

Протягом останнього місяця прогнози значно не змінювались. Як і раніше, більшість аналітиків очікують падіння економіки цього року на 5-6% і відновлення в наступному приблизно на 4.0-4.5%. Інфляція цього року буде близькою до 5% цілі НБУ, а наступного року прискориться через стрімке підвищення мінімальної зарплати та м'якшу фіскальну політику. Однак ринок поки що майже не закладає підвищення облікової ставки у відповідь на це посилення інфляційного тиску. Водночас аналітики дедалі більше враховують у своїх прогнозах гарну ситуацію з поточним рахунком платіжного балансу, внаслідок чого покращують прогнози щодо резервів і не надто змінюють прогнози щодо обмінного курсу. Суттєвих змін, порівняно з поточним рівнем, майже не передбачають, що суттєво контрастує з погіршенням курсових очікувань останніми місяцями. У жовтні очікуємо на публікацію нових прогнозів МВФ і НБУ та обговорення проекту бюджету в парламенті. Результати цих подій безумовно визначатимуть макроекономічний ландшафт наступного року.

\* \* \*

## Економіка: після падіння цього року відскок у наступному

Останні 4 місяці консенсусні прогнози щодо ВВП майже не змінюються – аналітики прогнозують падіння на 5-6% цього року і зростання наступного року близько 4%-4.5%. Оцінка Кабміну на наступний рік лише гранично більш оптимістична – 4.6%. НБУ більш консервативний, закладаючи падіння на 6.0% цього року і зростання на 4.0% наступного. З одного боку, позитивно на прогнози ВВП впливав швидкий вихід економіки з карантину влітку та сприятливі умови торгівлі, насамперед високі ціни на залізну руду та сталь. З іншого боку, збільшення випадків зараження коронавірусом останній місяць і зростання невизначеності щодо економічної політики влади та отримання офіційного фінансування від МВФ і інших кредиторів гальмують більш стрімке покращення очікувань.

Через місяць під час своїх Щорічних зборів має оновити свій прогноз МВФ. Його поточні оцінки (падіння ВВП на 8% цього року та відновлення лише на 1% наступного року) виглядають навпрочуд песимістичними.

## Інфляція: цього року близько до цілі, наступного зросте, але наскільки – вибір за НБУ

Триває тенденція переглядів прогнозів інфляції цього року у бік зниження. Нині консенсусні оцінки (4.6-4.8%) вже трохи нижчі цілі НБУ. Натомість на наступний рік ця тенденція припинилася і прогнози почали поступово зростати – до 5-6%. Однак, навряд чи ще всі

аналітики у своїх прогнозах врахували плани уряду щодо стрімкого підвищення мінімальної зарплати наступного року. Тому в найближчі місяці очікуємо перегляд прогнозів у бік підвищення, як це минулого тижня синхронно зробили аналітики Dragon Capital та ICU (до 6.8% і 6.5% відповідно).

Прогноз Кабміну щодо інфляції залишається суттєво вище «ринку» - 7.3% (і 8.7% у середньому, що передбачає річну інфляцію близько 9-10% всередині року). Наприкінці жовтня має свій новий прогноз оприлюднити НБУ, вже з урахуванням різкого підвищення мінімальної зарплати. І головна інтрига полягає у виборі базового сценарію новим керівництвом – або погоджуватися з баченням уряду, або проводити більш жорстку політику для утримання інфляції в цільовому діапазоні.

---

## Облікова ставка: скоріше вгору, ніж донизу

---

Власне, вибір НБУ свого базового сценарію і ступеню м'якості/жорсткості своєї монетарної політики й зумовить подальшу траєкторію ставки. Поки що, відповідно до липневого прогнозу, ставка буде утримуватися на поточному рівні 6% до середини наступного року і потім буде підвищена до 6.5%. На вересневому засіданні КМГП усі його члени підтримали збереження ставки на 6%. При цьому, відповідно до протоколу, більше обговорювалась можливість зниження ставки, однак аргументи проти такого рішення були занадто переконливими.

Мабуть, саме через цю більшу «голубину» схильність нового керівництва НБУ аналітики поки що не сильно поспішають змінювати свої прогнози. Тому консенсус на цей рік залишається в діапазоні 5.5-6.0%, на наступний рік – у діапазоні 6.0-6.5%. Також, імовірно, ще не всі аналітики врахували у своїх прогнозах ефекти різкого підвищення мінімальної зарплати наступного року, а також більш м'яку фіскальну політику. А отже, є велика ймовірність, що в найближні місяці і НБУ, і ринкові аналітики трохи піднімуть свої прогнози. Як це минулого тижня зробили аналітики Dragon Capital та ICU, що тепер очікують наступного року ставку на рівні 7%.

---

## Поточний рахунок: з профіцитом цього року та з поверненням до дефіциту наступного

---

Низка факторів зумовили перехід до профіциту поточного рахунку цього року (7 млрд дол США за перші 7 місяців року). З одного боку, це стійкість експорту за основними статтями експорту (продукції АПК і ГМК, ІТ послуг) і грошових переказів. А з іншого – падіння імпорту товарів і витрат на закордонні подорожі. Крім того, НБУ почав враховувати в поточному рахунку реінвестовані доходи корпорацій з іноземним капіталом, а отже їхні збитки цього року відображаються з мінусом у поточному рахунку. Тому аналітики продовжують покращувати свої прогнози і вже за результатами року в середньому виходить профіцит – близько \$1 млрд, тоді

як у останньому прогнозі НБУ –\$6.5 млрд. Ми схильні більше довіряти саме оцінкам НБУ, оскільки особливо закордонні аналітики, схоже, не дуже уважно відслідковують ситуацію в зовнішніх рахунках України.

Водночас на наступний рік і НБУ, і аналітики очікують повернення до дефіциту поточного рахунку – до \$4.5 млрд і \$3.3 млрд відповідно.

---

## Міжнародні резерви: прогнози покращуються, але не дотягують до оптимізму НБУ

Профіцит поточного рахунку продовжує створювати можливості для НБУ купувати валюту на ринку, хоч і в не дуже великих обсягах через відплив капіталу за фінансовим рахунком. У результаті резерви на початок вересня вже перевищили \$29 млрд. Це дозволяє аналітикам покращувати свої прогнози резервів, які в середньому на кінець цього року становлять \$26-29 млрд, і на кінець наступного - \$27.5-30 млрд. Як і з поточним рахунком, закордонні аналітики менш оптимістичні, ніж вітчизняні.

Однак поки що більшість аналітиків очікує рівень резервів значно нижчий, ніж за прогнозом НБУ, відповідно до якого резерви мають зрости на кінець року майже до \$30 млрд. Цей прогноз традиційно базується на припущенні про отримання повного обсягу кредитів від МВФ та інших офіційних партнерів, а ймовірність цього скоріше погіршилася за останній місяць через низку факторів. Серед них – судові рішення, чергові атаки на антикорупційні органи та початок обговорення в парламенті бюджету, проект якого ще не був погоджений з МВФ. До речі, запропонований урядом бюджет з дефіцитом 6% ВВП є певним сюрпризом для ринку. Адже в середньому аналітики закладали у свої прогнози бюджетний дефіцит на рівні 4.2% ВВП, недалеко від оцінок НБУ (4% ВВП), у прогнозі МВФ дефіцит становив 5.3% ВВП.

---

## Обмінний курс: суттєво залежатиме від подальшої політики НБУ

Сильна позиція щодо поточного рахунку на тлі погіршення очікувань щодо надходження офіційного фінансування зумовлюють майже незмінні прогнози щодо обмінного курсу останніми місяцями. Зокрема на кінець цього року аналітики очікують 28.0-28.5 грн/дол, на кінець наступного – 28.5-29.5 грн/дол. Враховуючи послаблення гривні останніми тижнями, ймовірно, ці прогнози будуть переглядатись у найближчому майбутньому в бік слабшої гривні. У цьому контексті урядовий прогноз курсу на наступний рік (28.8 грн/дол на кінець року, 29.1 грн/дол у середньому) особливих питань не викликає.

## Висновки

За останній місяць значних змін у прогнозах макроекономічного розвитку не відбулось. У жовтні мають оновити свої прогнози МВФ (у рамках своїх Щорічних зборів) і НБУ (за результатами рішення з монетарної політики та публікації Інфляційного звіту). МВФ, імовірно, наблизить свої прогнози до консенсусних, при цьому важливим буде питання щодо узгодження прогнозу дефіциту бюджету з урядом і парламентом, який буде активно працювати з поданим урядом проектом бюджету в найближчі місяці. Найбільша інтрига у прогнозі НБУ – це яку реакцію монетарної політики буде закладено в базовий сценарій прогнозу за більш суттєвого посилення інфляційного тиску порівняно з липневими оцінками (через стрімке підвищення мінімальної зарплати та дефіцит бюджету в 6% ВВП). Інформація щодо перспектив отримання траншів від МВФ і реакція НБУ будуть суттєво впливати і на макроекономічні прогнози аналітиків приватного сектору.

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
<b>Activity</b>												
Real GDP	YoY, %	3.2	-5.3 -5.0	-4.8	-6.0	-8.2	-4.5	4.2-4.5	4.6	4.0	1.1	5.0
Nominal GDP	UAHbn	3 975	3 912	3 986	3 910	3 908		4 468	4 506	4 300	4 277	
Nominal GDP	US\$bn	155.2	146					158				
Unemployment	%	8.2	10.4	9.4	10.0	12.6		9.2	9.2	9.0	12.0	
<b>Inflation</b>												
Headline inflation	YoY, %, e.o.p.	4.1	4.6-4.8	11.6	4.7	7.7		5.0-6.0	7.3	5.5	5.9	
Headline inflation	YoY, %, avg.	7.9	3.2	6.8	2.9	4.5		5.7	8.7	5.8	7.2	
GDP deflator	YoY, %	8.1	3.9	5.3	4.7	7.1		9.6	8.1	5.7	8.2	
<b>Exchange rates</b>												
UAH/USD	e.o.p.	23.8	28.0-28.5					28.5-29.4	28.8			
UAH/USD	avg.	25.8	26.7					28.2	29.1			
<b>External balances</b>												
C/A balance	US\$bn	-1.3	1.1		6.5	-2.2		-3.3		-4.5	-2.9	
C/A balance	% of GDP	-0.9	0.7			-1.7		-2.1			-2.0	
Reserves	US\$bn	25.3	26.4-29.0		29.8	19.3		27.5-30.0		32.7	23.4	
<b>Interest rates</b>												
NBU's key policy rate	%, e.o.p.	13.5	5.7-5.8		6.0			6.0-6.6		6.5		
<b>Fiscal Sector</b>												
Budget balance	% of GDP	-2.1	-7.2		-7.5	-7.7		-4.2		-4.0	-5.3	
Public debt	% of GDP	50.6	63.9			65.4		62.9			62.7	

Маєте коментарі чи запитання?  
Звертайтеся, будь ласка, до chief policy officer KSE  
Павла Кухтирчук [pavla.kukhtyrchuk@kse.org.ua](mailto:pavla.kukhtyrchuk@kse.org.ua)