



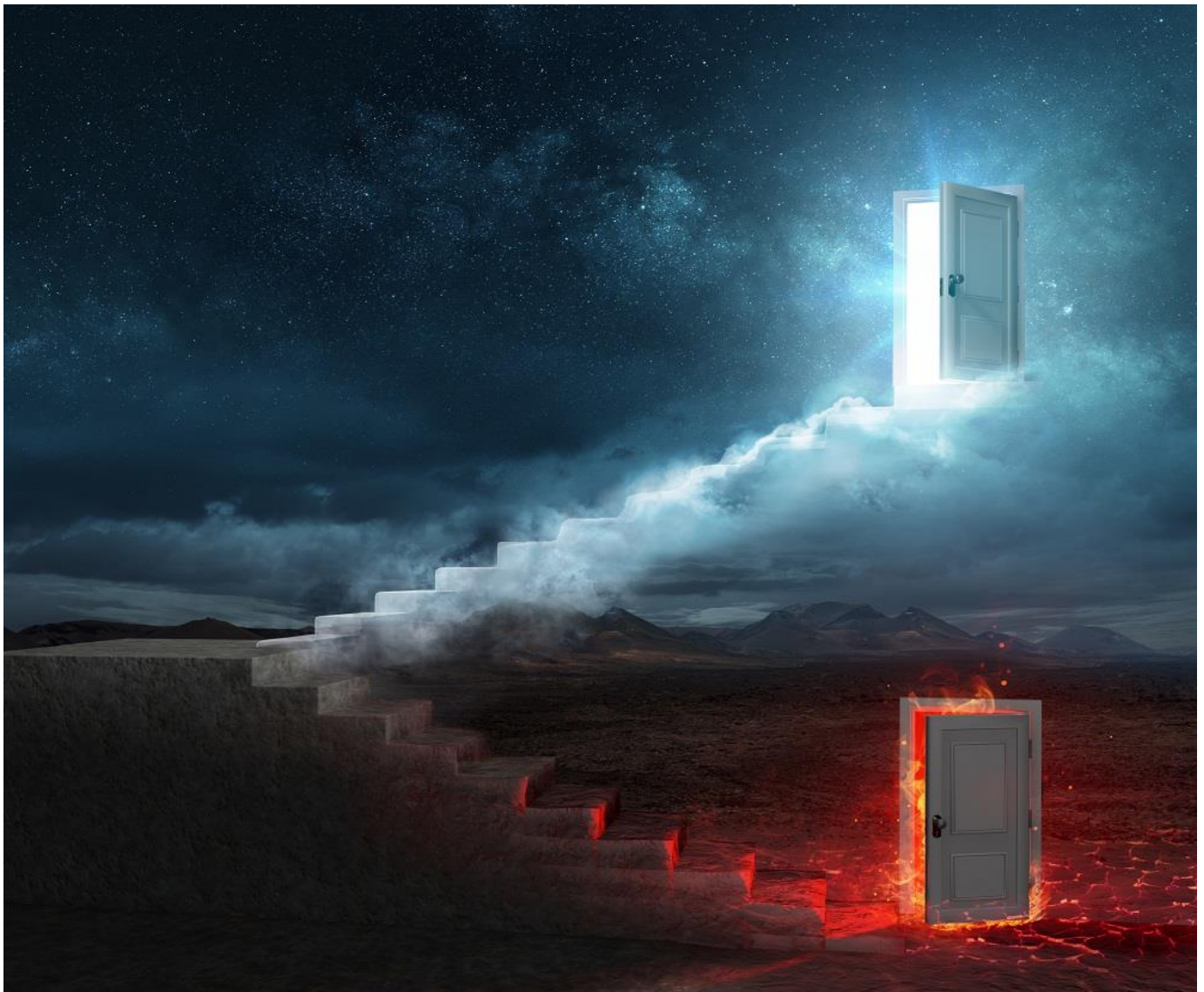
Фокус  
Україна

Сегменти  
Економіка

Аналітики  
**Сергій Ніколайчук**  
**Олександр Мартиненко**  
**Тарас Котович**  
**Михайло Демків**  
**Дмитро Дяченко**

# Макроекономічний огляд

## Українська економіка: На перепутті



30 КВІТНЯ 2021

# Зміст

<b>Зміст</b>	<b>2</b>
<b>Резюме</b>	<b>3</b>
<b>Базовий сценарій: Поступове відновлення</b>	<b>4</b>
Відновлення на різних швидкостях та посилення ризиків для країн, що розвиваються.....	4
Економічна активність: Ні буму, ні рецесії.....	5
Інфляційний тиск стримується реакцією НБУ.....	7
Фіскальна політика: Консолідація на тлі обмежень у фінансуванні.....	8
Кращі потоки капіталу, гірший поточний рахунок, стабільний обмінний курс.....	9
<b>Ризик #1: Перехід до більш жорсткої монетарної політики в світі</b>	<b>12</b>
Передумови: Прискорення інфляції.....	12
Наслідки для України: Зменшення потоків капіталу, дорожчі кредити та слабша гривня.....	13
<b>Ризик #2: Падіння цін на експорт</b>	<b>15</b>
Передумови: Більш жорстка політика в Китаї, вища дохідність держоблігацій США, міцніший долар.....	15
Україна значною мірою залежна від цін на сировину.....	16
<b>Ризик №3: (не)Вакцинація</b>	<b>18</b>
Передумови: Повільний темп вакцинації.....	18
Наслідки для України: Тягар нових локдаунів.....	19
<b>Ризик №4: Дорого жити без МВФ</b>	<b>21</b>
Передумови: Подальші затримки з отриманням траншів МВФ.....	21
Наслідки для України: Менші та дорожчі позики.....	21
<b>Річні прогнози на 2021–22 рр.</b>	<b>24</b>
<b>Квартальні прогнози на 2021–22 рр.</b>	<b>25</b>

## Резюме

**Відновлення української економіки буде поступовим - ані вражаючим, ані надто невтішним.** Відносна стійкість економіки в 2020 р. пояснюється її структурою, попередніми макроекономічними реформами, сприятливими умовами торгівлі та швидкою адаптацією населення та бізнесу на тлі досить слабких фіскальних стимулів. У 2021-22 рр. провідну роль відіграватиме спроможність країни вакцинувати населення та уникнути суворих карантинних обмежень в умовах поширення нових, більш небезпечних штамів коронавірусу. Прогрес вакцинації в Україні залишається дуже слабким, що суттєво обмежує потенціал відновлення економіки. Проте світ вакцинується та відкривається швидше, ніж очікувалося раніше, і цим надає позитивних імпульсів українській економіці. Унаслідок ми лише трохи знижуємо прогноз зростання ВВП у 2021 р. – до 5.2% (з 5.6% у нашому [грудневому огляді](#)) та передбачаємо уповільнення росту ВВП до 3.8% у 2022 р. Однак цей сценарій базується на припущенні, що до кінця року 50% населення України буде вакциновано, що вимагає суттєвого прогресу. За відсутності прискорення вакцинації відновлення буде повільнішим через додаткові карантинні обмеження.

**Макроекономічні дисбаланси виглядають контрольованими, але вимагають уваги та реакції з боку влади.** Ми вважаємо, що зростання інфляції в березні до 8.5% р/р має тимчасовий характер та спричинене найперше зовнішніми факторами, хоча певний внесок забезпечили підвищення мінімальної заробітної плати на 20% на початку року та відносно стабільне відновлення споживчого попиту. Однак рішуче підвищення НБУ облікової ставки до 7.5% та підтвердження спрямованості монетарної політики на досягнення інфляційних цілей разом з очікуваннями високого врожаю с/г культур цього року пояснюють наш прогноз повернення інфляції до 5% у 1П22. Додатковим фактором цього прогнозу є відносна стабільність курсу гривні, який, за нашими оцінками, буде коливатися в діапазоні 27.5-28.5 грн/\$ на тлі збалансованих зовнішніх рахунків у 2021-22 рр. Зокрема поточний рахунок цього року залишиться профіцитним (1% ВВП), а перехід до дефіциту (2.3% ВВП) у 2022 р. буде компенсований відновленням чистого припливу приватного капіталу. Ситуація може погіршитися, якщо ціни на основні експортні товари впадуть стрімкіше та/або суттєво зросте споживча інфляція в розвинених країнах, викликаючи посилення реакцій провідних центральних банків. У цьому випадку девальваційний тиск на гривню може значно зрости, оскільки валютний ринок залишається дуже вразливим до змін глобальних умов як на товарних, так і на фінансових ринках.

**Ключовим викликом для влади є отримання коштів для задоволення значних фінансових потреб.** Хоча ми очікуємо нижчий від запланованого та відносно помірний у міжкраїнному порівнянні дефіцит бюджету (4.5% ВВП у 2021 р. та 3.0% ВВП у 2022 р.), фінансування цього дефіциту та значні обсяги погашень зовнішнього та внутрішнього боргу залишаються величезним тягарем для уряду. Цього року ситуацію пом'якшує той факт, що Україна в особі Мінфіна має отримати від розміщення СПЗ МВФ близько \$2.7 млрд. А втім, це не врятує Мінфін від необхідності залучати ресурси на міжнародному ринку капіталу. Успішний перегляд програми МВФ дозволить Мінфіну замінити частину випусків єврооблігацій дешевим офіційним фінансуванням і знизити вартість ринкових запозичень. Тому, незважаючи на досі слабкий на даний момент прогрес із МВФ, виходячи з міркувань порівняння плюсів і мінусів та намірів влади продовжити співпрацю, ми очікуємо, що перший огляд програми МВФ буде завершено до вересня. В іншому випадку, за нашими оцінками, тільки обслуговування зовнішнього боргу в 2021 р. зросте на \$30-50 млн та на \$100-150 млн у 2022 р. Поеднуючи це з іншими втратами та враховуючи, що кредитування МВФ виступає як "знак якості" національної економічної політики та стимулює приватні і інвестиції, ми бачимо наслідками відсутності програми із МВФ більш жорстку фіскальну політику, повільніше економічне зростання та нижчі соціальні стандарти. Тим часом навіть за такого сценарію ми вважаємо, що уряд зможе уникнути значної макрофінансової турбулентності, жертвуючи тільки довгостроковим економічним потенціалом.

У наступному розділі ми представляємо детальний огляд нашого базового макроекономічного сценарію, а далі розглядаємо найважливіші ризики для нього. По-перше, ми оцінюємо, як потенційне погіршення глобальних фінансових та торгових умов може зашкодити українській економіці. Потім ми детальніше аналізуємо вакцинацію в Україні та можливі результати для економіки. І наостанок, ми оцінюємо можливості уряду фінансувати свої значні потреби за відсутності траншів МВФ та іншого офіційного фінансування.

## Базовий сценарій: Поступове відновлення

- Відновлення світової економіки забезпечує відносно сприятливі умови для країн, що розвиваються, проте є ризики їх погіршення у випадку стійкого прискорення інфляції в розвинених країнах
- Відновлення української економіки на початку року було слабким, але очікуване відносно стрімке зростання порівняно з попередніми кварталами в 2П21 має забезпечити ріст цього річного ВВП з темпом 5.2%. Надалі ми передбачаємо уповільнення економічного зростання до 3.8% у 2022 р.
- Ми вважаємо поточне прискорення споживчої інфляції швидше тимчасовим та прогнозуємо її повернення до цільового діапазону в 1П22
- НБУ утримуватиме облікову ставку на рівні 7.5% до 2кв22, коли знизить її до 7%
- Показники бюджету в 2021 р очікуються кращими за план, але значні фінансові потреби залишаються серйозним викликом для Мінфіну
- Імовірно, на прогнозованому горизонті обмінний курс гривні коливатиметься в межах 27.5-28.5 грн/\$, оскільки поступове відновлення потоків приватного капіталу та нове офіційне фінансування компенсують погіршення балансу поточного рахунку

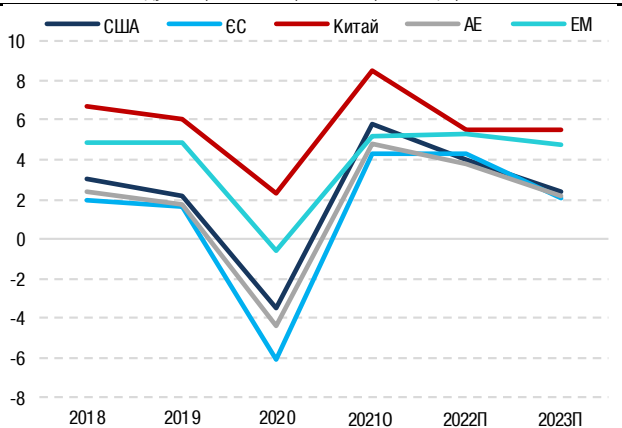
### Відновлення на різних швидкостях та посилення ризиків для країн, що розвиваються

*Перспективи світової економіки покращуються завдяки вакцинації, що триває, та значним стимулам провідних країн*

Перспективи світової економіки виглядають багатообіцяючими, незважаючи на настрої фінансових ринків, що відображають побоювання щодо інфляції та зростання дохідностей американських облігацій. Хоча глобальні карантинні обмеження з початку року залишаються приблизно незмінними, темпи вакцинації обнадіюють. Такі нечисленні приклади, як Ізраїль, показують, що високий відсоток вакцинованого населення дійсно призводить до швидкого відновлення мобільності та ділової активності. Консенсус-прогнози зростання світового ВВП продовжують покращуватися та наразі знаходяться на рівні 5.5-7% для 2021 р. та 4-4.5% для 2022 р. Однак цьому прогнозу характерний високий ступінь невизначеності, пов'язаної з такими факторами, як чутливість нових штамів COVID-19 до вакцин, ефективності економічних стимулів, адаптованості економік та фінансових ринків.

**Графік 1. Консенсус-прогноз зростання реального ВВП розвинених країн та країн, що розвиваються**

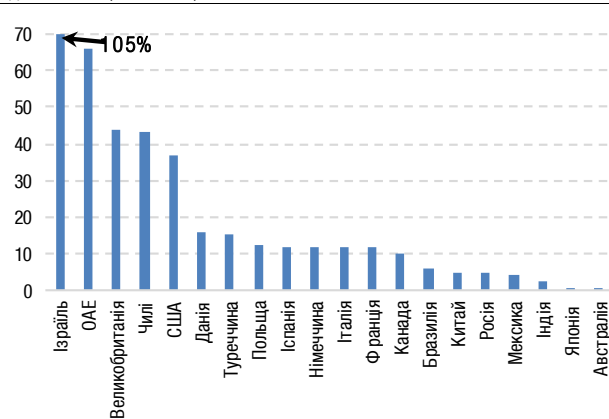
*Економіки США й Китаю, імовірно, різко оговтаються в 2021-22 рр., залишивши позаду інші розвинені країни та країни, що розвиваються*



Джерело: Bloomberg, ICU.

**Графік 2. Кількість вакцинацій проти COVID-19 (у % до кількості населення)**

*Суттєві відмінності у швидкості вакцинавання призведуть до різної швидкості відновлення в регіонах і країнах*



Джерело: Bloomberg, ICU.

До того ж швидкість відновлення суттєво відрізняється між регіонами, країнами та секторами економіки. Імовірно, США та Китай очолять відновлення, водночас ринки ЄС та країни, що розвиваються, відставатимуть. Виробничі сектори повністю відновилися, а в деяких випадках навіть перевершили допандемічні рівні, тоді як більшість галузей послуг залишаються ослабленими.

*Висока інфляція, імовірно, збережеться і може навіть прискоритися в США: унаслідок це може зумовити більш жорсткі глобальні фінансові умови*

Одним з основних результатів м'якої політики є те, що інфляція прискориться в більшості розвинених країнах та в окремих країнах, що розвиваються, протягом найближчих місяців. Інфляцію насамперед стимулюють сплески цін на енергоносії, зерно та інші продукти, а також недостатні обсяги постачання окремих товарів. Хоча інфляція повинна поступово сповільнитися в більшості країн до кінця 2021 р., вона може залишатися високою або навіть додатково прискоритися в США через потужний фінансовий стимул та політику ФРС з толерування інфляції. Перспективи швидкого економічного відновлення та загроза прискорення інфляції в США породжують побоювання ринку, що ФРС почне зменшувати обсяги купівлі активів та/або підвищить ставки раніше, ніж очікувалося, що врешті може призвести до сплеску дохідності державних облігацій США та розпродажу ризикових активів. Ці побоювання вже почали реалізовуватися в зростанні дохідності американських облігацій та зміцненні долара.

*Відновлення країн, що розвиваються, прискориться завдяки поліпшенню стану зовнішньої торгівлі та високим цінам на сировину, проте глобальні умови для цих країн можуть погіршитися в 2021-2022*

Незважаючи на обмежений доступ до вакцин, більшість країн, що розвиваються, мають зростати прискореними темпами внаслідок вакцинації в країнах з розвинутою економікою, адже це призводить до посилення їхнього попиту на експортні товари з країн, що розвиваються, та до високих цін на сировину. Однак монетарна політика в країнах, що розвиваються, уже стає менш м'якою, оскільки низка центральних банків цих країн вже підвищили свої ключові ставки. Перехід до більш жорсткої політики, імовірно, продовжиться в 2021, чому сприятиме також нормалізація політики в Китаї. Уповільнення кредитного стимулювання в Китаї також тиснути на сировинні ціни в бік зниження. Вищі показники дохідності американських облігацій, зміцнення долара, зниження цін на сировину та ринкові побоювання щодо реалізації Taper Tantrum-2 можуть створити набагато більш жорсткі умови для країн, що розвиваються, зокрема для України, у 2021 та 2022 р.

## Економічна активність: Ні буму, ні рецесії

*Поширення спалахів COVID-19 та регіональні карантини гальмують відновлення економіки в 1П21...*

Після стрімкого відновлення в 2П20 економічна активність у 1кв21 була досить слабкою. Такі тимчасові фактори, як календарний ефект, складні погодні умови та збитки від неврожаю минулого року відіграли важливу роль на тлі посилення карантинних обмежень. Нинішня хвиля пандемії була особливо болючою з огляду впливу на показники захворюваності та летальності, однак економіка виявилася відносно стійкою. По-перше, порівняно з "першою хвилею" навесні 2020 р. посилення карантинних заходів, зокрема для соціального дистанціювання, було більш обмеженим. По-друге, населення та бізнес стали краще адаптуватися до карантинних обмежень, зв'язок між економічною активністю та карантинними заходами виглядає наразі значно слабшим, ніж це було під час першої хвилі. Унаслідок ми очікуємо, що в 1кв21 ВВП скоротився лише на 0.5% р/р та на 0.6% кв/кв с/с.

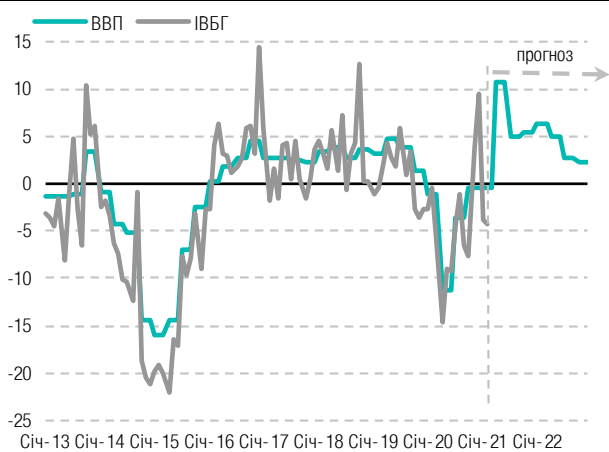
Однак поширення спалахів COVID-19 та регіональні карантинні заходи продовжили обмежувати відновлення економіки в 2кв21. Крім того, посилення геополітичної напруженості погіршило ділові настрої та негативно вплинуло на інвестиційні рішення, хоча й незначно. Водночас ці негативні наслідки мають бути частково компенсовані сприятливими умовами торгівлі та триваючим відновленням світової економіки, зокрема через швидку вакцинацію насамперед у розвинутих країнах. Також споживчий



попит має продовжити зростати на тлі подальшого збільшення доходів домогосподарств. Унаслідок з урахуванням низької статистичної бази порівняння темпи економічного зростання в 2кв21 очікуються двозначними.

**Графік 3. ВВП та індекс випуску базових галузей, % р/р**

Швидке зростання ВВП у наступних кварталах визначається низькою статистичною базою, поступовим вакцинуванням та імпульсом від АПК



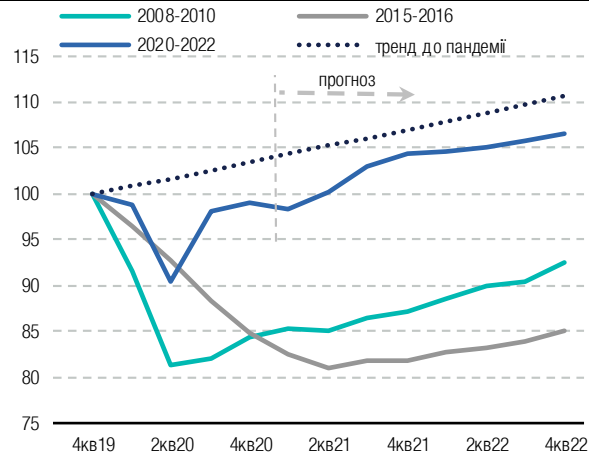
Джерело: Держстат, НБУ, ІСУ.

--- за яким слідує відносно швидке зростання до попередніх періодів у 2П21

Ми знижуємо зростання ВВП в 2021 р. до 5.2% та прогнозуємо сповільнення зростання ВВП в 2022 р. до 3.8%

**Графік 4. Реальний ВВП, с/с рівні, перший квартал = 100**

Пандемія призводить до короткострокового провалу для темпів економічного зростання та до довгострокових втрат для рівня ВВП, що однак значно нижчі, ніж під час попередніх криз



Джерело: Держстат, ІСУ.

Надалі у 2П21 ми прогнозуємо, що вакцинація сприятиме відносно швидкому зростанню порівняно з попередніми кварталами. Наш базовий сценарій передбачає, що близько 50% населення буде вакциновано до кінця 2021 р. Колективний імунітет не буде досягнутий до наступного холодного сезону, але найбільш вразливі групи населення будуть вакциновані, що дозволить уникнути найжорсткіших карантинних обмежень. Крім того, поточні погодні умови мають сприяти високому урожаю, що дасть потужний імпульс сільському господарству та харчовій промисловості. Певне погіршення умов торгівлі, переважно спричинене корекцією цін на сталь, залізну руду та продовольчу продукцію, буде обмежувальним фактором для зростання. Монетарні та фіскальні умови зміняться на нейтральні після періоду стимулювання економіки, постраждалої від карантинних обмежень.

Для усього року ми переглядаємо прогноз зростання ВВП у бік зниження до 5.2% (з 5.6% в грудневому прогнозі), оскільки наслідки карантинних обмежень на тлі повільної вакцинації виглядають більш серйозними, ніж ми припускали раніше. Частково ці ефекти пандемії компенсуються переглядом у бік підвищення темпів відновлення світової економіки та покращенням умов торгівлі. Загалом у 2П21 рівень ВВП буде лише на 2.5-3.0% нижчий за допандемічну траєкторію, хоча ми не очікуємо зменшення цього розриву на прогнозованому горизонті. До того ж подальше зростання має ще сповільнитися (див. оцінки впливу пандемії на потенційне зростання в нашому Макроекономічному огляді за вересень 2020 року).

У 2022 році ми прогнозуємо додатковий імпульс для економіки за рахунок скасування карантинних обмежень та нарощення інвестицій, зокрема внаслідок відновлення кредитування. Однак менш сприятливі умови торгівлі будуть гальмувати більш швидке зростання та можливість перегріву економіки. До того ж ми припускаємо певні негативні ефекти від продовження фіскальної консолідації, що стримуватиме подальше зростання споживання.

А втім, на прогнозованому горизонті споживання залишатиметься визначальним рушієм економічного зростання. Оскільки пандемічні та геополітичні ризики поступово згасатимуть, ми очікуємо поступове відновлення інвестиційного попиту. Державні ініціативи та проекти можуть надати деякий додатковий імпульс, але він буде досить обмеженим на прогнозованому горизонті.

## Інфляційний тиск стримується реакцією НБУ

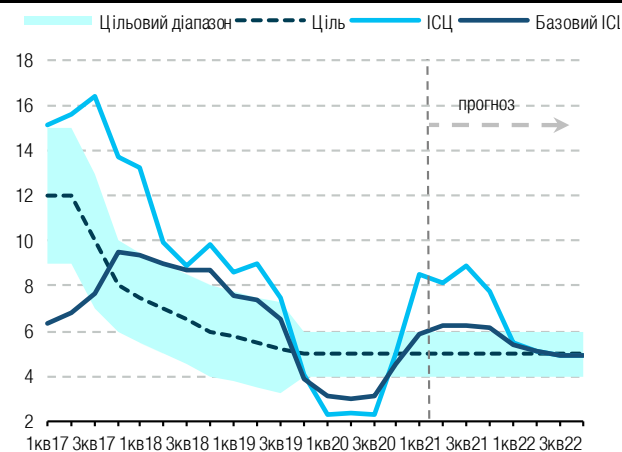
*Ми вважаємо, що поточне зростання споживчої інфляції носить тимчасовий характер, та прогнозуємо повернення до цільового діапазону в 1П22*

У 1кв21 споживча інфляція зросла до 8.5% р/р з 5.0% р/р у грудні 2020 р. Це було зумовлено насамперед факторами пропозиції, що відобразилося в динаміці цін на продовольчі товари та паливо, тоді як фундаментальний тиск залишався відносно помірним, а базова інфляція продовжила перебувати в межах цільового діапазону НБУ.

Надалі ми очікуємо, що темпи зростання ІСЦ залишатимуться близькими до поточного рівня. З одного боку, ціни тих продовольчих товарів, що найбільш стрімко зросли останніми місяцями, уже починають стабілізуватися. Зокрема, у березні індекси цін FAO на зерно та цукор навіть знизилися порівняно з лютим на тлі очікувань високих урожаїв та збільшення пропозиції. З іншого боку, ціни інших продовольчих товарів, особливо з вищим рівнем доданої вартості, будуть зростати й надалі високими темпами внаслідок підвищення собівартості їхнього виробництва.

**Графік 5. Загальний та базовий ІСЦ, інфляційні цілі, р/р, %**

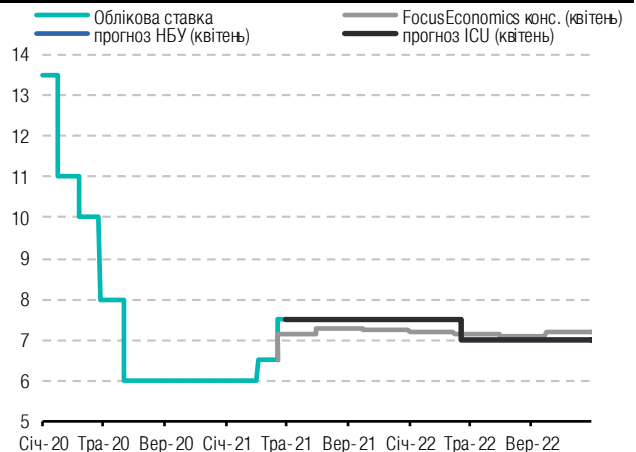
*Як загальний, так і базовий ІСЦ різко прискорилися з жовтня 2020 року, ми очікуємо повернення до цільового діапазону лише в 2022 році*



Джерело: Держстат, НБУ, ІСУ.

**Графік 6. Прогноз облікової ставки НБУ, %**

*Облікова ставка залишатиметься на поточному рівні близько року, після чого буде знижена до 7%*



Джерело: Держстат, ІСУ.

У 2П21 на тлі поступового відновлення економіки та збільшення завантаження потужностей має посилитися фундаментальний інфляційний тиск. Водночас надходження на ринки нового врожаю має сприяти зниженню продовольчої інфляції. У будь-якому випадку через зростання світових цін на продовольчі товари та паливо ми були змушені переглянути наш прогноз інфляції на кінець року в бік збільшення до 7.8% р/р.

*НБУ утримуватиме облікову ставку на рівні 7.5% до 2кв22, коли знизить її до 7%*

Так само вчинив нещодавно й НБУ, підвищивши свій прогноз інфляції на кінець року до 8%. Незважаючи на провідну роль немонетарних факторів прискорення інфляції, гальмування відновлення економіки через посилення карантинних обмежень та важливість завдань з відновлення кредитування в риторичі влади, НБУ підвищив ставку з початку року загалом на 150 б.п. до 7.5%. Такий рішучий крок з боку НБУ був викликаний посиленням геополітичних ризиків, небезпекою погіршення інфляційних

очікувань та все ще недосконалою довірою до політики інфляційного таргетування НБУ. Як і НБУ, ми очікуємо утримання ставки на новому рівні близько року з подальшим зниженням до 7%.

Це забезпечить відносно нейтральні монетарні умови – реальну процентну ставку в діапазоні 1-2%, після періоду помірно м'яких монетарних умов із середини минулого року, коли реальна процентна ставка коливалася переважно в діапазоні 0-1%. Такі монетарні умови разом з дією інших факторів мають забезпечити повернення інфляції до цілі 5% в 1П22.

## Фіскальна політика: Консолідація на тлі обмежень у фінансуванні

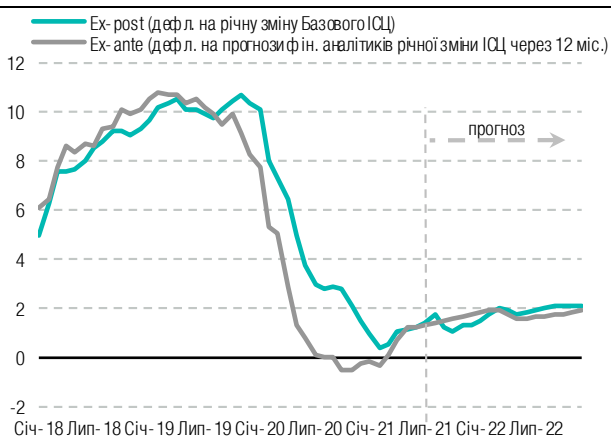
**Очікується, що фіскальні показники в 2021 р. будуть кращими, ніж планувалося**

Незважаючи на пандемію та карантинні обмеження, фіскальні показники на початку року були обнадійливими. Наприклад, у 1кв21 доходи загального фонду перевищили заплановані на 4.7% або на 10 млрд грн. В основному це було спричинено вищою інфляцією, особливо для торгуємих товарів.

Водночас, як і раніше, традиційно відставало виконання видатків, вони були на 8.3% нижчими порівняно із загальним планом. Враховуючи більш сприятливу стартову позицію, загалом у 2021 р. дефіцит очікується нижчим за запланований, як і в попередні роки. По-перше, покращення цінової кон'юнктури й надалі генеруватиме додаткові доходи. По-друге, непроста ситуація із забезпеченням бюджетного фінансування змусить уряд імпліцитно обмежувати видатки. Унаслідок ми очікуємо, що дефіцит зменшиться приблизно до 4.5% ВВП порівняно з 5.5% ВВП, що передбачено Законом про державний бюджет. Фіскальна консолідація продовжиться і в наступному році, дефіцит знизиться до 3% ВВП (порівняно з 3.5% ВВП, що зараз передбачено в прогнозі МВФ та планах Мінфіну).

**Графік 7. Реальна процентна ставка НБУ, %**

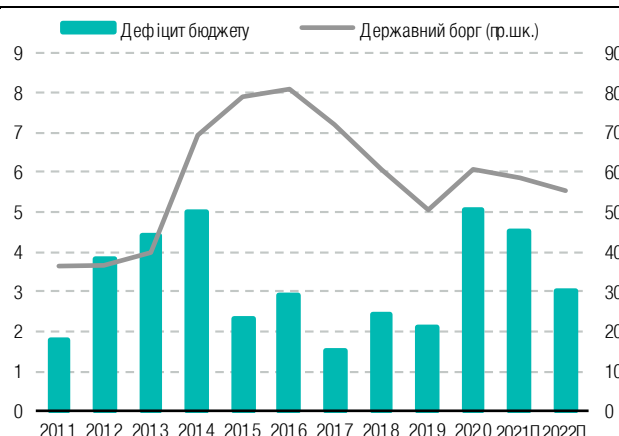
Монетарні умови з помірно м'яких стали нейтральними й залишатимуться такими до кінця 2022 року



Джерело: Держстат, НБУ, ІСУ.

**Графік 8. Баланс бюджету та державний, % ВВП**

Поступова фіскальна консолідація визначає повернення до тенденції зниження державного боргу



Джерело: МФУ, Держстат, ІСУ.

**Але значні фінансові потреби – серйозний виклик для влади**

Однак навіть таке скорочення дефіциту ставить перед Мінфіном складне завдання щодо забезпечення ресурсів для фінансування дефіциту. З 1кв21 це завдання ускладнилося через погіршення настроїв до країн, що розвиваються, у всьому світі та зростання напруженості у відносинах з Росією. Унаслідок, як і раніше, ми вважаємо, що в таких умовах влада зможе домовитися про успішний перегляд програми МВФ до



вересневого піку виплат за зовнішнім боргом. До того ж очікуваний у серпні-вересні розподіл СПЗ МВФ має надати уряду додаткову фінансову підтримку. Ми припускаємо, що основна частина з \$2.7 млрд, виділених Україні, буде витрачена в цьому році, а інша частина – у наступному.

Крім того, успішний перегляд програми МВФ дозволить Мінфіну вийти на міжнародні ринки капіталу та залучати внутрішні позики в гривнях із прийнятною доходністю в цьому році. Однак значні фінансові потреби в наступному році знову вимагатимуть продовження активного співробітництва із МВФ або в рамках розширення поточної програми SBA, або в рамках підписання більш амбітної програми EFF.

Таблиця 1. Валютні виплати та джерела фінансування в 2021 та 2022 рр. (\$ млрд)

	2021	2022		2021	2022
<b>Баланс валютних рахунків (початок року)</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>			
<b>Валютне фінансування</b>	<b>10.2</b>	<b>8.6</b>	<b>Валютні боргові виплати</b>	<b>10.2</b>	<b>8.3</b>
МВФ	1.4	1.4	МВФ	0.5	0.5
Єврооблігації	1.5	1.5	Інші МФО	0.6	0.7
Кредити Світового банку	0.5	0.5	Єврооблігації	1.6	1.2
Макрофінансова допомога ЄС	0.7	0	Єврооблігації, гарантовані США	1.0	0.0
Валютні ОВДП	4.6	4.0	Інші виплати за зовнішнім боргом	0.1	0.1
Розподіл СПЗ	1.5	1.2	Обслуговування зовнішнього боргу	1.8	1.8
			Валютні ОВДП	4.6	4.0
<b>Очікуваний баланс валютних рахунків (кінець року)</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>			

Джерело: МФУ, ІСУ.

## Кращі потоки капіталу, гірший поточний рахунок, стабільний обмінний курс

**Поточний рахунок у 2021 р. залишається профіцитним у розмірі 1% ВВП, а в 2022 р. він повернеться до дефіциту в 2.4% ВВП**

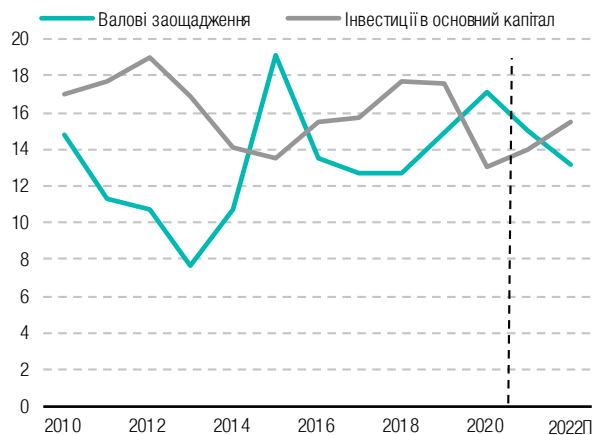
У 2020 році профіцит поточного рахунку становив \$6.2 млрд (приблизно 4.0% ВВП) після чотирьох років дефіциту. Це було спричинено як суттєвим збільшенням схильності до заощаджень, так і зумовленим пандемією падінням інвестиційної активності бізнесу. Ми очікуємо, що в 2021-22 рр. ці тенденції зміняться на протилежні. При цьому, сприятливі умови торгівлі обмежать погіршення балансу поточного рахунку в 2021 р., оскільки вплив вищих середніх цін на експортовані товари перевищить ефект зростання цін на енергоносії. Водночас ми прогнозуємо, що поточний рахунок залишиться профіцитним – у розмірі 1.0% ВВП. Однак у 2022 р. відновлення інвестиційного імпорту призведе до подальшого розширення торгового дефіциту, що зумовить повернення дефіциту поточного рахунку (2.3% ВВП). Ми вважаємо, що такий розмір дефіциту є прийнятним для української економіки, особливо якщо він покривається за рахунок ПІІ.

**Відновлення потоків приватного капіталу буде повільнішим, ніж передбачалося раніше**

Невизначеність, пов'язана з карантинними обмеженнями, більш жорсткими світовими фінансовими умовами та вищими геополітичними ризиками, продовжуватиме стримувати приплив приватного капіталу в Україну в цьому році. Хоча ми раніше прогнозували чистий приплив капіталу, схоже, що Україна вже другий рік поспіль демонструватиме скорочення чистих зовнішніх зобов'язань приватного сектору. Однак цей чистий відтік буде забезпечений за рахунок зменшення боргових зобов'язань, тоді як чисті ПІІ повинні розвернутися з від'ємних до додатних потоків, оскільки внесок реінвестованого доходу знову стане додатним. У 2022 р. ми прогнозуємо, що відновлення інвестиційної активності збільшить приплив приватного капіталу до рівня, який спостерігався в 2016-19 рр. (близько \$5 млрд).

### Графік 9. Баланс заощаджень-інвестицій, % ВВП

Вища схильність до споживання та інвестування повинна знизити співвідношення заощаджень до ВВП і стимулювати співвідношення інвестицій до ВВП



Джерело: Держстат, НБУ, ICU.

### Графік 10. Поточний рахунок (\$ млрд, % ВВП)

Профіцит повинен значно зменшитися в 2021 р. і перетворитися на дефіцит у 2.4% ВВП у 2022 р. внаслідок розширення дефіциту торгівлі

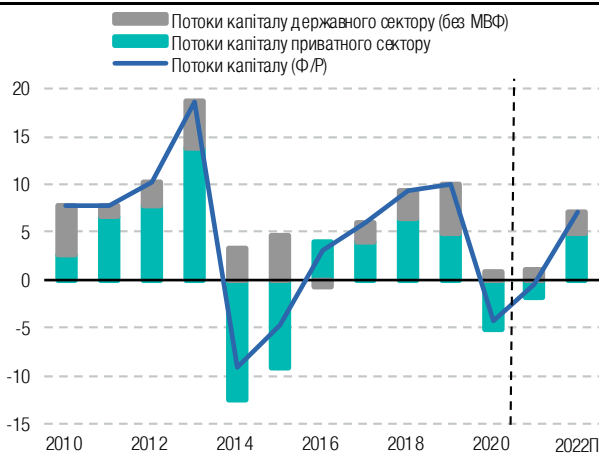


Джерело: МФУ, Держстат, ICU.

Як зазначалося вище, у 2021-22 рр. потоки капіталу в державному секторі залишатимуться додатними, оскільки Мінфін буде поєднувати офіційні та ринкові запозичення для фінансування помірного дефіциту бюджету. Виплата нових траншів МВФ та виділення СПЗ МВФ у розмірі \$2.7 млрд забезпечить подальше накопичення резервів до 110-120% показника достатності резервів МВФ.

### Графік 11. Потоки капіталу (\$ млрд)

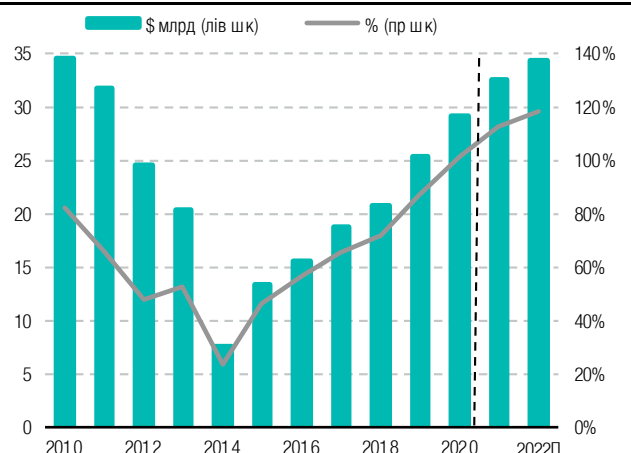
Чисті потоки приватного капіталу залишаються від'ємними в 2021 р. та повертаються до додатних значень лише в 2022 р. на тлі відновлення інвестиційного попиту



Джерело: Держстат, НБУ, ICU.

### Графік 12. Резерви (\$ млрд) та метрика ARA від МВФ (%)

Виділення СПЗ МВФ у розмірі \$2.7 млрд забезпечує основний приріст резервів у 2021 р., тоді як зростаючий приплив капіталу зробить це в 2022 р.



Джерело: МФУ, Держстат, ICU.

**Імовірно, на прогнозованому горизонті обмінний курс гривні коливатиметься в діапазоні 27.5-28.5 грн/\$**

Волатильність гривні значно знизилася за останні 6 місяців без активних валютних інтервенцій НБУ. Ми очікували посилення курсу гривні навесні на тлі сприятливої сезонності, тенденцій до зростання цін на експортні товари та відновлення світової економіки. Однак погіршення настроїв ринку по відношенню до країн, що розвиваються, зростання напруженості між Росією та Україною та посилення карантинних обмежень зробили валютний ринок більш збалансованим.

Надалі ми прогнозуємо, що цей баланс на ринку збережеться. Хоча позитивні ефекти від сезонності та сприятливих умов торгівлі влітку будуть поступово зникати, також зміниться вплив негативних факторів. Безумовно, виплата траншу МВФ та забезпечення коштів на період пікових виплат у вересні є вирішальним припущенням цього сценарію.

**Графік 13. Прогноз курсу гривні, грн/\$**

*Волатильність курсу гривні до долара США очікується відносно низькою*



**Зміцнення реального обмінного курсу гривні відбуватиметься за рахунок вищої інфляції**

У середньостроковій перспективі ми також вважаємо, що всі перераховані вище фактори компенсують один одне, і валютний ринок залишиться досить збалансованим. Зокрема відновлення припливу приватного капіталу буде компенсовано поверненням до дефіциту поточного рахунку. До того ж здається, що нове керівництво НБУ зберігає відносну стабільність обмінного курсу як один з параметрів у своїй функції реакції монетарної політики. Унаслідок ми прогнозуємо, що динаміка реального обмінного курсу гривні має бути більш згладженою на прогнозному горизонті, ніж у попередніх роках. І очікуване реальне зміцнення гривні буде реалізоване здебільшого за рахунок вищої інфляції, ніж у торгових партнерів.

**Графік 14. Реальний ефективний обмінний курс гривні (грудень 1999 = 1)**

*Після значного послаблення в минулому році РЕОК гривні має посилитися в середньостроковій перспективі*



# Ризик #1: Перехід до більш жорсткої монетарної політики в світі

## Передумови: Прискорення інфляції

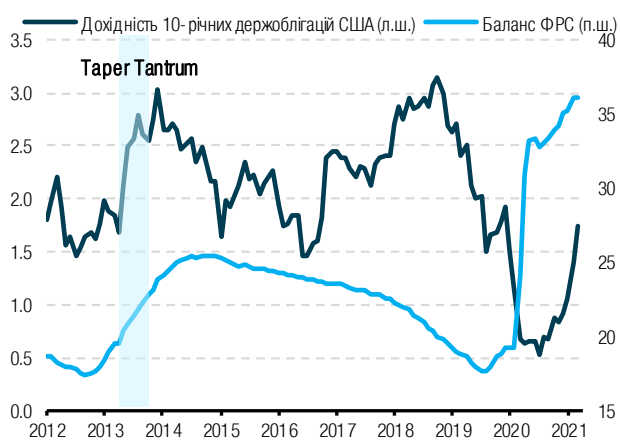
*На тлі зростання інфляції ФРС може перейти до жорсткішої монетарної політики раніше, ніж очікує ринок*

Імовірно, інфляція різко прискориться в більшості розвинених країн та країн, що розвиваються, у 2-3кв21 через високі ціни на енергоносії, підвищення податків та обмежену пропозицію сировини. У більшості країн висока інфляція, швидше за все, буде тимчасовою, однак існує чималий ризик більшого прискорення та збереження її на високому рівні в США на тлі стійкого покращення стану ринку праці та більш толерантного підходу до інфляції з боку ФРС порівняно з іншими центральними банками. США зараз перебувають на шляху стрімкого економічного відновлення та значного росту робочих місць, що може спричинити скорочення купівлі активів ФРС та/або підвищення ставок раніше, ніж очікувалося. У 2013 р. подібний поворот у політиці ФРС спричинив ріст доходності держоблігацій США та розпродаж ризикованих активів, включаючи держоблігації країн, що розвиваються, унаслідок паніки на фінансових ринках, що отримала назву Taper Tantrum.

Хоча нормалізація політики ФРС цього разу буде більш обережною, імовірність Taper Tantrum-2 підвищується через безпрецедентні надходження капіталу в сировинні товари, акції та країни, що розвиваються. На програми стимулювання США, зростання інфляційних ризиків та більш м'яку політику ФРС фінансові ринки вже відреагували зростанням доходності держоблігацій США на 70bp до 1.7%.

**Графік 15. Купівля активів ФРС (% від ВВП) та доходність десятирічних держоблігацій США (%)**

*Як показує приклад Taper Tantrum 2013 року, зростання доходності держоблігацій США може прогнозувати зменшення купівлі активів ФРС*



Джерело: Bloomberg, МВФ, ICU.

**Графік 16. EMBI Global Index спред деномінованих у доларах США держоблігацій країн, що розвиваються**

*Спреди країн, що розвиваються, можуть знову суттєво розширитися, якщо посиляться очікування більш жорсткої монетарної політики*



Джерело: Bloomberg, ICU.

## Наслідки для України: Зменшення потоків капіталу, дорожчі кредити та слабка гривня

**Більш жорсткі умови на Фінансових ринках означають для України зменшення припливу капіталу, дорожчі кредити та послаблення гривні**

Хоча МВФ у квітневому [прогнозі](#), здавалося б, відкинув зростаюче занепокоєння щодо повернення до більш жорстких фінансових умов на світових ринках через прискорення інфляції та ріст процентних ставок, ми не відкидаємо такий сценарій повністю.

Реалізація вищої інфляції в США та погіршення інфляційних очікувань можуть сприяти тенденції подальшого зростання доходності держоблігацій США та підтримати долар США. Це негативно вплине на ціни сировинних товарів та зменшить привабливість ризикованих активів, що конкурують з держоблігаціями США, а саме — акцій та боргових інструментів країн, що розвиваються. У результаті країни що розвиваються, які найбільше залежать від зовнішнього фінансування та торгівлі сировиною, стануть вразливішими. Ми припускаємо, що повернення до більш жорстких фінансових умов на світових ринках може призвести до більшої розбіжності між більш ризикованими та стабільними країнами, що розвиваються.

На жаль, здається, що Україна більше наближена до ризикованих країн із цієї групи, однак вона не належить до найбільш вразливих економік з огляду зовнішньої ліквідності чи тиску на платіжний баланс.

Таблиця 2. Україна та обрані країни, що розвиваються: Основні метрики

Країна	БОРГОВІ РИЗИКИ			РИЗИКИ ЛІКВІДНОСТІ			ВАЛЮТНІ РИЗИКИ			МАКРО РИЗИКИ		
	Держборг/ВВП	Сальдо бюджету/ВВП	Обслуговування боргу/Доходи бюджету	Резерви*/короткостроковий борг	Обслуговування еврообл./Резерви*	Обсл. зовн. боргу/Доходи бюджету	Резерви/метрика АРА	Сальдо поточного рахунку/ВВП	РЕОК/середній курс за 5 років	ІСЦ	ВВП	Пром. вир-во
	2021	2021	2021	2020	2021	2021	2020	2021	Останні дані	Останні дані	4кв ковз.сер.	6м ковз.сер.
%	%	%	%	%	%	%	%	%	р/р %	р/р %	р/р %	р/р %
Україна	60.7%	-4.5%	4.8%	75.3%	4.5%	4.9%	86.1%	1.0%	1.8%	8.5%	-4.1%	-2.3%
Угорщина	80.6%	-8.5%	4.6%	182.4%	n/a	n/a	106.4%	-0.4%	-3.6%	3.7%	-5.1%	0.9%
Польща	57.5%	-8.2%	3.3%	99.8%	n/a	n/a	141.5%	2.0%	1.4%	3.2%	-2.7%	4.4%
Румунія	51.4%	-9.7%	4.6%	77.1%	n/a	n/a	98.3%	-5.0%	2.8%	3.1%	-3.6%	-1.4%
Ізраїль	75.7%	-11.8%	5.7%	n/a	n/a	n/a	383.5%	4.1%	3.1%	0.2%	-1.2%	2.0%
Туреччина	36.9%	-5.4%	6.4%	27.2%	17.2%	5.2%	41.1%	-3.4%	-13.9%	16.2%	1.6%	9.8%
Росія	18.7%	-4.1%	1.4%	335.4%	4.4%	3.3%	241.2%	3.9%	n/a	5.8%	-2.9%	-1.5%
Казахстан	27.2%	-7.3%	-3.7%	87.2%	2.9%	3.1%	65.1%	-1.0%	n/a	7.0%	-1.1%	-1.5%
Вірменія	66.3%	-6.9%	11.5%	419.3%	2.2%	9.8%	88.2%	-6.7%	n/a	5.3%	n/a	-4.2%
Азербайджан	26.2%	-6.4%	2.1%	n/a	1.2%	10.0%	n/a	1.1%	n/a	3.9%	n/a	0.2%
Грузія	62.2%	-9.3%	6.2%	127.0%	0.9%	8.3%	102.9%	-11.5%	n/a	7.2%	-5.8%	2.2%
Півд. Африка	78.9%	-12.2%	16.4%	56.0%	26.8%	15.1%	58.2%	-0.4%	-0.8%	2.9%	-6.7%	-2.4%
Єгипет	91.5%	-7.9%	47.5%	220.1%	2.2%	4.4%	58.1%	-4.0%	n/a	4.5%	n/a	n/a
Марокко	76.6%	-7.6%	8.8%	1107.3%	0.7%	5.5%	107.1%	-3.8%	1.3%	0.3%	-7.0%	n/a
Пакистан	87.4%	-8.0%	41.5%	119.0%	3.4%	10.4%	38.7%	-1.5%	-7.4%	9.1%	n/a	n/a
Індонезія	39.0%	-5.9%	16.5%	211.2%	5.1%	9.6%	123.9%	-1.3%	-1.6%	1.4%	-2.0%	n/a
Малайзія	67.2%	-5.1%	8.8%	86.2%	n/a	n/a	115.1%	3.8%	-2.3%	0.1%	-5.6%	0.4%
Філіппіни	49.5%	-5.5%	10.1%	420.9%	2.5%	5.7%	239.3%	-0.4%	6.6%	4.5%	-9.3%	n/a
Півд. Корея	50.9%	-2.8%	-2.2%	196.7%	n/a	n/a	118.2%	4.2%	n/a	1.5%	-0.9%	2.7%
Аргентина	51.5%	-8.9%	7.5%	51.6%	63.0%	19.5%	68.4%	2.3%	-17.0%	35.0%	-9.9%	1.1%
Бразилія	98.7%	-13.4%	14.3%	185.9%	0.6%	1.6%	138.0%	-0.6%	-25.0%	6.1%	-4.1%	3.0%
Чилі	33.1%	-7.1%	2.4%	102.1%	n/a	n/a	85.9%	0.3%	-3.1%	2.9%	-5.9%	-0.7%
Мексика	60.6%	-4.6%	16.1%	215.8%	5.3%	4.5%	116.8%	1.8%	0.6%	4.7%	-8.2%	-4.2%
Перу	35.4%	-8.4%	7.9%	476.5%	1.5%	5.2%	254.8%	-0.4%	-7.8%	2.6%	-11.1%	-10.7%
Колумбія	63.5%	-6.9%	9.8%	151.2%	4.6%	5.5%	146.4%	-3.8%	-8.3%	1.5%	-5.6%	-6.9%
Ангола	118.9%	-1.7%	35.2%	511.1%	1.2%	28.3%	79.2%	0.8%	n/a	5.8%	n/a	n/a
Кот-д'Івуар	46.0%	-5.9%	13.6%	n/a	11.6%	10.2%	n/a	-3.6%	n/a	3.2%	n/a	n/a
Сенегал	66.3%	-6.4%	10.3%	n/a	3.2%	10.6%	n/a	-12.8%	n/a	2.1%	n/a	14.1%
Кенія	70.1%	-8.4%	22.0%	n/a	3.3%	12.5%	n/a	-5.3%	n/a	4.7%	1.0%	-2.2%
Узбекистан	40.1%	-3.3%	-0.2%	n/a	0.0%	1.9%	n/a	-6.4%	n/a	11.6%	n/a	n/a
Замбія	118.2%	-13.9%	28.2%	n/a	28.6%	20.0%	n/a	6.5%	n/a	22.8%	n/a	n/a
Нігерія	33.5%	-5.8%	33.7%	n/a	2.7%	3.7%	n/a	-2.2%	-0.7%	18.2%	-1.9%	n/a
Гана	79.7%	-16.0%	54.9%	n/a	20.8%	25.2%	n/a	-2.8%	-9.7%	10.3%	2.1%	n/a

Примітка: \* Значення резервів на останню наявну дату. ВВП 4кв ковз.сер. означає ковзне середнє значення річних темпів росту ВВП за останні 4 квартали, Пром.вир-во 6м ковз.сер. означає ковзне середнє річних темпів росту промислового виробництва за останні 6 місяців.

Джерело: Bloomberg, МВФ, Світовий банк, ICU.



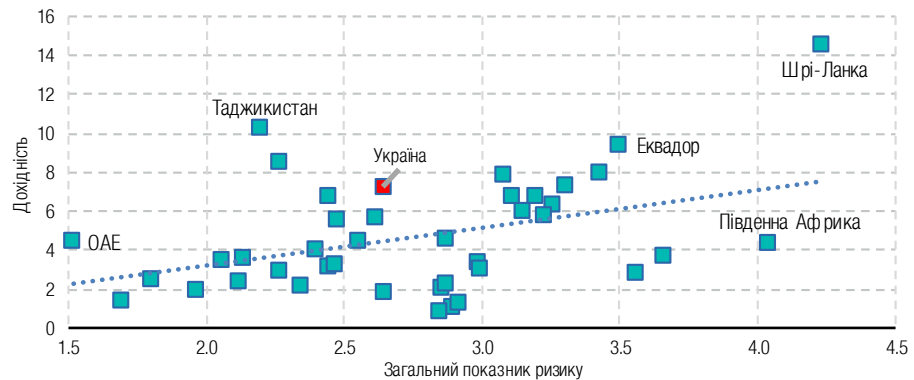
Україна має відносно помірне навантаження на державний борг, особливо зважаючи на фіскальну консолідацію, заплановану на цей та наступний роки. Однак ризик ліквідності є досить високим через жорсткий графік погашень на тлі високої частки зовнішніх зобов'язань у державному боргу та їхній короткий термін погашення. До того ж після падіння в 1кв21 міжнародні резерви все ще залишаються нижче мінімального рівня показника АРА МВФ. Водночас покращення стану поточного рахунку зменшує ризики для зовнішньої стійкості та потенційний тиск на гривню на валютному ринку.

**Україна вразлива найперше через високу частку іноземної валюти та короткострокові зобов'язання у державному борзі, слабкі інституції та підвищений геополітичний ризик**

Крім того, дохідність українських облігацій, імовірно, включатиме додаткову премію, що відобразить нещодавнє посилення напруженості відносин з Росією та слабкі інституції. Успішне впровадження програми МВФ може зменшити ризики, але натомість слабкий прогрес з першим переглядом програми викликає додаткове занепокоєння в інвесторів.

### Графік 17. Україна та обрані країни, що розвиваються: дохідність (YTM) десятирічних єврооблігацій та загальна оцінка ризику

Дохідність українських облігацій перевищує "рівноважний" рівень, імовірно відображаючи геополітичні ризики та слабкі інституції



Примітка: Ми призначаємо числовий бал від 1 до 5, де вищий бал відповідає більшій вразливості на основі вибраних параметрів. Потім ми розраховуємо сукупний бал ризику для кожної країни на основі середньозваженого серед усіх наявних показників. Ваги засновані на експертних судженнях щодо відносної важливості факторів та категорій факторів. Наприклад, показники макро-ризиків мають нижчу вагу порівняно з показниками інших категорій.

Джерело: Bloomberg, ICU.

## Ризик #2: Падіння цін на експорт

### Передумови: Більш жорстка політика в Китаї, вища дохідність держоблігацій США, міцніший долар

*Зменшення стимулів у Китаї, вища дохідність держоблігацій США та зміцнення долара вже починають тиснути на ціни на сировину, зокрема на метали*

Подальше зростання дохідності держоблігацій США та посилення долара на тлі зростаючого занепокоєння щодо інфляції, імовірно, можуть негативно впливати на ціни сировинних товарів в 2021-2022 рр. Однак найбільш негативний вплив може мати Китай — найбільший світовий імпортер сировинних товарів. У 2020 р. дії регуляторів Китаю, спрямовані на підтримку економіки країни від наслідків COVID-19, призвели до значного зростання кредитних стимулів, що також посприяло росту цін на сировинні товари, зокрема метали. Взявши пандемію під контроль, Китай більше не потребує такої великої монетарної та фіскальної підтримки, тому уряд фокусується на зменшенні ризиків надмірної закредитованості та перегрівання економіки. Більш жорстка політика Китаю може переважити позитивний ефект від відновлення економік решти країн світу, а падіння інвестиційного попиту Китаю може ще більше погіршити ситуацію.

Серед сировинних товарів метали є найбільш вразливими до зміни політики Китаю. Зменшення стимулів може бути особливо негативним для залізної руди та сталі, ціни яких росли найшвидшими темпами в 2020 р., незважаючи на світовий економічний спад.

Графік 18. Ціни на сталевий рулон FOB Чорне море (\$/т)

Ціни на сталь і залізну руду особливо вразливі до можливого скорочення стимулів у Китаї



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 19. Індикативні ціни на залізну руду (\$/т)

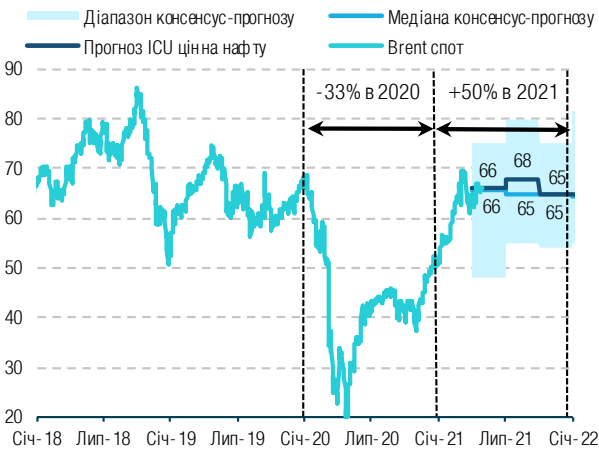


Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Водночас ризики для цін на нафту та природний газ здаються найменшими завдяки очікуваному відновленню світової мобільності, економічної діяльності та міжнародної торгівлі. Ціни на нафту та газ отримують додаткову підтримку від обмеження пропозиції від ОПЕК+ та недостатніх інвестицій інших виробників, що не входять в ОПЕК+. Унаслідок цін на нафту та природний газ, імовірно, матимуть вищі темпи росту порівняно з металами в 2021-2022 рр.

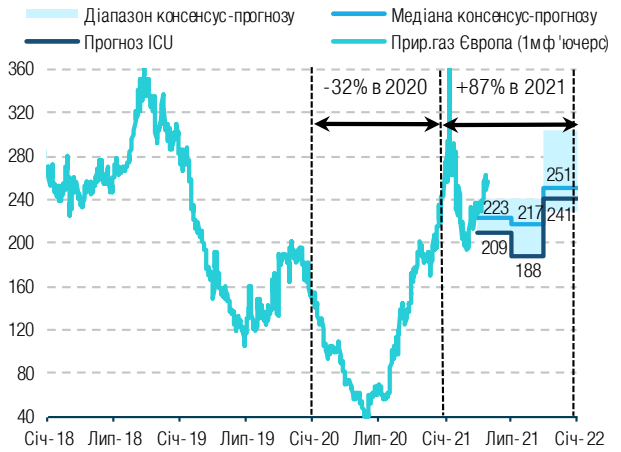
**Графік 20. Ціна на нафту Brent (\$/барель)**

Обмежена пропозиція та очікуване відновлення мобільності та ділової активності роблять нафту та природний газ менш вразливими до ризиків



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

**Графік 21. Ціна на природний газ в Європі (\$/тис.м³)**



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

**Україна значною мірою залежна від цін на сировину**

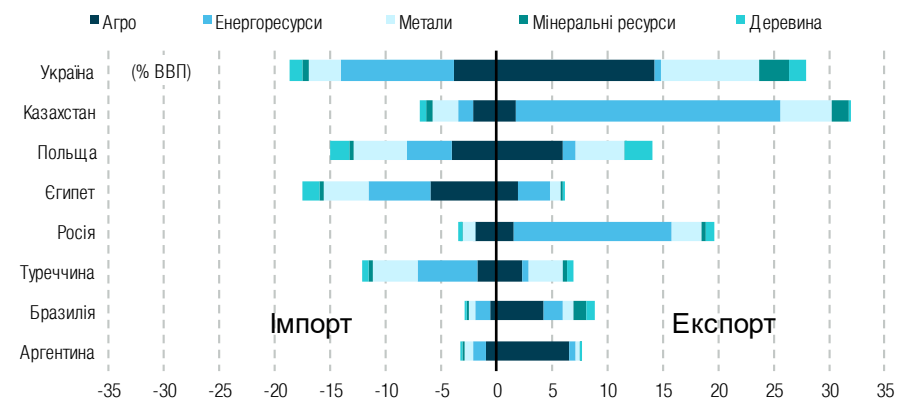
*Велика залежність унаслідок зовнішньої торгівлі сировинними товарами робить Україну дуже вразливою до зміни цін на сировину*

Залежність України від зовнішньої торгівлі сировинними товарами є однією з найвищих серед країн, що розвиваються, як при імпорті, так при експорті. Близько 60–70% українського експорту значною мірою залежить від товарних ринків сталі, залізної руди та сільськогосподарської продукції. Водночас щонайменше 30% українського імпорту залежить від цін на такі енергоносії, як природний газ, нафта та вугілля.

В залежності від різних ринкових умов та чинників ціни на енергоносії досить часто змінюються не синхронно із цінами на сталь, залізну руду та зерно. У роки, коли вартість енергоносіїв росла швидшими темпами, ніж ціни на зерно та метали, в Україні розширювався торговий дефіцит, що створювало додатковий тиск на гривню.

**Графік 22. Зовнішня торгівля сировинними товарами як % від ВВП (2018)**

Залежність України від торгівлі сировинними товарами є однією з найвищих серед країн, що розвиваються



Джерело: Світовий банк, НБУ, ICU.

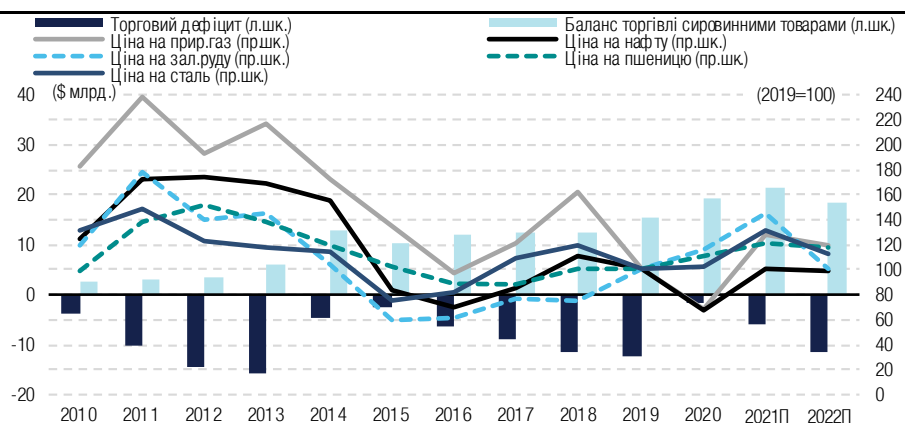
**Швидші темпи росту цін на енергоносії в порівнянні з металами та рудою можуть призвести до розширення торгового дефіциту**

COVID-19 зіграв на користь сильно залежного від сировинних товарів торгового балансу України в 2020 р., оскільки різке падіння імпорتنих цін на енергоносії супроводжувалося помірним зниженням або навіть ростом цін на експортовані метали та сільськогосподарську продукцію. У результаті торговий дефіцит України скоротився на 86%, до \$1.7 млрд або 1% ВВП. У 2021 р. ціни на природний газ та нафту зростуть на 30-40% швидшими темпами, ніж ціни на сталь, залізну руду та зерно. За нашим базовим сценарієм, це призведе до розширення торгового дефіциту до 3% ВВП. На наш погляд, ризики подальшого зростання цін на енергоносії є незначними, тоді як головною загрозою є різке зниження цін на сталь та залізу руду, які історично є дуже волатильними. Що стосується цін на зерно, то можливе їх зниження значною мірою буде компенсоване кращим врожаєм цього року.

За нашими оцінками, кожні 5% зниження цін на сталь і залізну руду порівняно з нашим прогнозом призведуть до розширення дефіцитів торгового балансу й поточного рахунку на 0.4% ВВП у 2021 та 0.5% ВВП у 2022 роках відповідно.

### Графік 23. Торговий баланс України та баланс зовнішньої торгівлі сировинними товарами ні тлі цін на сировину

Торговий баланс погіршувався в роки, коли ціни на енергоносії зростали швидше за ціни на зернові та метали



Джерело: НБУ, Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Результатом такого скорочення експортної виручки та розширення торгового дефіциту буде зменшення внутрішнього попиту та додатковий тиск на валютний ринок. До того ж податкові надходження також можуть значно знизитися через високу частку доходів, пов'язаних із зовнішньою торгівлею. Таким чином, якщо в даний час ми все ще спостерігаємо переважно позитивні ефекти для української економіки від зростання світових цін на сировину, ризики підвищуються та зміщуються в бік негативних ефектів у коротко- та середньостроковій перспективі.

## Ризик №3: (не)Вакцинація

### Передумови: Повільний темп вакцинації

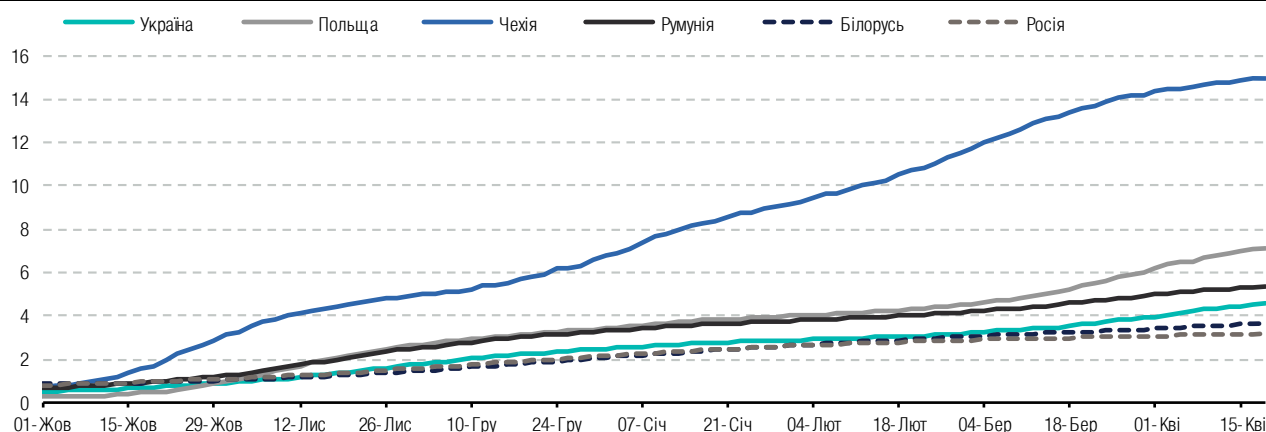
**Запровадження локдаунів є очікуваною реакцією на хвилі зростання захворюваності на COVID-19**

Поширення COVID-19 в Україні на початковій стадії пандемії було дуже обмеженим, оскільки суворі заходи, які уряд вжив у березні 2020 р., допомогли уникнути значної кількості випадків. Подальший сплеск захворювань спонукав владу запровадити карантин вихідного дня в листопаді 2020 р., що спричинило опір у деяких регіонах, оскільки місцеві органи влади протистояли цьому. Країна опинилася в черговому локдауні в січні, одразу після закінчення свят. У березні-квітні Україна, замість загальнонаціонального локдауну, вдалася до ряду регіональних, оскільки це дозволило закрити окремі регіони країни залежно від поширення на їх території вірусу та спроможності місцевих лікарень приймати хворих.

Попри загальну втому від пандемічних обмежень, через яку посилюється недотримання карантинних заходів, влада довела, що вона готова запроваджувати такі суворі обмеження, як фактичне зупинення громадського транспорту в Києві. Ми віримо, що вони можуть вживати подібні заходи й у майбутньому, якщо поширення вірусу прискориться.

#### Графік 24. Кількість зареєстрованих випадків COVID-19 на 100 жителів

Хоча зареєстрована кількість випадків захворювання в Україні занижена, загалом вона відповідає рівням у сусідніх країнах і має схожу динаміку



Джерело: ourworldindata.org, ICU

Станом на 25 квітня 2021 р. в Україні було зареєстровано 4.8 випадки зараження на 100 жителів. Хоча ця цифра, безумовно, є нижчою за фактичну, вона не настільки віддалена від деяких сусідніх країн, зокрема Польщі, Білорусі чи Румунії. Водночас Чехія має один з найбільших зареєстрованих рівнів зараження: 15.1 на 100 осіб. Навіть з таким відсотком людей, які вже хворіють на COVID-19, країни все ще далекі від того, щоб не менше 75% людей мали імунітет до цієї хвороби, та можна було б розраховувати на закінчення пандемії.

**Україна відстає від своїх сусідів за темпами вакцинації**

У такому випадку вакцинація видається найбільш ефективним рішенням, проте Україна відстає від своїх західних сусідів у цьому питанні. Станом на 25 квітня 2021 р. в Україні вакциновано лише першою дозою 1.2 людини на 100 осіб. Це значно менше від Польщі, Чехії чи Румунії, де ці показники перевищують рівень 20 доз на 100 осіб. Процес вакцинації в Україні стартував 24 лютого, тоді як країни ЄС розпочали щеплення двома місяцями раніше. Україна почала використовувати вакцину Oxford–AstraZeneca, яка



має довший період між дозами, що складає до 12 тижнів. Тому в Україні вакцинація другою дозою може початися лише в травні.

Поки що Україні не вдалося забезпечити великої партії вакцин, однак уже отримані вакцини, розроблені Oxford–AstraZeneca, Sinovac Biotech та Pfizer–BioNTech. Взаємозамінність вакцин є важливим питанням, яке слід врахувати, оскільки друга доза вакцини конкретного типу може бути відсутня в потрібний час. Ця особливість може створити ще більше перешкод процесу вакцинації.

**Україні необхідно проводити 270 000 вакцинацій на добу для досягнення показника в 70% населення, вакцинованого обома дозами...**

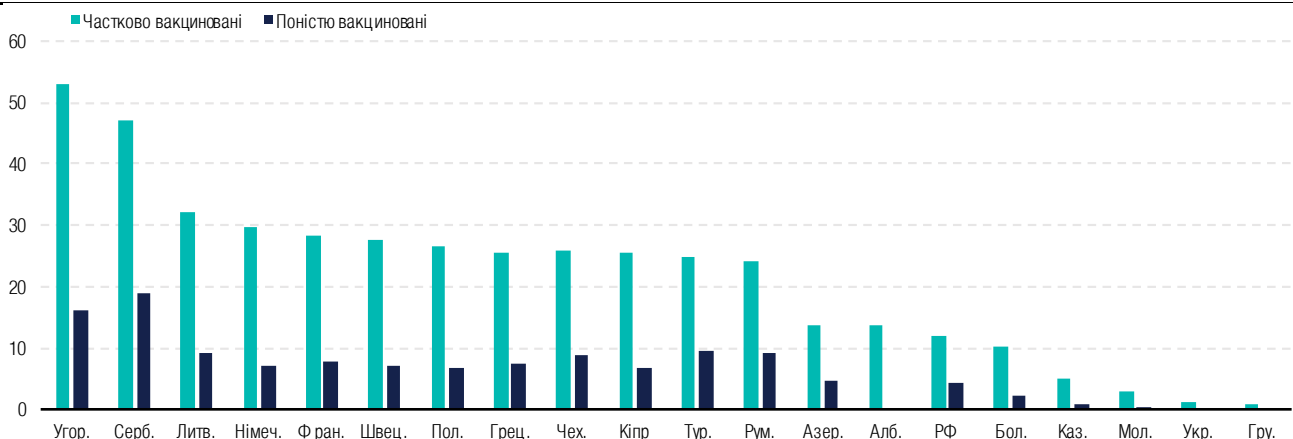
За даними Міністерства охорони здоров'я, Україна повинна вийти на показник 270 000 щеплень на день, щоб досягти 70% рівня вакцинації серед всього населення. На сьогоднішній день середньодобова кількість вакцинацій становить 11 000 доз, проте з дуже низькими показниками у вихідні дні та вище середнього показника в робочі дні. Станом на 25 квітня 2021 р. Україна отримала 1.2 млн доз різних вакцин, лише третина доз вже введена. Міністерство охорони здоров'я повідомило, що вже уклало контракти на 24 млн доз, додаткові 8 млн очікуються в рамках ініціативи COVAX. Це складає в цілому 32 млн доз або майже половину з 68 млн доз, необхідних для досягнення 70% повністю вакцинованих осіб у країні. Однак, якщо кількість доз, що вводяться щодня, різко не збільшиться, не буде потреби в таких великих кількостях вакцин через обмеження їхнього терміну придатності.

**... що є малоюмовірним, враховуючи поточні темпи вакцинації**

Ми очікуємо, що фактичні денні показники вакцинації будуть скромнішими й не перевищуватимуть 100 000. Унаслідок кампанія з вакцинації продовжиться і в 2022 р., тоді як чергові сплески захворюваності, ймовірно, спонукатимуть до нових обмежень.

#### Графік 25. Частка населення, яке отримало вакцину станом на 25 квітня

Україна залишається серед країн із найнижчим рівнем вакцинації, водночас як Угорщина та Сербія – серед лідерів у Європі



Джерело: ourworldindata.org, ICU

### Наслідки для України: Тягар нових локдаунів

**За базовим сценарієм Україна не досягне колективного імунітету, але уникне суворих локдаунів**

Наш базовий сценарій передбачає, що лише 50% населення буде вакциновано до кінця 2021 р. Країна буде ще далека від досягнення значущого рівня колективного імунітету, що може призвести до нових локдаунів у 2П21 та наступних уповільнень відновлення економіки.

Ми очікуємо, що нові регіональні обмеження будуть впроваджуватися в 2П21, оскільки темпи вакцинації не забезпечать бажану частку людей з імунітетом проти COVID-19. Не маючи можливості достеменно передбачити, як поводитиме себе вірус: почне згасати

або, навпаки, посиляться через мутації, як це сталося із британським та кількома іншими штамами, не можна виключати ймовірність чергової хвилі пандемії. У міру того, як кількість щоденних захворювань падатиме, влада послаблюватиме обмежувальні заходи. Без належної вакцинації новий сплеск випадків – це питання часу.

За нашими оцінками, січневий локдаун знизив місячний ВВП приблизно на 3-4%. Негативні наслідки регіональних обмежень у березні-квітні становлять близько 2-3% місячного ВВП.

**Оптимістичний сценарій** передбачає досягнення 70% рівня вакцинації до кінця 2021 р. Такий розвиток подій можливий, якщо Україна кардинально покращить поточні темпи вакцинації, наприклад, у випадку успішної вакцинації власного населення в ЄС та переходу до допомоги своїм найближчим сусідам – Україні, Молдові та балканським державам. Такі країни, як Польща та Чехія, які потребують українську робочу силу для свого економічного зростання, якнайбільше зацікавлені в зниженні рівня інфікування в Україні. Якщо цей сценарій здійсниться, це може дозволити уникнути посилення обмежень у 4кв21–1кв22 та забезпечити додатковий приріст ВВП на 1.5% у цих кварталах. Швидка вакцинація дозволить досягти зростання ВВП 5.6% у 2021 р. та 4.1% у 2022 р. (порівняно з 5.2% і 3.8% відповідно за базовим сценарієм).

**Без прискорення вакцинації економіка буде страждати від локдаунів значно більше** **Несприятливий сценарій** передбачає, що Україна не зможе різко прискорити вакцинацію через брак потужностей, високий рівень відмов або просто через відсутність дієвої вакцини. У такому випадку країна досягне не більше 30% вакцинованих до кінця 2021 р. Це призведе до посилення обмежень у 4кв21-1кв22 та додаткових втрат ВВП у 2-2.5% у цих кварталах. Ми очікуємо, що ВВП 2021 року зросте лише на 4.7% і сповільниться у 2022 р. до 3.5% (проти 5.1% та 3.8% відповідно за базовим сценарієм).

## Ризик №4: Дорого жити без МВФ

### Передумови: Подальші затримки з отриманням траншів МВФ

**Активні переговори з МВФ тривають** Після підписання програми Stand-by із МВФ у червні 2020 р. українська влада не змогла успішно пройти перший перегляд програми. Хоча умови нової програми були досить легкі, вона також передбачала збереження попередніх досягнень. На жаль, у багатьох сферах відбувся регрес, і наразі органи влади намагаються вирішити такі складні питання, як реформа судової системи, налагодження роботи антикорупційних органів, дисбаланси в енергетичному секторі, фіскальна стійкість та незалежність НБУ.

Варто зазначити, що органи влади продовжують інформувати про рішучу прихильність до співпраці з МВФ та виконання програми. І ми бачимо певні зусилля, що докладаються для вирішення складних питань, наприклад, нещодавні зміни до законодавства про декларування активів.

На вересень припадають великі боргові виплати, зокрема погашення \$1 млрд єврооблігацій, випущених під час реструктуризації 2015 р., та \$1 млрд п'ятирічних єврооблігацій, гарантованих США, що були випущені в 2016 р. Загалом у вересні уряд має сплатити приблизно \$3 млрд за зовнішнім боргом.

**Ризик більше не отримати транші МВФ виглядає дуже високим** Беручи до уваги підвищені фінансові потреби уряду та посилення напруженості з Росією, ми все ще віримо, що органи влади зможуть забезпечити виконання вимог МВФ та відповідне фінансування до вересня. Крім того, у нашому базовому сценарії ми припускаємо, що діюча програма Stand-by буде продовжена на наступний рік або буде підписана нова програма.

Однак при слабкому прогресі у вирішенні проблемних питань існує висока ймовірність того, що Україна не зможе отримати транші МВФ цього та наступного року.

### Наслідки для України: Менші та дорожчі позики

**Ринкові позики на заміну офіційного фінансування будуть значно дорожчими** Очевидним наслідком неотримання траншів МВФ та пов'язаних з ними позик від інших офіційних кредиторів буде необхідність їхнього заміщення ринковими позиками. Цього року ситуація пом'якшується тим, що Україна має отримати приблизно \$2.7 млрд від розподілу СПЗ МВФ, що можуть бути спрямовані на потреби Мінфіну. А втім, це не зможе допомогти Мінфіну втриматися від виходу на міжнародні ринки капіталу. Навіть припустивши прихований секвестр бюджету та зменшення дефіциту до 3% ВВП, повне рефінансування виплат за валютними ОВДП, Мінфіну доведеться розмістити приблизно \$1.5 млрд єврооблігацій. Наступного року ситуація із залученням коштів для фінансування бюджету виглядає ще більш складною із збільшенням потреби в залученні коштів на міжнародних ринках до \$2 млрд.

Заміщення дешевого офіційного фінансування ринковим безумовно робить подальше обслуговування боргу дорожчим для країни. До того ж відсутність впровадження програми МВФ робить ринкові запозичення ще дорожчими. Згідно з емпіричними дослідженнями добре функціонуюча програма МВФ сприяє значному поліпшенню сприйняття кредитоспроможності країни ([Gehring and Lang, 2016](#)). Відповідно більші обсяги фінансових ресурсів, що надаються МВФ, та належне впровадження програми МВФ сприяють звуженню суверенних кредитних спредів та пом'якшенню фіскального тягаря. Крім того, програми МВФ значно зменшують імовірність подальших дефолтів

суверенних країн приблизно на 1.3 п.п. (Tartari and Tola, 2019). І наостанок програма із МВФ виглядає своєрідним «знаком якості» економічної політики країни, стимулюючи приватні інвестиції (Erce and Riera-Crichton, 2015)

Таблиця 3. Валютні виплати та джерела фінансування в 2021 та 2022 рр. (\$ млрд)

	2021	2022		2021	2022
<b>Баланс валютних рахунків (початок року)</b>	<b>2.1</b>	<b>0.7</b>			
<b>Валютне фінансування</b>	<b>8.8 (10.2)</b>	<b>8.2 (8.6)</b>	<b>Валютні боргові виплати</b>	<b>10.2</b>	<b>8.4 (8.3)</b>
МВФ	0.0 (1.4)	0.0 (1.4)	МВФ	0.5	0.5
Єврооблігації	2.0 (1.5)	3.0 (1.5)	Інші МФО	0.6	0.7
Кредити Світового банку	0.0 (0.5)	0.0 (0.5)	Єврооблігації	1.6	1.2
Макрофінансова допомога ЄС	0.7 (0.7)	0.0 (0.0)	Єврооблігації, гарантовані США	1.0	0.0
Валютні ОВДП	4.6 (4.6)	4.0 (4.0)	Інші виплати за зовнішнім боргом	0.1	0.1
Розподіл СПЗ	1.5 (1.5)	1.2 (1.2)	Обслуговування зовнішнього боргу	1.8	1.9 (1.8)
			Валютні ОВДП	4.6	4.0
<b>Очікуваний баланс валютних рахунків (кінець року)</b>	<b>0.7 (2.1)</b>	<b>0.5 (2.4)</b>			

\*Цифри у дужках означають наш базовий сценарій

Джерело: МФУ, ICU.

Ми вважаємо, що Україна вже платить вищу ціну за слабе впровадження програми МВФ, оскільки спред для українських єврооблігацій перевищує 500 б.п. На основі результатів досліджень, згаданих вище та інших, ми припускаємо, що без траншів МВФ Україні доведеться виплачувати ще додаткову премію інвесторам. Цілком можливим виглядає те, що дохідність нових випусків 10-річних єврооблігацій може бути вищою приблизно на 100 б.п. відповідного рівня в базовому сценарії, що матиме негативний вплив на обслуговування боргів протягом наступних років.

**Без траншу МВФ та іншого офіційного фінансування, обслуговування зовнішнього боргу зросте на \$30-50 млн у 2021 р. та на \$100-150 млн у 2022 р.**

А втім, цього року збільшення вартості запозичень буде незначним, оскільки процентні виплати вже припадуть на 2022 р. та наступні. Власне, Україна заплатить додаткові \$30-50 млн за зовнішніми боргами в 2021 р. Але вже наступного року додаткові витрати складуть \$100-150 млн, збільшуючи потребу уряду в іноземній валюті.

Звісно, частину від потреби в іноземній валюті може бути задоволено за рахунок збільшення розміщень валютних ОВДП, але щоб збільшити залучення коштів на внутрішньому ринку МФУ доведеться запропонувати процентні ставки принаймні на 50 б.п. вищі ніж зараз, збільшуючи вартість обслуговування боргу й погіршуючи його структуру за термінами погашення через збільшення частки короткострокових облігацій.

Також ми маємо звернути увагу й на гривневі запозичення. Щоб профінансувати дефіцит бюджету без дешевого зовнішнього фінансування, уряд буде змушений активно залучати кошти від банків та інших вітчизняних інвесторів, як він це робив наприкінці 2020 р. Настільки великі запозичення теж потребуватимуть підвищення процентних ставок за ними.

Для збільшення внутрішніх запозичень МФУ доведеться підвищити ставку за гривневими ОВДП щонайменше на 100 б.п. у 4кв21, збільшуючи витрати на обслуговування боргу в 2022 р. на приблизно 2 млрд грн, що разом із збільшенням вартості запозичень у валюті складуть додаткову потребу на обслуговування боргу близько 6 млрд грн (\$0.2 млрд).

*Жорсткіша фіскальна політика, слабше економічне зростання та нижчі соціальні стандарти стануть економічними наслідками відсутності діючої програми із МВФ*

Зростання вартості обслуговування боргу вимагатиме від уряду додаткового збільшення первинного профіциту бюджету, що створить відповідний від'ємний фіскальний імпульс. Це пригальмує економічне відновлення та може призвести до соціальної напруженості, оскільки фіскальний простір для поточних видатків буде серйозно обмежений. Однак навіть за цього сценарію уряд зможе уникнути значної макрофінансової турбулентності, оплачуючи відсутність добре функціонуючої програми із МВФ довгостроковим економічним потенціалом.



## Річні прогнози на 2021–22 рр.

	Історичні дані за 2011-20 рр.										Прогноз ICU	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021П	2022П
<b>Економічна активність</b>												
Реальний ВВП (% р/р)	5.5	0.2	(0.0)	(6.6)	(9.8)	2.4	2.5	3.4	3.2	(4.0)	5.2	3.8
Номинальний ВВП (млрд грн)	1,300	1,405	1,465	1,587	1,989	2,385	2,984	3,561	3,978	4,194	4,818	5,401
Номинальний ВВП (млрд дол)	163	174	180	133	90	93	112	131	155	155	175	193
Безробіття (%)	8.0	7.6	7.3	9.3	9.1	9.3	9.5	8.8	8.2	9.5	9.0	8.5
<b>Інфляція</b>												
Індекс споживчих цін (% р/р, к.п.)	4.6	(0.2)	0.5	24.9	43.3	12.4	13.7	9.8	4.1	5.0	7.8	5.0
Індекс споживчих цін (% р/р, сер.)	8.0	0.6	(0.3)	12.1	48.7	13.9	14.4	10.9	7.9	2.7	8.1	5.4
Дефлятор ВВП (% р/р)	14.2	7.8	4.3	15.9	38.9	17.1	22.1	15.4	8.3	9.8	9.2	7.9
<b>Обмінні курси</b>												
Гривня/Долар США (к.п.)	8.0	8.1	8.2	15.8	24.0	27.3	28.1	27.7	23.8	28.3	28.0	28.1
Гривня/Долар США (сер.)	8.0	8.1	8.2	12.0	21.9	25.6	26.6	27.2	25.8	27.0	27.8	27.9
<b>Зовнішні баланси</b>												
Баланс поточного рахунку (млрд дол)	(10.2)	(14.3)	(16.5)	(4.6)	5.0	(1.9)	(3.5)	(6.4)	(4.1)	6.2	1.8	(4.5)
Баланс поточного рахунку (% ВВП)	(6.3)	(8.3)	(9.2)	(3.5)	5.6	(2.0)	(3.1)	(4.9)	(2.7)	4.0	1.0	(2.3)
Торгівельний баланс (млрд дол)	(10.1)	(14.3)	(15.6)	(4.6)	(2.4)	(6.5)	(8.7)	(11.4)	(12.5)	(1.8)	(6.0)	(11.4)
Торгівельний баланс (% ВВП)	(6.2)	(8.3)	(8.7)	(3.5)	(2.6)	(6.9)	(7.8)	(8.7)	(8.1)	(1.2)	(3.4)	(5.9)
Експорт (млрд дол)	83.7	86.5	81.7	65.4	47.9	46.0	53.9	59.2	63.6	60.7	70.6	68.9
Імпорт (млрд дол)	93.8	100.9	97.4	70.0	50.2	52.5	62.7	70.6	76.1	62.5	76.6	80.3
Приплив капіталу (за ф/р) (млрд дол)	7.7	10.1	18.6	(9.1)	(4.6)	3.1	6.0	9.3	10.1	(4.2)	(0.5)	7.2
ПІІ (млрд дол)	7.0	7.2	4.1	0.3	(0.4)	3.8	3.7	4.5	5.2	(1.0)	2.0	3.5
ПІІ (% ВВП)	4.3	4.1	2.3	0.2	(0.5)	4.1	3.3	3.4	3.4	(0.6)	1.1	1.8
Міжнародні резерви (млрд дол)	31.8	24.5	20.4	7.5	13.3	15.5	18.8	20.8	25.3	29.1	32.5	34.2
Міжнародні резерви (% міри МВФ)	66.5	47.6	52.4	23.5	46.5	56.5	65.5	71.8	86.7	101.1	112.6	118.3
<b>Процентні ставки</b>												
Облікова ставка НБУ (% к.п.)	7.75	7.50	6.50	14.00	22.00	14.00	14.50	18.00	13.50	6.00	7.50	7.00
<b>Публічні фінанси</b>												
Баланс бюджету (% ВВП)	(1.8)	(3.8)	(4.4)	(5.0)	(2.3)	(2.9)	(1.5)	(2.4)	(2.1)	(5.1)	(4.5)	(3.0)
Державний борг (% ВВП)	36.4	36.7	39.9	69.4	79.0	80.9	71.8	60.9	50.6	60.8	58.5	55.2
<b>Зарплати</b>												
Середня номінальна зарплата (грн)	2,639	3,032	3,274	3,475	4,207	5,187	7,105	8,867	10,504	11,597	13,999	15,905
Реальна зарплата (% р/р)	8.8	14.3	8.2	(5.2)	(18.5)	7.8	19.7	12.6	9.9	7.4	11.7	7.9

Джерело: Держстат, НБУ, МФУ, ICU.

## Квартальні прогнози на 2021–22 рр.

	Історичні дані								Прогноз ІСУ							
	1кв19	2кв19	3кв19	4кв19	1кв20	2кв20	3кв20	4кв20	1кв21	2кв21	3кв21	4кв21	1кв22	2кв22	3кв22	4кв22
<b>Економічна активність</b>																
Реальний ВВП (% р/р)	3.1	4.8	3.8	1.4	(1.2)	(11.2)	(3.5)	(0.5)	(0.5)	10.7	4.9	5.4	6.3	5.0	2.7	2.2
Номінальний ВВП (млрд грн)	820	933	1,112	1,113	854	875	1,163	1,302	952	1,066	1,318	1,482	1,094	1,209	1,463	1,635
Номінальний ВВП (млрд дол)	30	35	44	46	34	33	42	46	34	39	49	54	39	43	53	58
<b>Інфляція</b>																
Індекс споживчих цін (% р/р, к.п.)	8.6	9.0	7.5	4.1	2.3	2.4	2.3	5.0	8.5	8.1	8.9	7.8	5.5	5.1	4.9	5.0
Індекс споживчих цін (% р/р, сер.)	8.9	9.1	8.5	5.2	2.6	2.1	2.4	3.8	7.4	8.4	8.4	8.4	6.3	5.3	4.9	5.0
Дефлятор ВВП (% р/р)	12.2	9.9	7.6	4.7	5.1	5.7	8.4	17.5	12.0	10.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
<b>Обмінні курси</b>																
Гривня/Долар США (сер.)	27.31	26.52	25.21	24.22	25.10	26.87	27.57	28.26	27.95	27.67	27.75	28.00	28.05	27.82	27.74	28.15
Гривня/Долар США (к.п.)	27.31	26.16	24.36	23.81	27.59	26.69	28.30	28.32	27.85	27.50	28.00	28.00	28.20	27.53	28.07	28.11
<b>Процентні ставки</b>																
Облікова ставка НБУ (% к.п.)	18.00	17.50	16.50	13.50	10.00	6.00	6.00	6.00	6.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.00	7.00	7.00

Джерело: Держстат, НБУ, ІСУ.



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

WEB [www.icu.ua](http://www.icu.ua)



## АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

**Сергій Ніколайчук**  
керівник підрозділу  
макроекономічних досліджень  
[sergiy.nikolaychuk@icu.ua](mailto:sergiy.nikolaychuk@icu.ua)

**Тарас Котович**  
старший фінансовий аналітик,  
державний борг  
[taras.kotovych@icu.ua](mailto:taras.kotovych@icu.ua)

**Дмитро Дяченко**  
молодший аналітик  
[dmitriy.dyachenko@icu.ua](mailto:dmitriy.dyachenko@icu.ua)

**Олександр Мартиненко**  
керівник підрозділу аналізу корпорацій,  
небанківський сектор  
[alexander.martynenko@icu.ua](mailto:alexander.martynenko@icu.ua)

**Михайло Демків**  
фінансовий аналітик,  
банківський сектор  
[mykhaylo.demkiv@icu.ua](mailto:mykhaylo.demkiv@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 й 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 покладаючися на цю публікацію. Лише інвестори зі значними знаннями й досвідом у фінансових питаннях, які 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](mailto:research@icu.ua).**