

Макрогляд

Економіка на карантині

П'ЯТНИЦЯ, 10 КВІТНЯ 2020

Пандемія коронавірусу та карантин можуть викликати різкий спад економіки. Борючись із пандемією, українська влада запровадила обмеження, що є дещо суворіші, ніж у інших країнах. Ці обмеження можуть бути ще більше посилені, якщо пандемія продовжить поширюватися. Унаслідок цього, за нашим оптимістичним сценарієм двомісячних обмежень та поступового відновлення після них, український ВВП може впасти на 6-8% у 2020 році. Значні невизначеності щодо тривалості карантину, реакції економіки на нього, темпів відновлення, а також можливої другої хвилі поширення вірусу роблять ці прогнози предметом високого ризику зі схильністю до погіршення.

Погіршення споживання призведе до зниження економіки. Споживання домогосподарств - головний рушій зростання ВВП у 2017-19 роках - становило 74% ВВП України в 2019 році. Через пандемію та карантин споживання може скоротитися на 30-40% у 2кв20 та повільно відновлюватися, що у підсумку за рік складе зниження на 10-15%. Тому споживання може дати 11-13 п.п. до загального зниження ВВП 2020 року. Інший ключовий компонент ВВП, інвестиції, може скоротитися ще більше - на 30-35%, що спричинить ще 4-5 п.п. падіння ВВП у 2020 році.

Скорочення торгового дефіциту зменшить удар лише частково. Попит домогосподарств на імпорتنі споживчі товари зменшиться, а разом з падінням цін на товари, зокрема на нафту та природний газ, імпорту в Україну знизиться на 30-35%. Водночас карантинні обмеження, погіршення зовнішнього попиту та врожай, який, можливо, буде гіршим цього року, будуть мати негативний вплив на український експорт. Загалом дефіцит торгівлі може впасти на 80-90% до \$1.5-2 млрд., або близько 1% ВВП.

Угода МВФ має вирішальне значення для боргових виплат та покриття дефіциту бюджету. Без доступу до фінансових ринків через пандемію та глобальну рецесію Україна не зможе обслуговувати свій борг у 2020 році без співпраці із МВФ. Це призведе до втрати 3-4 млрд доларів ЗВР та девальвації гривні. Крім того, без допомоги МВФ уряд не зможе фінансувати дефіцит бюджету, який може зрости вище 8-9% ВВП, аби допомогти економіці відновитися після карантину. Досягнення угоди із МВФ у найближчі тижні - це єдиний життєздатний варіант для України. Отже, ми робимо це частиною нашого базового сценарію: уряд отримує фінансову допомогу від МФО розміром \$7 млрд у 2020 році, зокрема \$4-5 млрд на боротьбу з наслідками пандемії.

Гривня коливатиметься, але отримає підтримку завдяки угоді із МВФ. Продовження потоку негативних новин щодо пандемії та карантину може збільшити розпродаж гривневих активів. Однак без таких шоків і з угодою із МВФ гривня може посилитися до 26-27 грн/\$ у 2кв20.

НБУ продовжить пом'якшувати монетарну політику та надаватиме банкам додаткову ліквідність. Ми очікуємо, що регулятор продовжить знижувати облікову ставку до 7.5-8% на кінець цього року. Водночас НБУ не планує купувати ОВДП на ринку. Натомість він готовий надавати більше ліквідності банкам через довгострокове рефінансування. За рахунок цього банки зможуть більше кредитувати економіку, зокрема купувати нові ОВДП.

ДОКУМЕНТ МАЄ ВИКЛЮЧНО ІНФОРМАЦІЙНЕ ПРИЗНАЧЕННЯ. ПРОСИМО ОЗНАЙОМИТИСЯ ІЗ ЗАСТЕРЕЖЕННЯМИ НА ОСТАННІЙ СТОРІНЦІ

Реальний ВВП може впасти на 6-8%, за нашим оптимістичним сценарієм

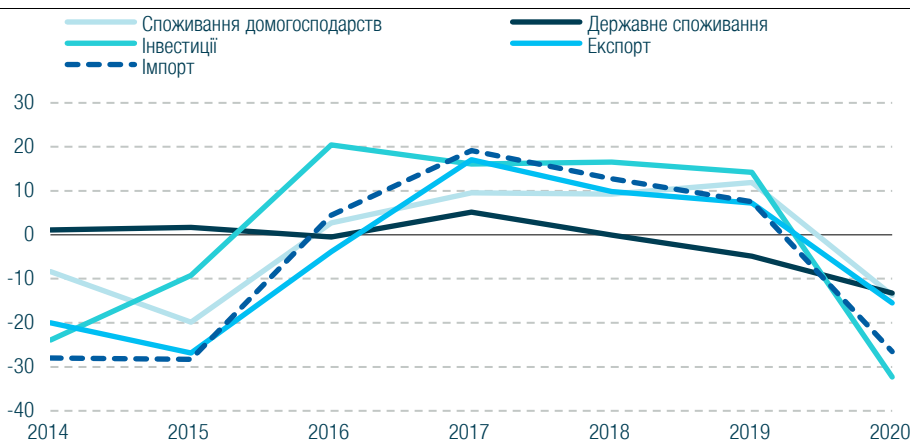
Пандемія і карантин призведуть до різкого падіння економіки

Заходи щодо запобігання та стримування поширення коронавірусу матимуть руйнівний вплив на економіку України. Судячи з риторики влади щодо поширення пандемії, тривалість закриття до середини травня є найкращим сценарієм. Тим часом карантинні заходи все ще тяжіють до посилення та подальшого придушення економічної діяльності. Але продовження того ж суворого режиму карантину після травня, на наш погляд, має низьку ймовірність, оскільки органи влади будуть мотивовані розвивати більш гнучкий підхід, щоб уникнути ще більш жорсткого економічного колапсу та невдоволення громадськості.

З огляду на це ми очікуємо, що економічний спад в Україні матиме U-подібну форму з повільним відновленням у другому півріччі, оскільки можливе поступове зняття карантинних обмежень також буде супроводжуватися дуже обережною поведінкою споживачів та низькою довірою бізнесу. **Унаслідок цього реальний ВВП України може впасти на 6–8%, за нашим оптимістичним базовим сценарієм.** Враховуючи надзвичайно високі невизначеності щодо тривалості карантину, реакції економіки на нього, темпів відновлення та можливості виникнення іншої хвилі вірусу, цей прогноз піддається великим ризикам схильним у бік погіршення.

Графік 1. Зміни в ключових компонентах ВВП України (% р/р)

Споживання домогосподарств та довгострокові інвестиції можуть впасти на 10-15% і 30-35% у 2020 році



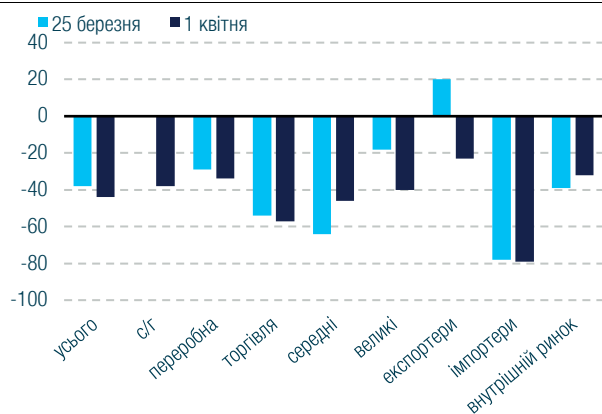
Джерело: НБУ, ICU.

Внутрішні продажі та виробництво можуть впасти на 20–40% у перші два тижні карантину з високим ризиком прискорення в найближчі тижні

Падіння споживання матиме найгірші наслідки для економіки. Оскільки споживання було ключовим драйвером росту ВВП у 2016-2019 роках, воно ж матиме найбільший вплив на падіння ВВП цього року. Ранні статистичні дані та опитування бізнесу вказують на те, що внутрішні продажі та виробництво можуть впасти на 20–40% у перші два тижні карантину з високим ризиком прискорення в найближчі тижні: коли бізнес зупиняється, люди втрачають роботу та живуть за рахунок заощаджень, і впевненість споживачів падає. Після того як карантин почне послаблюватися, відновлення споживання буде повільним, і до кінця 2020 року відбудеться спад у річному обчисленні. **Хоча зниження споживання домогосподарств може скласти 30–40% у другому кварталі 2020 року, споживання загалом у році 2020 року може знизитися на 10-15% в нашому оптимістичному базовому сценарії.**

Графік 2. Український бізнес очікує падіння продажів (%)

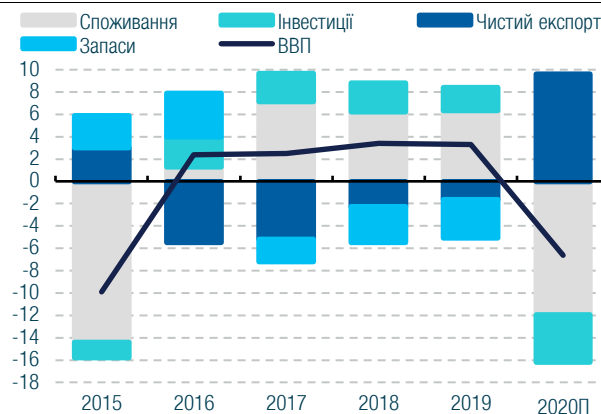
Очікування бізнесу значно погіршилися після другого тижня карантину



Джерело: НБУ, ICU

Графік 3. Зміни в реальному ВВП за витратами (%)

Споживання було ключовим драйвером росту ВВП у 2017-2019 роках



Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Інвестиції зроблять додатковий внесок у скорочення ВВП через різке падіння, спричинене негативними настроями бізнесу та обмеженістю державного бюджету. Висока база в 2019 році через великий приплив інвестицій у альтернативну енергетику матиме додатковий негативний ефект. **Ми вважаємо, що інвестиції в основний капітал до кінця 2020 року впадуть на 25–30% (з високими ризиками зниження).**

Інфляція може прискоритися до 6-8% до кінця цього року

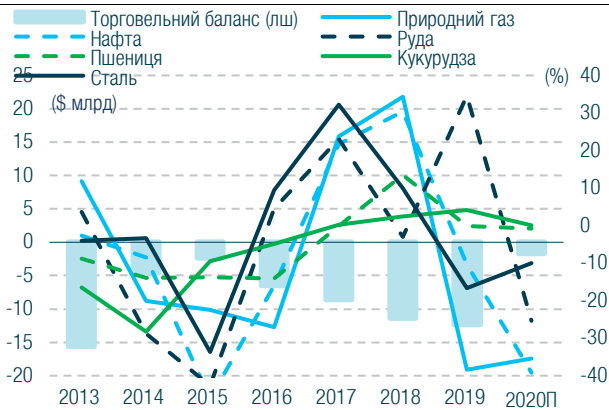
Інфляція може прискоритися до 6-8% до кінця цього року, тоді як середній ріст ІСЦ у 2020 році може скласти 5-6% проти 7.9% у 2019. Основний вплив на інфляцію матиме зростання цін на продукти харчування, прискорений обмеженою пропозицією через карантин (насамперед, через закриття фермерських ринків та вуличних базарів, а також обмеженнями в логістиці), а також можливим погіршенням цьогорічного врожаю. Слабша гривня та зростання соціальних виплат по безробіттю і малозабезпеченим верствам населення будуть підштовхувати інфляцію. Водночас нижчі ціни на нафту та природний газ і скорочення споживання будуть дещо стримувати інфляцію.

Торговий дефіцит може скоротитися на 80–90% до рівня 1% ВВП

Скорочення торгового дефіциту лише частково компенсує втрати від падіння споживання та інвестицій. Ми очікуємо, що зменшення імпорту, спричинене падінням споживання й меншими світовими цінами на нафту та природний газ, значно випереджатиме втрати в експортних доходах України. Унаслідок дефіцит торгівлі може скоротитися на 80–90% до рівня приблизно 1% ВВП. Експортери сільськогосподарської продукції та ІТ-послуг будуть найбільш стійкими до глобальної рецесії, тоді як країна виграє від умови "качай або плати" та угоди про фіксовану ціну транзиту з Газпромом. Водночас експорт сталі та машин є найбільш вразливим до світового економічного спаду.

Графік 4. Торговий дефіцит (\$млрд) та зміна в цінах ключових сировинних товарів (% р/р)

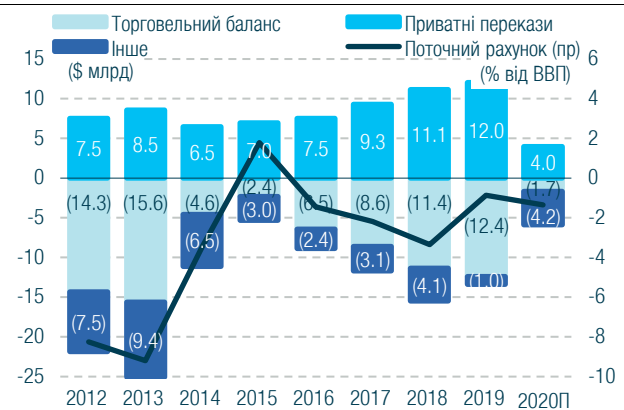
Нижчі ціни на нафту та природний газ будуть ключовими факторами скорочення торгового дефіциту до 1% ВВП у 2020 році



Джерело: Bloomberg, НБУ, ICU

Графік 5. Поточний рахунок (% ВВП) і його основні компоненти (\$млрд)

Поточний рахунок залишиться близько 1% ВВП у 2020 році, оскільки падіння торгового дефіциту компенсує зменшення переказів від заробітчан



Джерело: Bloomberg, НБУ, ICU

Графік 6. Український експорт (\$млрд)

У 2020 експорт машин, руд та сталі може впасти на 20-40%, тоді як експорт с/г продукції буде більш стійким і залежатиме від врожаю



Джерело: Bloomberg, НБУ, ICU

Графік 7. Український імпорт (\$млрд)

Імпорт енергоресурсів – нафти, пального та природного газу – може впасти на 50% через нижчі ціни та менше споживання в 2020 році



Джерело: Bloomberg, НБУ, ICU

Гривня може посилитися до 26-27 грн/\$ у 2кв20

Гривня залишатиметься дуже залежною від настроїв. Потік негативних новин щодо пандемії та карантину може спровокувати подальший розпродаж гривні, втім підписання угоди з МВФ може викликати її різке укріплення. Доступність валютних коштів від МФО для потреб держави та продаж валютної виручки експортерами надаватимуть підтримку гривні у бік її посилення до 26-27 грн/\$ у 2кв20. Зі збільшенням споживчого попиту та зростанням цін на нафту в 2П20 гривня може послабитися до 28-29 грн/\$, що призведе до розширення дефіциту поточного рахунку до кінця 2020 року.

Угода із МВФ дозволить Уряду отримати \$7 млрд фінансування від МФО в 2020 році

Угода із МВФ критично необхідна для виплат за держборгом та фінансування дефіциту бюджету

Україна не в змозі впоратися з наслідками пандемії та сповільненням економіки без міжнародної підтримки та зовнішнього фінансування. Оскільки міжнародні фінансові ринки залишатимуться закритими для України щонайменше протягом наступних кількох місяців, МВФ та інші МФО будуть єдиним джерелом зовнішнього фінансування. Програма розширеного фінансування розміром \$5.5 млрд, узгоджена між Україною та МВФ на рівні персоналу в грудні, може бути збільшена до \$8 млрд. Ця сума включатиме пакет економічних стимулів розміром \$4–5 млрд, що еквівалентно 3% ВВП 2019 року та порівняно з фіскальним стимулом на 2–3% від ВВП, оголошеним провідними національними урядами в ЄС станом на кінець березня. За даними джерел, близьких до перемовин, цього року \$5 млрд від МВФ можуть надійти безпосередньо до

державного бюджету. Після підписання угоди із МВФ уряд отримає додаткове фінансування загальним обсягом \$2 млрд від ЄС, ЄБРР та Світового банку.

Таблиця 1. Валютні боргові виплати та джерела фінансування для решти 2020 року (\$млрд)

Орієнтовний баланс валютних рахунків Уряду станом на 6 квітня 2020 року				
Джерела залучення валюти				
	Без МВФ	З МВФ	Валютні виплати	8.3
Загальне фінансування	6.0	9.0		
МВФ	--	5.0	МВФ	0.6
Єврооблігації	--	--	Погашення єврооблігацій	1.4
Позики під гарантію Світового банку	--	1.0	Погашення позики під гарантію США	1.0
Валютні ОВДП	3.0	2.0	МФО	1.3
Макрофінансова допомога ЄС	--	0.6	Інші зовнішні боргові виплати в т.ч. обслуговування єврооблігацій	0.9
Придбання валюти в НБУ	3.0	--	Валютні ОВДП	0.9
Позики ЄБРР	--	0.4		3.1
Очікуваний баланс валютних рахунків уряду на 1 січня 2021 року	(0.7)	2.3		

Джерело: МФУ, ІСУ

Досягнення угоди з МВФ залишається нашим основним сценарієм: це єдиний прийнятний варіант для України

Під контролем МВФ бюджетний дефіцит може зрости до 6–8% ВВП

Уряду необхідно сплатити до кінця 2020 року ще \$8.3 млрд за державним боргом

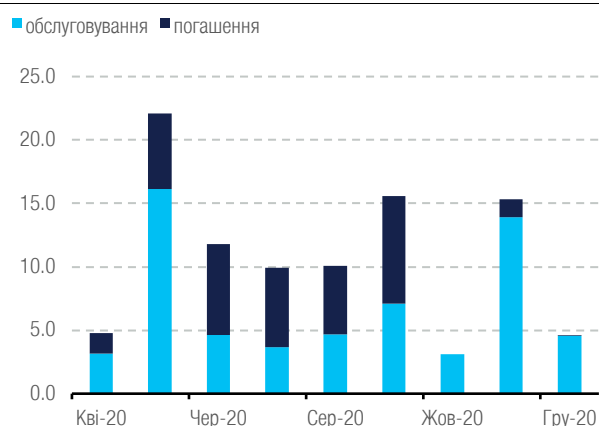
Для отримання збільшеного обсягу програми розширеного фінансування від МВФ необхідно узгодити технічний меморандум та прийняти у Верховній Раді останній пакет законів про націоналізовані банки та зміни до державного бюджету на 2020 рік. Закон про банки вже прийнятий у першому читанні, але подальше голосування зіштовхується із сильним опором з боку депутатів, які представляють інтереси колишніх власників банків. Втім, **завершення угоди МВФ залишається нашим базовим сценарієм, оскільки Україна не має інших прийнятних варіантів.**

Уряд перегляне бюджет на цей рік і збільшить його дефіцит через кризу, спричинену пандемією, та необхідність підтримки економіки. Незважаючи на те що останні відомі проекти змін до бюджету передбачали приблизно втричі збільшення дефіциту від попередніх 2.2%, остаточну цифру доведеться узгодити із МВФ. Український парламент може затвердити новий бюджет у найближчі тижні. Ризики недовиконання бюджету та доходів дуже високі через зменшення оподатковуваних обсягів імпорту, продажів та доходів населення. Так само це означатиме недовиконання видаткової частини бюджету, і це може ще більше посилити економічне падіння.

Здатність України виплачувати валютний борг підірвана. Відсьогодні й до кінця року уряд повинен сплатити \$8.3 млрд у рахунок погашення та обслуговування валютного боргу, зокрема \$5.2 млрд за зовнішнім боргом та ще \$3.1 млрд за внутрішнім. Найбільші зовнішні виплати припадають на травень (\$1.2 млрд) та вересень (\$2.1 млрд), тоді як внутрішні платежі мають бути здійснені переважно влітку: \$1.1 млрд у червні, \$0.8 млрд в липні та ще \$0.5 млрд у серпні. Без угоди з МВФ уряд зможе обслуговувати валютний борг принаймні протягом літа, використовуючи накопичену валюту, за нашими оцінками обсягом \$1.6 млрд, та розміщуючи для вітчизняних інвесторів валютні ОВДП. Після цього, однак, Україні доведеться витратити \$3-4 млрд із золотовалютних резервів до кінця 2020 року, тим самим створюючи додатковий тиск на гривню та стимулюючи інфляцію. Але досягнувши угоди із МВФ, уряд буде спокійно виплачувати валютний борг протягом усього 2020 року та впевнено дивитися в 2021 рік.

Графік 8. Графік гривневих боргових виплат (млрд грн)

Без врахування вже здійснених боргових виплат у квітні

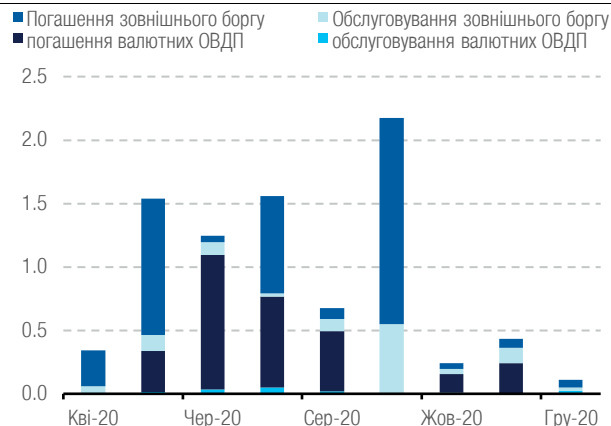


Джерело: МВФ, ІСУ

Уряд спроможний рефінансувати гривневий борг, продаючи нові ОВДП вітчизняним банкам

Графік 9. Графік валютних боргових виплат (\$млрд)

Зовнішні та внутрішні валютні боргові виплати, без сплачених з початку місяця



Джерело: МВФ, ІСУ

Виплати гривневого боргу не є критичними. Наразі до кінця року Уряду потрібно сплатити 84 млрд грн, враховуючи погашення та обслуговування, зокрема 18 млрд грн має бути сплачено на користь НБУ, приблизно такий же обсяг буде перераховано на користь держбанків. Ми також оцінюємо обсяг виплат на користь нерезидентів на рівні 20 млрд грн, і решта 28 млрд грн буде сплачена на користь вітчизняних небанківських установ та фізичним особам. Коли Україна буде знаходитись у чинній програмі із МВФ і отримуватиме фінансування від Фонду, іноземні інвестори можуть повернутися на ринок гривневого боргу в 2П20, тож скорочення портфелю цієї категорії інвесторів сповільниться, якщо не почне зростати. Передумовою цього може стати рівень доходності гривневих ОВДП близько 15%, що буде привабливо для нерезидентів з погляду співвідношення ризику та отримуваної вигоди. Вищі ставки навряд чи будуть прийнятні для Мінфіну, оскільки він матиме змогу залучати менші обсяги від вітчизняних банків, але за ставками 13-14%, що буде близьким до міжбанківських ставок.

Банківський сектор залишається стійким, але стане набагато менш прибутковим

Банки входять у пандемічну кризу із значно кращою капіталізацією та ліквідністю, проте спостерігатиметься зниження споживчого кредитування, витрати на резервування зростуть.

Портфелі високодохідних споживчих кредитів скоротяться

Очікуючи спаду, банки значно зменшать обсяг нових виданих споживчих кредитів. Короткострокові погашення допоможуть зменшити портфель споживчих кредитів. Як показують опитування, 57% респондентів мають достатньо заощаджень, як вистачить на термін до чотирьох тижнів, після чого вони терміново потребуватимуть кредитного фінансування. Однак низька платоспроможність підштовхне цих людей до небанківських фінансових установ.

Менше компаній зможе отримати позики, тоді як ставки можуть зрости попри мораторій

Кредитування бізнесу, яке, на відміну від споживчого кредитування, стагнувало в 2019 році, ще більше скоротиться. Банки будуть усе менш охоче надавати кредити компаніям з ризиком закриття, і, імовірно, змагатимуться за таких більш стійких позичальників, як великі експортери. Якщо такі компанії навряд чи побачать зростання вартості кредитів, то гіршим позичальникам доведеться брати позики за ставками на 2-3 п.п. вище в цьому році. Після їх рекордно низьких витрат на резервування в 2019 році банки наростять розмір резервування за існуючими позиками через гіршу платіжну дисципліну позичальників.

Суттєвого відтоку депозитів не відбулося

Вагомого відтоку депозитів з банків не відбулося. Значна частина строкових депозитів не передбачає можливості дострокового зняття коштів, на відміну від попередньої кризи в 2013–14 роках. А отже, банки є більш захищеними від раптової зміни настроїв. Протягом березня гривневі депозити (як строкові, так і поточні) скоротилися лише на 0.8% м/м, а валютні - на 0.2% м/м. Протягом лютого-березня 2014 року депозити знижувалися значно вище - на 5–7.6% м/м.

Починаючи з грудня 2019 року ставки за новими депозитами терміном 1 рік у гривні знизилися на 4 п.п. - до менш ніж 12%. За відсутності серйозного погіршення ситуації банки не будуть суттєво підвищувати ставки, але зменшать свої баланси для збереження прибутковості.

НБУ пом'якшуватиме монетарну політику, але...

Нацбанк пом'якшить монетарну політику в 2020 році. Регулятор продовжить знижувати облікову ставку в унісон з іншими центральними банками. Ми очікуємо, що ключовий рівень політики знизиться з нинішніх 10% до 7.5-8% до кінця року, незважаючи на те що інфляція прискориться вище цільового діапазону НБУ. Поєднання цих двох факторів призведе до зниження реальної ставки в районі нуля. Правління НБУ не планує купувати державні облігації на ринку, незважаючи на рекомендації Ради НБУ. Регулятор готовий видавати для цього довгострокове рефінансування. Хоча попит на такі позики залишається низьким, він може зростати з подальшим зменшенням вартості запозичення. Завдяки збільшенню кредитних ресурсів регулятора банки зможуть наростити свої вимоги до центрального уряду.

Графік 10. Динаміка облікової ставки НБУ

Цикл зниження ставки продовжиться в 2020



Джерело: НБУ, розрахунки ІСУ.



Бізнес центр "Леонардо", 11-й пов.
вул. Богдана Хмельницького, 19-21
Київ, 01030, Україна
Телефон: +38 044 3777040

WEB www.icu.ua



АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

Олександр Мартиненко

керівник підрозділу аналізу корпорацій,
небанківський сектор
alexander.martynenko@icu.ua

Михайло Демків

фінансовий аналітик,
банківський сектор
mykhaylo.demkiv@icu.ua

Тарас Котович

старший фінансовий аналітик,
державний борг
taras.kotovych@icu.ua

Дмитро Дяченко

молодший аналітик
dmitriy.dyachenko@icu.ua

ТОВ "ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КАПІТАЛ УКРАЇНА" Ліцензії НКЦПФР на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку: дилерська діяльність – АЕ 263019, брокерська діяльність – АЕ 263018, депозитарна діяльність депозитарної установи – АЕ 286555, діяльність андерайтера – АЕ 263020.

ЗАСТЕРЕЖЕННЯ / РОЗКРИТТЯ ДОДАТКОВОЇ ІНФОРМАЦІЇ

Цю аналітичну публікацію підготовлено в ТОВ "Інвестиційний капітал Україна" суто для інформаційних цілей для своїх клієнтів. Вона не є інвестиційною порадою або пропозицією продати чи купити будь-який фінансовий інструмент. Тоді як було вжито відповідних заходів, щоб опублікована інформація не була неправдивою чи вводила в оману, ТОВ "Інвестиційний капітал Україна" не робить заяв, що вона є повною і точною. Інформація, що міститься в цій публікації, може бути змінена без жодних попереджень. Захист авторських прав та права на базу даних присутні в цій публікації, і її не може відтворити, поширити або опублікувати будь-яка особа для будь-яких цілей без попередньої згоди ТОВ "Інвестиційний капітал Україна". Усі права захищено. Будь-які інвестиції, згадані тут, можуть включати значний ризик не обов'язково у всіх юрисдикціях, можуть бути неліквідними не можуть бути прийнятними для всіх інвесторів. Вартість або дохід згаданих тут інвестицій можуть змінюватися або залежати від обмінного курсу. Історичні дані не можуть бути підставою для майбутніх результатів. Інвестори мають робити власні дослідження та приймати рішення, не покладаючись на цю публікацію. Лише інвестори зі значними знаннями й досвідом у фінансових питаннях, спроможні оцінити переваги та ризики, мають розглядати інвестиції в будь-якого емітента або ринок, а інші особи не повинні робити жодних дій на підставі цієї публікації.



Будь ласка, надсилайте запит про додаткову інформацію із цього звіту на research@icu.ua.