умовах чистого продажу валюти НБУ дозволило продовжити нарощення міжнародних резервів у липні – до \$28.8 млрд. Це зумовило покращення консенсусних прогнозів міжнародних резервів на кінець цього року – до \$26-27 млрд. Однак, цей рівень значно нижче оновленого прогнозу НБУ, відповідно до якого резерви мають зрости на кінець року майже до \$30 млрд. Звичайно, цей прогноз традиційно базується на припущенні про отримання повного обсягу кредитів від МВФ та інших офіційних партнерів, а ймовірність цього суттєво знизилась за останній місяць. До речі, прогноз резервів МВФ на кінець цього року (\$19,3 млрд) виглядає вже супер консервативним.

Обмінний курс суттєво залежатиме від подальшої політики НБУ

Сильна позиція по поточному рахунку та залучення Урядом коштів на міжнародних ринках капіталу, ймовірно, зумовили майже незмінність прогнозів щодо обмінного курсу на кінець цього і наступного років – 28 грн/дол і 28.2-29.5 грн/дол відповідно. У цьому контексті до урядового прогнозу курсу на наступний рік (28.8 грн/дол на кінець року, 29.1 грн/дол у середньому) особливих питань не виникає.

Висновки

Перше рішення оновленого НБУ щодо ставки було максимально технократичним і дозволило вгамувати пристрасті на вітчизняному фінансовому ринку. Однак, рішення Кабміну щодо різкого підвищення мінімальної заробітної плати суттєво ускладнює подальше життя нового керівництва НБУ. Адже в найближчі місяці потрібно буде визначитися з реакцією на майбутнє прискорення інфляції, яке вже закладено в прогнози Уряду. Відсутність належної і оперативної реакції, ймовірно, матиме наслідком значне прискорення інфляції, для угамування якої треба буде вже значно сильніше затискати монетарну політику, або йти турецьким сценарієм перманентних циклів високої інфляції та девальвації. Водночас, агресивна реакція зразка НБУ 2017-18 років у свою чергу вже суттєво ускладнить життя Уряду та завдання зі зниження ринкових ставок та відновлення кредитування. Багато в чому це рішення і визначатиме майбутні макроекономічні сценарії.

Додаток. Прогнози ключових макроекономічних показників України

Yearly forecasts													
			2019	2020					2021				
				Cons	Gov	NBU	IMF	WB	Cons	Gov	NBU	IMF	WB
					29.03.20	23.07.20	09.06.20	08.06.20		29.07.20	23.07.20	09.06.20	08.06.20
Activity													
	Real GDP	YoY, %	3,2	-5,6- -5,1	-4,8	-6,0	-8,2	-3,5	4,2	4,6	4,0	1,1	3,0
	Nominal GDP	UAHbn	3 975	3 955	3 986	3 910	3 908		4 438	4 506	4 300	4 277	
	Nominal GDP	US\$bn	155,2	148					160				
	Unemployment	%	8,2	10,6	9,4	10,0	12,6		9,3	9,2	9,0	12,0	
Inflation													
	Headline inflation	YoY, %, e.o.p.	4,1	5,0-5,2	11,6	4,7	7,7		4,7-5,6	7,3	5,5	5,9	
	Headline inflation	YoY, %, avg.	7,9	3,4	6,8	2,9	4,5		5,6	8,7	5,8	7,2	
	GDP deflator	YoY, %	8,1	5,0	5,3	4,7	7,1		7,7	8,1	5,7	8,2	
Exchange rates													
	UAH/USD	e.o.p.	23,8	28,00					28,2-29,5	28,80			
	UAH/USD	avg.	25,8	26,68					27,81	29,10			
External balances													
	C/A balance	US\$bn	-1,3	-0,7-1,6		6,5	-2,2		-2,0		-4,5	-2,9	
	C/A balance	% of GDP	-0,9	-1,0 -+0,9			-1,7		-3,2- -2,0			-2,0	
	Trade balance	US\$bn	-12,4	-10,5	-8,3	-3,2	-7,5		-12,9	-10,4	-12,1	-12,9	
	Exports	US\$bn	63,4	58,3	59,9	60,1	56,1		60,8	60,2	62,9	63,2	
	Imports	US\$bn	75,8	68,8	68,2	63,3	63,6		73,8	70,6	75,0	76,0	
	Reserves	US\$bn	25,3	25,6-27,3		29,8	19,3		26,9-28,4		32,7	23,4	
Interest rates													
	NBU's key policy rate	%, e.o.p.	13,5	5,5-5,7		6,0			5,7-6,5		6,5		
Fiscal Balance													
	Budget balance	% of GDP	-2,1	-7,1		-7,5	-7,7		-3,9		-4,0	-5,3	
	Public debt	% of GDP	50,6	62,9			65,4		61,5			62,7	