



# MONTHLY Economic Outlook

Update of FX and ME Forecast

April 2021

# Содержание

Summary	3
Обзор валютного рынка за март	6
Прогноз курса на апрель-май	11
Прогноз платежного баланса – 2021 и курса до конца года	12
Рынок денег и капитала	20
Реальный сектор	33
Военно-политический риск	44
Платежный баланс 2021	48
Ключевые допуски и факторы влияния	51

*(закрытое исследование и обновленный прогноз для клиентов Ukraine Economic Outlook. Распространяется только по подписке. Все права защищены. Любое копирование и распространение материалов исследования вне рамок юридических соглашений с правообладателем преследуется в соответствии с украинским и международным законодательством об авторском и смежном праве)*

## Summary

Наш прогноз, предполагающий сезонное ослабление гривны в конце марта – начале апреля подтвердился. С 9 по 22 марта гривна укрепилась к 27,64-27,75 UAH/USD, что оказалось даже незначительно сильнее прогнозированного нами курсового коридора. В последнюю декаду марта гривна ожидаемо начала плавный разворот к 27,95 UAH/USD. Напомним, 2-го апреля НБУ был вынужден выйти на рынок с продажей \$50 млн, чтобы развернуть курс с пиковых 28,2 UAH/USD в середине торгового дня.

По данным НБУ, в марте 2021 года украинцы продали \$2,1 млрд наличной и безналичной валюты, а купили лишь \$1,8 млрд. Отрицательное сальдо продажи валюты со сбережений составило -\$0,33 млрд. При этом, в марте текущего года население Украины продало рекордную за один месяц сумму валюты с начала 2020 года.

Всего в первом квартале 2021 года физлица продали \$5,04 млрд, а купили – \$4,7 млрд. Отрицательное сальдо с начала года составило -\$0,37 млрд.

**Наш базовый прогноз предполагает, что после оглашения главой правления НБУ нового уровня учетной ставки (в 7-7,5%, против текущих 6,5%) – рынок отреагирует резким укреплением до 27,7-27,75 UAH/USD.** До конца апреля курс будет двигаться по плавному ревальвационному тренду без резких скачков – к 27,65-27,7 UAH/USD. В мае мы ожидаем, что курс продолжит плавное укрепление до 27,5-27,55 UAH/USD к концу месяца.

Ключевым фактом неопределенности, который может нарушить движение по описанному сценарию, является **эскалация военного конфликта**. Именно повышенные военные риски сдерживают укрепление курса и увеличивают спрос на валюту – как защитный актив в краткосрочном периоде в глазах банков и населения.

В частности, обстрелы по ранее не участвующих в прямых военных действиях областях, отразятся в первую очередь на валютном рынке, внутреннем рынке ОВГЗ и котировках правительственные и корпоративных еврооблигаций (блокируя для них возможности внешних привлечений на открытом рынке).

В зависимости от формата военной агрессии, мы предполагаем две линии поведения НБУ. Если возникший дисбаланс на рынке будет вызван повышенным спросом на валюту, но фундаментально валютным поступлениям ничего не угрожает, то регулятор допустит резкий, но невысокий скачок курса до 30 UAH/USD в первые две недели. При этом, банки и обменные сети постараются “придержать” наличную валюту и с высокой вероятностью котировки наличного рынка – вырастут значительно выше межбанка (как это было, например, в январе-феврале 2015 года).

После стабилизации ситуации и адаптации настроений населения к риску некритических военных обстрелов – валютный рынок самостоятельно сбалансируется и курс развернется обратно к 28,0-29,0 UAH/USD, лишь частично “отыграв” предыдущую девальвацию.

**С другой стороны, если в результате обострения конфликта пострадают критические для экспортных поставок объекты инфраструктуры** (например, будут заблокированы морские порты) или IT-компании начнут передислокацию сотрудников в другие страны, Национальный банк будет вынужден дать рынку сбалансироваться на новом равновесном уровне (предполагающим новые, более низкие объемы предложения валюты, которые не могут быть восстановлены до предыдущего уровня в ближайшее время).

**Оценить предел девальвации в случае военно-политического риска не представляется возможным.** Действительно, регулятор попытается незначительно “сгладить” динамику курса и потратит до \$2-3 млрд на интервенции. Но в целом – это не возымеет видимого результата на валютный рынок.

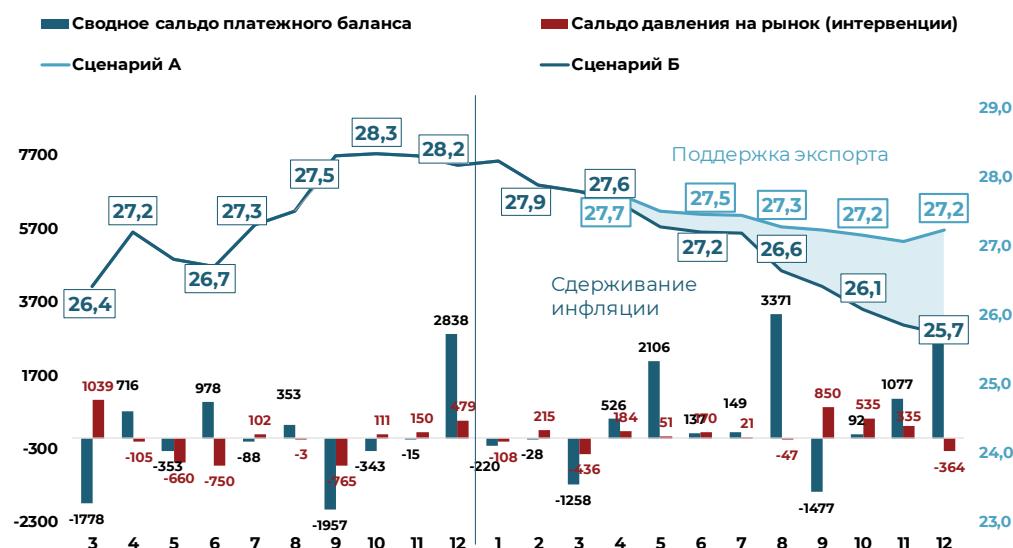
## Summary

В случае абсорбции «военного фактора» -- мы подтверждаем свой предыдущий прогноз о том, что главным трендом 2021 года, станет стремительное восстановление украинской экономики. А с учетом «эффекта низкой базы сравнения» с кризисным 2020-м, **2021-й все еще может стать годом рекордного роста украинской экономики за последние десять лет.**

Золотовалютные резервы на конец декабря составят \$29,3 млрд (против \$27,035 млрд на 1 апреля)

**Наш базовый прогноз «Сценарий-А» курса на конец 2021 года - 27,2 UAH/USD.** Оптимистичный «Сценарий-В» предполагает вероятность укрепления курса и до 25,7 UAH/USD (что связано преимущественно с внешним эффектом ослабления доллара к евро, но не с внутренними фундаментальными факторами).

### Курсовой прогноз до конца 2021 года, UAH/USD, млн долл



Источник: НБУ, расчеты Ukraine Economic Outlook

В марте Минфин находился в оптимальных условиях для снижения доходностей на рынке ОВГЗ.

**Перевыполнение доходной части госбюджета за январь-март составило 5,8% или 13,6 млрд грн.**

Также, ввиду фактора сезонности, первому кварталу характерный самый высокий уровень недовыполнения расходной части госбюджета: -15% состоянием на 29.03.

Однако уже с апреля, при выравнивании уровня выполнения расходной части (по завершению необходимых тендерных процедур), и в условиях неопределенности дальнейшего финансирования со стороны МВФ и ВБ, Минфин столкнется с необходимостью увеличения объемов привлечению средств на открытом рынке, что отразится и на предлагаемых уровнях доходности по гривневым инструментам. С высокой вероятностью, выпадение из базового графика сотрудничества с МВФ (и блокирования связанных траншей от Еврокомиссии и Всемирного Банка) Минфин попытается перекрыть через перевыполнение плана привлечений на внутреннем рынке (еще один фактор повышения доходностей) и перевыполнение плана поступлений. Что, по итогам года, удержит дефицит бюджета против предполагаемых законом о госбюджете 5,5% на уровне 4-4,5% (или план привлечений будет недовыполнен на 48-60 млрд грн.)

**Наш прогноз перевыполнения госбюджета в 2021 году предполагает его перевыполнение на 4,5%, а именно +74 млрд грн. к первоначальному плану.**

## Summary

Так, перевыполнение доходов бюджета по итогам января-марта указывает на то, что при составлении макропрогноза Министерство финансов значительно недооценило потенциал экономического восстановления Украины и доходов госбюджета в 2021-ом году. Мы также предполагаем, что расходная часть по итогам года будет недовыполненной на -0,5% (эквивалент 16 млрд грн).

Оптимальной стратегией управления госдолгом со стороны Минфина можно считать сохранение нынешнего уровня доходности по "коротким" бумагам (3-6 месяцев) в гривне, в которые более охотно готовы инвестировать украинские банки, особенно с учетом ревальвационных ожиданий в текущем году, увеличение доходности по ОВГЗ в иностранной валюте (до 4-5% годовых) со сроком погашения до 2 лет, которые также могут заинтересовать украинские банки, и существенное повышение доходности (до 14-16% годовых) по "длинным" (3-5 лет) гривневым бумагам, более привлекательных внешним инвесторам.

Номинальный баланс госпривлечений и выплат в 2021 году будет сведен позитивным сальдо +\$3,4 млрд. Учитывая \$2,7 млрд процентных выплат, баланс уменьшится к \$0,75 млрд и незначительно будет поддержан покупкой Министерством финансов валюты у НБУ.

Наш умерено-оптимистичный прогноз включает в себя поступление лишь одного транша от МВФ и Всемирного Банка в объеме \$700 млн (ноябрь) и \$350 млн (сентябрь) соответственно. Для того, чтобы обеспечить выплаты по госдолгу Министерство финансов предположительно привлечет \$4,5 млрд на рынке еврооблигаций в мае \$1,5 млрд июне, \$2 млрд в августе и еще \$1 млрд в декабре.

После выхода на положительную динамику в декабре, динамика реального сектора в первые два месяца резко "откатилась" в отрицательную зону.

**Общий приток валюты в страну** (формирующий ревальвационное давление или потенциальный выкуп валюты Национальным банком в резервы) **составит +\$7,4 млрд.** Из которых \$2 млрд Национальный банк выкупит интервенциями в резервы, а дельта – будет формировать ревальвационное движение до 27,0 UAH/USD к концу года (за вычетом скачка в декабре из-за временного эффекта бюджетных платежей).

**Индекс базовых отраслей** (год к году) НБУ в январе и феврале составил -3,7 и -4,3% соответственно. Тогда как в ноябре-декабре он находился на уровне +3,8% и +9,5%. В частности, основной спад наблюдается в логистическом секторе, строительстве и сельском хозяйстве.

**В строительстве, то суммарный спад за январь-февраль составил -12,8%.** Но индикативно, что февраль – первый посткризисный месяц роста для жилого строительства продемонстрировал +5,9% к февралю 2020-го (против еще -10,4% в январе).

**По сравнению с январем, размер средней заработной платы увеличился – на 15,7%.** При этом, в условиях роста потребительской инфляции, **темпы роста реальной зарплаты по сравнению с январем снизились и составили 7,6%.**

Данные Госстата свидетельствуют, что **инфляция разгоняется.** Ее, в первую очередь, провоцируют растущие цены на сырьевые товары, которые мы наблюдаем с начала четвертого квартала 2020 года.

Так, если в Q4 **индекс экспортных цен производителей на сырьевые товары составил 164,6%** по отношению к Q4 2019 года, то уже за первых два месяца 2021 года – 197% по отношению к январю-февралю 2019 года.

## Summary

В марте были опубликованы итоговые [данные Госстата о снижении темпов спада реального ВВП Украины в 2020 - -4,0%](#). Пересмотр годовой оценки спада основывается на резком ускорении восстановления в Q4. Так, если предварительные прогнозы предполагали от -2,5% до -1,5% ВВП в Q4, то итоговое значение спада удалось замедлить до -0,5%. С другой стороны, такие темпы оказались неустойчивыми и уже в Q1 2021 мы ожидаем "отката" к -1,5% ВВП.

В связи с опубликованным данными о динамике ВВП в Q4 2020, а также с новыми данными о темпах спада ВВП в 2020 году мы пересмотрели темпы восстановления украинской экономики в Q1 2021 и в целом в 2021 году.

**Инфляция 2021.** Исходя из первого сценария монетарной политики НБУ, направленной на сдерживание инфляции, согласно нашему прогнозу, потребительская инфляция (CPI) в 2021-ом году ускорится до 5% (декабрь к декабрю) и 7% в среднем за январь-декабрь. Из-за предполагаемой в 2021-ом году девальвации (3,5% год к году) и роста котировок сырьевых, особенно энергетических, индекс цен производителей "развернется" с дефляции в 2020-ом в -1,4% в среднем по году – до +15,3% в 2021-ом. Общий уровень цен в экономике (дефлятор ВВП) в 2021-ом году ускорится, согласно нашему прогнозу, до 13,7%. Согласно второму сценарию поддержки экспорта и реального сектора, согласно базовому прогнозу, уровень потребительской инфляции (CPI) достигнет 6% (декабрь к декабрю) и 7,8% в среднем за январь-декабрь. Индекс цен производителей вырастит до +16,9% в 2021-ом. Общий уровень цен в экономике (дефлятор ВВП) в 2021-ом году ускорится, согласно нашему прогнозу, до 14,7%.

Поэтому, наша оценка реального ВВП в Q1 скорректирована с +0,8% к -1,5%. Отметим, Министерство экономики оценивает спад в Q1 на уровне -2,2%.

Мы оставляем предыдущий прогноз по Q2 на уровне +11,4% (эффект низкой базы на фоне -11,2% спада в Q2 2020-го). Но снижаем оценку темпов роста реального ВВП в Q3-Q4 до 4,7% и 3,2%, соответственно.

**Наш прогноз роста реального ВВП в 2021-ом году снижен с 5,1% до 4,6%.**

### Базовые макропоказатели в 2020-м году:

	1-Q	2-Q	3-Q	4-Q	Year
Номинальный ВВП в 2019-ом году	820	933	1 112	1 113	3 978
Инфляция (дефлятор, 2020)	5,3%	5,6%	8,4%	17,5%	9,8%
<b>Реальный ВВП (2020)</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-11,2%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-4,0%</b>
Номинальный ВВП в 2020-ом году	854	875	1163	1302	4 194
Средневзвешенный курс	25,0	26,9	27,8	28,3	26,96
<b>Долларовый эквивалент ВВП в 2020 (млрд \$)</b>	<b>34,1</b>	<b>32,5</b>	<b>42,1</b>	<b>46,0</b>	<b>154,8</b>
В 2019-ом	29,0	35,1	44,0	45,6	153,9

### Базовый макропрогноз на 2021-ый: сценарий сдерживание инфляции

	1Q	2Q	3Q	4Q	Year
Номинальный ВВП в 2020-ом году	854	875	1163	1 302	4 194
Инфляция (дефлятор ВВП 2021)	18,4%	18,5%	12,0%	8,6%	13,8%
<b>Реальный ВВП (2021)</b>	<b>-1,5%</b>	<b>11,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,6%</b>
Номинальный ВВП в 2021-ом году	996	1156	1364	1458	4 974
Средневзвешенный курс	27,9	27,5	27,1	26,3	27,1
<b>Долларовый эквивалент ВВП в 2021 (млрд \$)</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>55</b>	<b>183,5</b>
В 2020-ом	34,1	32,5	42,1	46,0	154,8
Рост номинального ВВП в \$, %					+18,5%

### Базовый макропрогноз на 2021-ый: сценарий поддержки экспорта

	1Q	2Q	3Q	4Q	Year
Номинальный ВВП в 2020-ом году	854	875	1163	1 302	4 194
Инфляция (дефлятор ВВП 2021)	18,4%	20,2%	13,3%	9,7%	14,8%
<b>Реальный ВВП (2021)</b>	<b>-1,5%</b>	<b>11,4%</b>	<b>5,1%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,8%</b>
Номинальный ВВП в 2021-ом году	996	1172	1385	1477	5 030
Средневзвешенный курс	28,0	27,7	27,4	27,2	27,5
<b>Долларовый эквивалент ВВП в 2021 (млрд \$)</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>51</b>	<b>54</b>	<b>182,8</b>
В 2020-ом	34,1	32,5	42,1	46,0	154,8
Рост номинального ВВП в \$, %					+18,0%

## Обзор валютного рынка за март

**Курс гривны** по завершению торгов 9-го апреля по отношению к доллару составил **27,9 UAH/USD**, к евро – **33,15 UAH/EUR**.

Наш прогноз, предполагающий сезонное ослабление гривны в конце марта – начале апреля подтвердился. С 9 по 22 марта гривна укрепилась к 27,64-27,75 UAH/USD, что оказалось даже незначительно сильнее прогнозированного нами курсового коридора. В последнюю декаду марта гривна ожидаемо начала плавный разворот к 27,95 UAH/USD. Напомним, 2-го апреля НБУ был вынужден выйти на рынок с продажей “сигнальных” \$50 млн, чтобы развернуть курс с пиковых 28,2 UAH/USD в середине торгового дня.

**Относительно евро курс гривны, наоборот, укрепился с 33,4 к 33,15 UAH/EUR.**

Основными факторами, оказавшими ключевое влияние на рынок на протяжении марта, были: решение правления Национального банка о повышении учетной ставки 4 марта с 6,0 до 6,5%; усиление карантинных ограничений в ряде регионов Украины, в том числе Киева; перевыполнение планов доходов госбюджета в январе-марте; и ревальвационные ожидания участников рынка по укреплению доллара по отношению к евро на международных финансовых рынках.

Хроника на валютном рынке в феврале выглядела следующим образом:

**1-9 марта курс гривны укрепился с 27,94 к 27,7 UAH/USD (+1%).** Относительно евро гривна укрепилась с 33,84 к 33,07 (+2,3%), что объясняется незначительным откатом пары EUR/USD с 1,21 к 1,18 за первую декаду марта.

После повышения учетной ставки с 6 до 6,5% 4-го марта – курс резко укрепился с 27,95 к 27,68 UAH/USD – уровню, на котором НБУ “сигнальным” выкупом с рынка \$20 млн установил локальный порог ревальвации.

**Курс гривны 9-15 марта укрепился с 27,74 к 27,64 UAH/USD.** Евро двигался без изменений в коридоре 32,93-32,97 UAH/USD. На протяжении 8-12 марта курс доллара находился в коридоре 27,7-27,75 и только в понедельник 15-го марта произошло резкое укрепление к 27,64 UAH/USD.

Так, на фоне готовящегося объявления КГГА о введении жесткого карантина в Киеве, гривна 15-17 марта укрепилась к 27,64 UAH/USD даже несмотря на то, что спрос бизнеса и населения на валюту превышал предложение. Что создало банкам выгодные условия для снижения своей валютной позиции (в рамках общего снижения валютной позиции в год ревальвации гривны). Банки получили возможность распродать часть своих долларовых запасов.

Объем торгов на межбанке в эти даты вырос к \$520 млн (+7%), против средних \$480-490 млн в день с начала марта. Основным покупателем валюты выступили импортеры продолжающих работу крупных торговых сетей, продукция которых выступает основной альтернативой закрытым ТРЦ и HoReCa. А именно: бытовая электроника, обустройство дома и продукты питания.

**16-22 марта** курс гривны оставался в коридоре 27,65-27,75 UAH/USD. Евро колебался в диапазоне 32,95-33,05 UAH/USD. В среднем по марта гривна продолжала плавное укрепление. Но из-за притока нерезидентов и новых карантинных ограничений рынку были характерны резкие колебания в сторону укрепления курса к 27,60-27,65 UAH/USD, которые оперативно выравнивались интервенциями НБУ по выкупу профицита валюта с рынка.

**23-29 марта** гривна, как мы и прогнозировали в мартовском отчете, "просела" с 27,72 до 27,96 UAH/USD. Что было связано с началом выплат дивидендов компаниями с иностранным капиталом за рубеж.

**30 марта - 9 апреля** гривна находилась в коридоре 27,8-28,1 UAH/USD. После сезонного всплеска курса в конце марта уже 01.04 котировки развернулись обратно к 27,7-28,8 UAH/USD. Временно укрепление гривны прервалось из-за резкого обострения военной ситуации. Так, в пятницу 2-го апреля на фоне резкого увеличения спроса Национальный банк был вынужден продать рынку "сигнальные" \$50 млн по 27,98 - и тем самым ограничил "разгон" курса до конца дня на уровне 28,05 (27,95 UAH/USD в среднем за торговый день).

В зафиксированном (посредством интервенции 2-го марта) Национальном банком курсовом коридоре 27,85-27,95 UAH/USD - гривна продолжила двигаться до 9-го апреля.

## Межбанковский валютный рынок, курс и интервенции НБУ, млн долл., март - апрель



Источники: Национальный банк Украины

## Безналичный валютный рынок, млрд долл., 2020-2021



Источники: Национальный банк Украины

**Наличный курс гривны:** в обменных пунктах на протяжении марта фактически соответствовал динамике на межбанке.

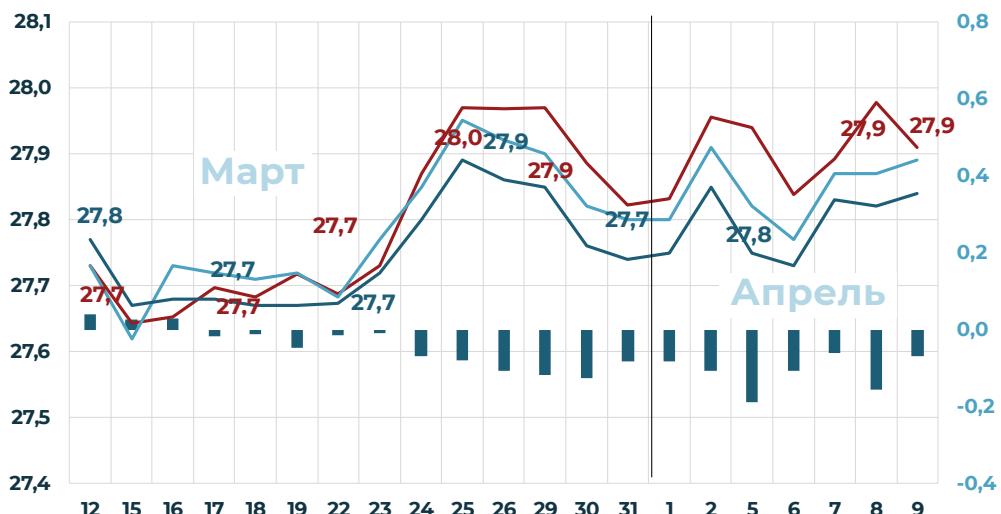
По данным НБУ, в марте 2021 года украинцы продали \$2,1 млрд наличной и безналичной валюты, а купили лишь \$1,8 млрд. Отрицательное сальдо продажи валюты со сбережений составило -\$0,33 млрд. При этом, в марте текущего года население Украины продало рекордную за один месяц сумму валюты с начала 2020 года.

Всего в Q1 2021 года физлица продали \$5,04 млрд, а купили – \$4,7 млрд. Отрицательное сальдо составило -\$0,37 млрд.

При этом, резкие колебания межбанка в отдельные торговые дни – создавали особо выгодные условия для покупки/продажи наличной валюты. В частности, наблюдались искусственно заниженные спреды на продажу наличной валюты со стороны обменных сетей и банков, которые уменьшали свою валютную позицию.

## Наличный курс и межбанк, март - апрель

— Спред (Рын. курс продажи - курс НБУ)  
 — Курс, НБУ  
 — Рыночный курс покупка, грн/долл.  
 — Рыночный курс продажа, грн/долл.



Источники: Национальный банк Украины

**Пара EUR/USD.** Относительно евро курс гривны за 9-го марта по 9 апреля, наоборот, укрепился с 33,4 к 33,15 UAH/EUR. Что объясняется незначительным “откатом” евро по отношению к доллару США с 1,21 к 1,19 EUR/USD. Отметим, что сейчас многие банки пересматривают свои прогнозы относительно ослабления доллара США в 2021-ом году и уменьшают позиции на его продажу в первом полугодии. Напомним, ранее RBC, Goldman Sachs, ING и другие прогнозировали рост пары EUR/USD к 1,25-1,3 уже в марте-апреле - как результат ожидаемого ослабления доллара. **Сейчас усредненные прогнозы по паре EUR/USD более сдержаны и в большинстве предполагают закрепление доллара на текущем уровне в 1,19 EUR/USD до конца июля-августа.**

Основной фактор наблюдаемого в последний месяц ослабления евро к доллару - ухудшение ситуации с распространением коронавируса в Германии и Франции. Как и в целом значительное отставание ЕС от США по темпам вакцинации. Так, если США удалось превысить отметку в 34,2% вакцинированного населения, то в Германии это всего 15,2%, Франции 15,5%, Италии 14,8%.

## Прогноз курса на апрель-май

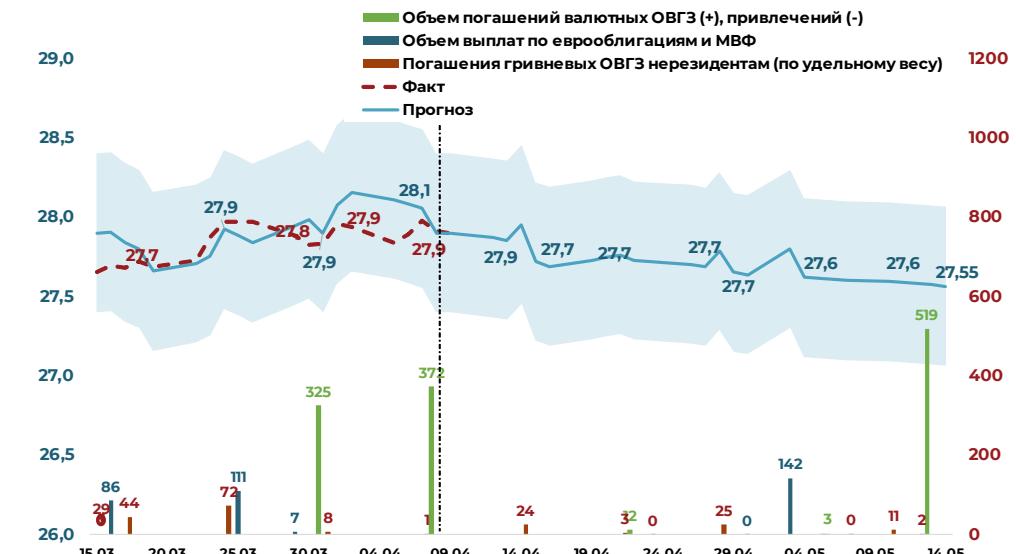
Несмотря на сезонный всплеск гривны в конце марта к 27,95 UAH/USD, среднее значение курса по месяцу, наоборот, показало укрепление к 27,8 (против 27,88 UAH/USD в среднем по февралю). Напомним, в марте сальдо платежного баланса традиционно ниже среднего значения по первому кварталу или апреля-мая из-за пика выплат дивидендов. Сальдо платежного баланса в марте составило -\$1,2 млрд., девальвационное давление (авторский показатель UEO по сальдо давления на открытый валютный рынок) лишь -\$385 млн.

В апреле мы ожидаем давления профицита валюты на рынок в объеме \$358 млн. При этом, после резкого скачка импорта в марте до \$5,7 млрд (против \$4,9 млрд по тренду) и усиления карантинных ограничений, объемы импортных закупок в апреле и мае могут быть даже ниже прогнозируемых нами \$4,5 млрд в каждом из месяцев.

Таким образом, наш базовый прогноз предполагает, что после оглашения главой правления НБУ нового уровня учетной ставки (в 7-7,5%, против текущих 6,5%) – рынок отреагирует резким укреплением до 27,7-27,75 UAH/USD. До конца апреля курс будет двигаться по плавному ревальвационному тренду без резких скачков – к 27,65-27,7 UAH/USD. В мае мы ожидаем, что курс продолжит плавное укрепление до 27,5-27,55 UAH/USD к концу месяца.

**Ключевым фактором неопределенности, который может нарушить движение по описанному сценарию, является эскалация военного конфликта.** Именно повышенные военные риски сдерживают укрепление курса и увеличивают спрос на валюту – как защитный актив в краткосрочном периоде со стороны банков и населения.

## Курс гривны: прогноз UEO и факт



Источники: Минфин, расчеты Ukraine Economic Outlook

## Прогноз Платежного баланса–2021 и курса до конца года

**Мы подтверждаем свой предыдущий прогноз** о том, что главным трендом 2021 года, станет стремительное восстановление украинской экономики. А с учетом «эффекта низкой базы сравнения» с кризисным 2020-м, **2021-й может стать годом рекордного роста украинской экономики за последние десять лет.**

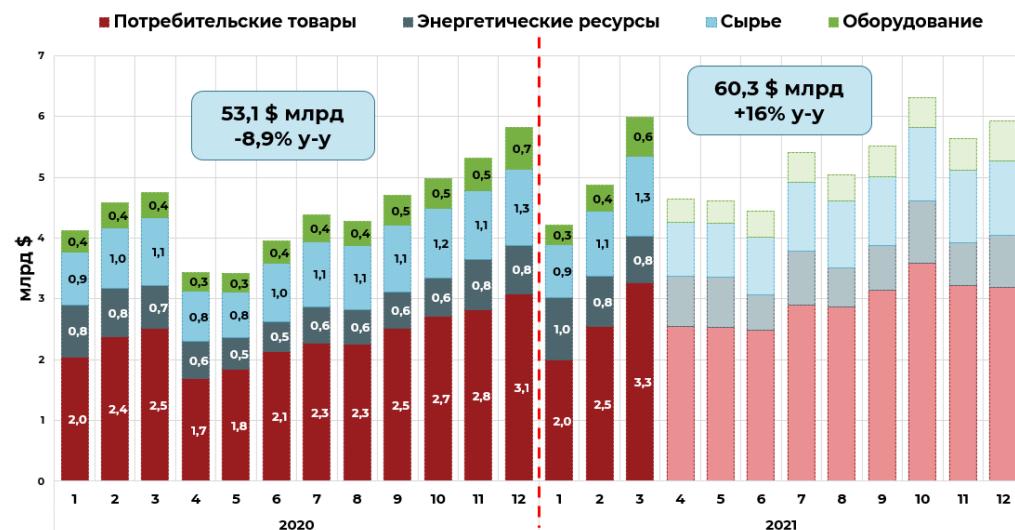
Действительно, последние обновления официальных данных по итогам марта не значительно снижают наш предыдущий оптимизм. После выхода динамики реального ВВП с -3,5% в Q3 к -0,5% по итогам Q4, спад в промышленности, транспорте и сельском хозяйстве показывает, что снижение реального ВВП в Q1 составит -1,5%, против +0,8%, которые мы ожидали ранее.

Что, в итоге, снижает годовой темп прироста к +4,6% (против +4,8-5,1%, прогнозируемых ранее). В то же время, влияние волны новых карантинных ограничений, как показывает нам статистика марта, будет, скорее всего, иметь минимальный эффект. Напомним, НБУ оценил влияние локдауна с 8 по 24 января в -0,2% по итогам Q1 2021.

Новые данные моделирования на по притоку и оттоку иностранной валюты в/из страны, выполненные на основании известных нам макро-факторов влияния на различные составляющие Платежного баланса страны, а также моделирование AI UEОповедения курсовой политики Национального банка вынуждают нас внести ряд следующих «тактических» изменений в мартовский прогноз платежного баланса:

**Мы незначительно ухудшаем наш мартовский прогноз торгового баланса товаров в 2021 году с -\$11,5 до -\$11,7 (на -\$0,2 млрд).** Что связано с улучшением ожиданий бизнеса и ускоренным ростом инвестиционного импорта в марте (+58,7% год к году). Отметим, общий объем импорта в марте по данным таможенной службы был значительно выше нашего предыдущего прогноза и составил \$5,8 млрд (против прогнозируемых \$4,9 млрд). Основной его прирост пришелся на потребительский сегмент и был связан с сезонным пополнением запасов (в частности, импорт автомобилей для частного потребления). Такие отклонения фактических значений от прогноза традиционно наблюдаются в рамках месяца (как в сторону превышения, так и занижения), но “сглаживаются” в пределах одного квартала.

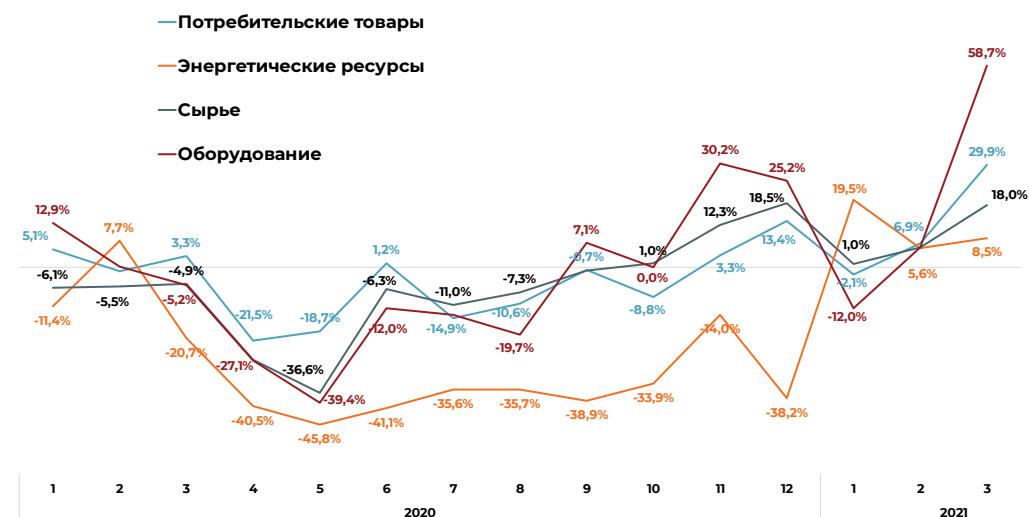
### Структура импорта Украины в разрезе товарных групп в 2020-21 годах, \$ млрд



Источники: Держмитслужба, расчеты Ukraine Economic Outlook

Ввиду описанного фактора сезонного скачка импорта (который только по таможенной службе прошел как поставленный товар, но мог быть оформлен как товарный кредит, а не импорт), мы **увеличиваем наш прогноз товарного импорта в 2021-ом году на всего +\$1,7 млрд – до \$60,5 млрд.**

## Динамика импорта, % (г-г), 2020/21



Источники: Держмитслужба

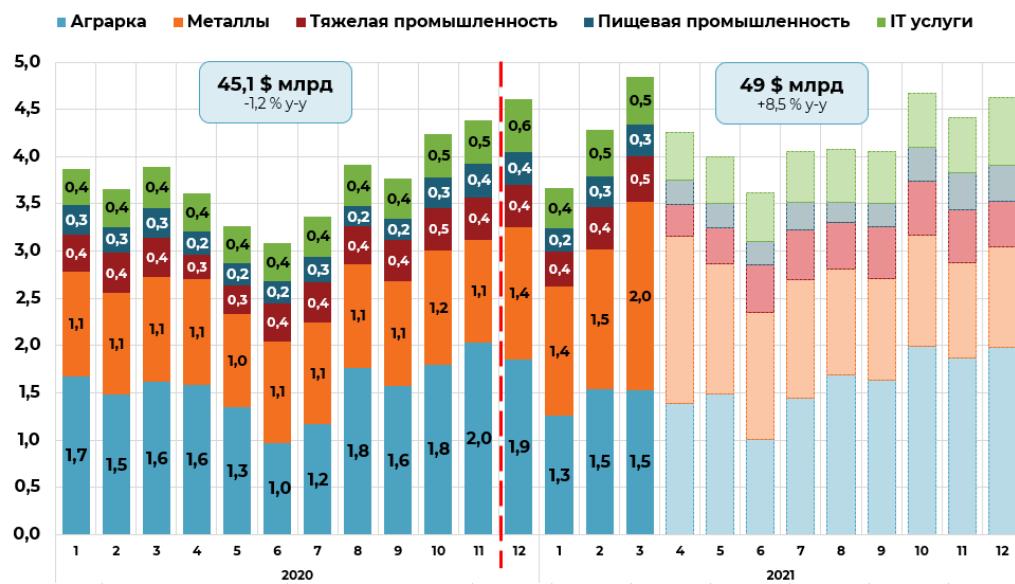
Что касается экспорта товаров, то сохранение высоких цен на руду и поставок продуктов металлургии увеличивают общий **прогноз на 2021-ый до \$48,9 млрд, против \$47,3 млрд прогнозируемых в марте.** При этом, активные инфраструктурные расходы локомотивов мировой экономики (США, Китай, Индия, Бразилия и другие) – поддержат высокие цены на железную руду и втором полугодии, что снижает потенциальную погрешность прогноза.

## Динамика экспорта, % (г-г), 2020/21



Источники: Держмитслужба

## Структура экспорта (90-95%), млрд \$, 2020-21



Источники: Минфин, расчеты Ukraine Economic Outlook

**Прогноз баланса услуг в 2021 году улучшен на \$0,4 млрд (с \$4,1 млрд до \$4,5 млрд)** из-за отставания как Украины, так и ЕС (средний уровень вакцинирования не превышает 15%) в темпах вакцинации от предыдущих прогнозов. Что отразится в снижении расходов на выездной туризм в 2021-ом году до \$6,8 млрд, против \$8,5 млрд в 2019-ом году (-20%).

Таким образом, **общее негативное сальдо торгового баланса уменьшится в 2021 году, по сравнению с нашим мартовским прогнозом, с -\$7,4 млрд. до -\$7,2 млрд. (на +\$0,2 млрд).**

## Прогноз сальдо торгового баланса, 2021, \$ млрд



Источники: Держимитслужба, расчеты Ukraine Economic Outlook

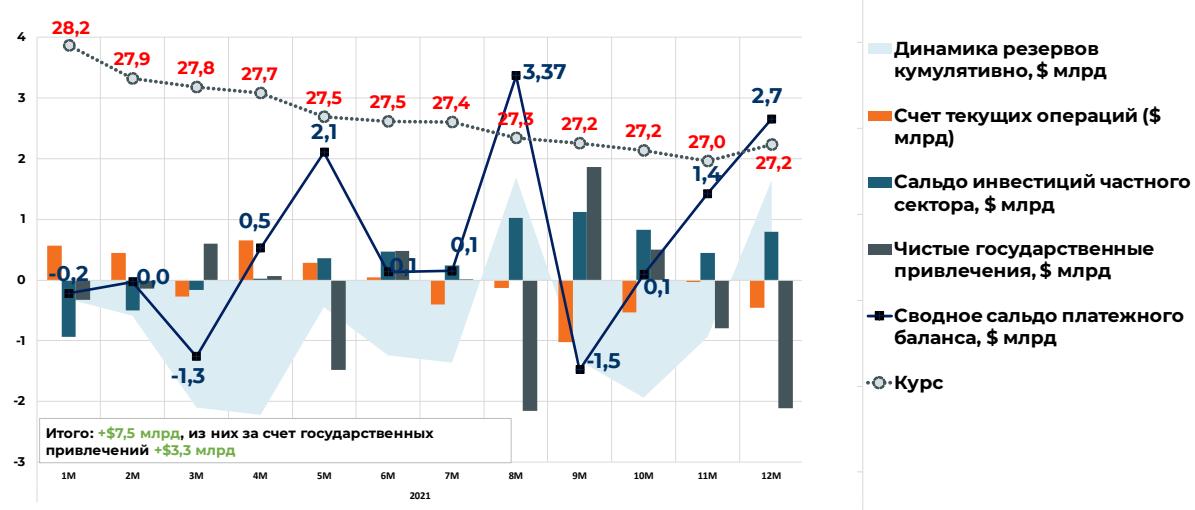
**Мы ухудшаем наш прогноз первичных и вторичных доходов до -\$1,2 млрд.**

**Первичные доходы уменьшаются с \$2,7 до \$2,05 млрд, вторичные – с \$4,3 до \$3,7.** Это связано с нашей переоценкой прогноза перечислений трудовых мигрантов в Украину в сторону уменьшения, в связи с ужесточением карантинных ограничения в ряде стран ЕС. (Подробнее читайте в разделе «Ключевые допуски и факторы влияния на Платежный баланс»).

Мы также **ухудшаем наш прогноз поступлений по финансовому счету Платежного баланса на -\$2,3 млрд**, за счет ухудшения прогноза сальдо прямых инвестиций – с +\$5,6 до +\$3,9 млрд. Так, декларирование компаниями с иностранным капиталом убытков по итогам Q1 2021 – отражается в платежном балансе как отток прямых иностранных инвестиций (-\$251 млн за январь-февраль), а подавленные темпы восстановления сферы услуг (значительная “белая” часть которой принадлежит компаний с иностранным капиталом – отразится в снижении прибыли и, соответственно, ее реинвестиций (которые также отражаются как чистый приток ПИИ). Основной приток капитала в частный сектор придется на корпоративные займы (+\$1,6 млрд) и торговые кредиты (+\$1,3 млрд).

Таким образом, **сальдо операций частного сектора нами был переоценен, в сравнении с нашим мартовским прогнозом, с +\$5,2 млрд до +\$4,0 млрд.**

## Платежный баланс Украины на 2021 год , млрд долл



Источник: расчеты Ukraine Economic Outlook

\$ млрд	1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M	10M	11M	12M	Всего
Счет текущих операций	0,56	0,45	-0,27	0,66	0,29	0,04	-0,41	-0,13	-1,02	-0,53	-0,03	-0,45	-0,84
Сальдо инвестиций частного сектора	-0,94	-0,50	-0,16	0,02	0,36	0,47	0,25	1,03	1,13	0,82	0,45	0,80	3,73
Чистые государственные привлечения	-0,32	-0,15	0,60	0,07	-1,48	0,48	0,00	-2,16	1,86	0,51	-0,79	-2,11	-3,49
Суммарный приток валюты	-0,22	-0,03	-1,26	0,53	2,11	0,14	0,15	3,37	-1,48	0,09	1,43	2,66	7,48
Динамика резервов кумулятивно	-0,31	-0,59	-2,10	-2,22	-0,45	-1,24	-1,36	1,69	-1,33	-1,94	-0,94	1,65	

(См. подробнее в разделе «Ключевые допуски и предпосылки расчетов к «Платежному балансу 2021»).

**Мы незначительно пересмотрели предыдущий прогноз баланса государственных финансов .** Согласно консервативному сценарию, он будет сведен с положительным балансом в +\$3,1 млрд. (и +\$0,3 млрд, если учесть и \$2,7 млрд расходов на обслуживание госдолга).

Отметим, что в отличие от предыдущего прогноза – **мы не закладываем транш от МВФ (\$700 млн) в базовые поступления на 2021-ый год.** Однако, мы предполагаем, что Правительству удастся привлечь такой же объем финансирования у Всемирного Банка или ЕБРР для инфраструктурных или гуманитарных проектов. **На рынке еврооблигаций Минфин привлечет не менее \$4,5 млрд.** Также, повышение ставок на внутреннем рынке ОВГЗ отразится в притоке не менее \$2,1 млрд нерезидентов в гривневые бумаги.

## Прогноз государственных привлечений и заимствований млрд долл., 2021,



\$ млн	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Всего
<b>Погашение</b>	223	611	835	434	634	1 160	414	141	2 484	932	378	693	8 940
По внешнему государственному долгу	36	141	510	68	121	353	64	141	2 484	270	121	121	4 432
По валютным ОВГЗ	187	470	325	366	513	806	350	0	0	661	257	573	4 508
<b>Обслуживание</b>	130	183	676	164	203	183	48	164	663	76	192	59	2 741
По внешнему государственному долгу	80	106	586	131	142	118	10	107	598	49	138	33	2 098
По валютным ОВГЗ	10	20	0	22	9	42	10	8	0	16	3	12	150
Валютный эквивалент купонов нерезидентам по ОВДП (грн)	40	58	90	12	51	23	28	49	64	12	51	15	494
<b>Привлечения</b>	415	743	235	368	2 109	684	412	2 300	625	425	1 170	2 800	12 286
Через валютные ОВГЗ, млн долл. США	48	457	150	293	359	484	262	200	200	350	350	750	3 903
Операции нерезидентов на рынке ОВГЗ	367	286	85	75	250	200	150	100	75	75	120	350	2 134
МВФ и Всемирный Банк									350		700		1 050
Макрофинансовая помощь ЕС										700		700	
Еврооблигации						1 500		2 000			1 000		4 500
<b>Государственные привлечения (без учета обслуживания)</b>	63	-51	-1 276	-230	1 273	-658	-49	1 995	-2 522	-582	599	2 047	606
<b>Общее сальдо госвыплат (с учетом обслуживания)</b>	192	132	-600	-66	1 475	-476	-2	2 159	-1 859	-507	792	2 107	3 347

Источник: Министерство финансов Украины, расчеты Ukraine Economic Outlook

**В апреле и мае Украина производит незначительные внешние выплаты (общая сумма погашения тела и процентных платежей с учетом валютного эквивалента платежей по гривневым ОВГЗ нерезидентам) в размере всего \$0,6 и \$0,84 млрд, соответственно.**

Поскольку Министерство финансов создало запас в \$2,1 млрд на своих валютных депозитах еще в декабре (мы оцениваем остаток на текущий момент в \$0,8-0,9 млрд, если валютные займы не конвертировались в гривну для финансирования внутренних расходов), они не должны оказать значимого давления на межбанковский валютный рынок.

**Общее сальдо спроса и предложения валюты**, согласно расчету нашей прогнозной модели платежного баланса, за счет операций частного сектора, **мы ожидаем в апреле и мае положительным на уровне \$+593 млн и +\$630 млн со стороны предложения.**

Общий приток валюты в страну (формирующий ревальвационное давление или потенциальный выкуп валюты Национальным банком в резервы) составит +\$7,4 млрд. Из которых около \$2 млрд Национальный банк выкупит интервенциями в резервы, а дельта – будет формировать ревальвационное движение до 27,0 UAH/USD к концу года (за вычетом скачка в декабре из-за временного эффекта бюджетных платежей).

**Золотовалютные резервы на конец декабря составят \$29,3 млрд (против \$27,035 млрд на 1 апреля)**

## Прогноз давления на валютный рынок и динамики ЗВР в 2021, млн долл.



Источник: расчеты Ukraine Economic Outlook

2021													Всего
\$ млн	1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M	10M	11M	12M	
Сальдо давления на валютный рынок	-88	415	-385	358	746	215	70	1 066	363	566	795	513	4 632
Сальдо ЗВР	-312	-278	-1 508	-175	1 320	-765	-148	2 295	-2 413	-459	793	1 881	231
Сальдо ЗВР, кумулятивно с начала года	-312	-590	-2 098	-2 273	-953	-1 718	-1 866	429	-1 985	-2 444	-1 651	231	
ЗВР	28 821	28 543	27 035	26 860	28 180	27 415	27 267	29 562	27 148	26 689	27 482	29 364	

Этот прогноз также можно считать пессимистическим и предложение валюты на внутреннем рынке в течение года все-таки имеет шансы расшириться, как за счет увеличения прямых иностранных инвестиций, так и за счет большего притока от частных заимствований украинских компаний на внешних рынках.

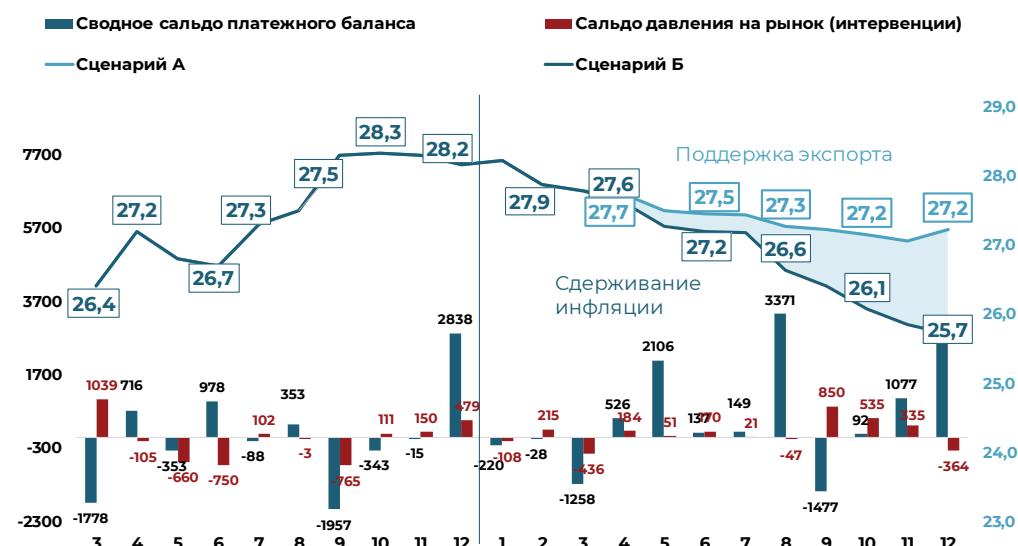
**«Сценарий-А»** на нашем графике курсового прогноза показывает, как будет себя вести себя курс, если НБУ будет активно выкупать избыточное предложение, стараясь максимально выравнивать в этом году сезонные колебания и продолжать политику стимулирования экспорта и поддержки отечественных производителей.

**«Сценарий-В»** отражает курсовой в случае использования ревальвационного давления со стороны Национального банка для сдерживания потребительской инфляции в рамках политики «инфляционного таргетирования», за что выступают отдельные представители МВФ и ряд членов правления НБУ. Данный сценарий также базируется на положительном для укрепления гривны к доллару – прогнозе роста пары EUR/USD с текущих 1,19 до 1,25 к концу года.

Поскольку последние 2 года гривна показывает высокую зависимость от колебаний пары EUR/USD, усиление евро позволит гривне показать соответственное укрепление к доллару США.

Наш базовый прогноз курса на конец 2021 года находится в коридоре 27,2 UAH/USD. Оптимистичный «Сценарий-В» предполагает вероятность укрепления курса и до 25,7 UAH/USD (что связано преимущественно с внешним эффектом ослабления доллара к евро, но не с внутренними фундаментальными факторами).

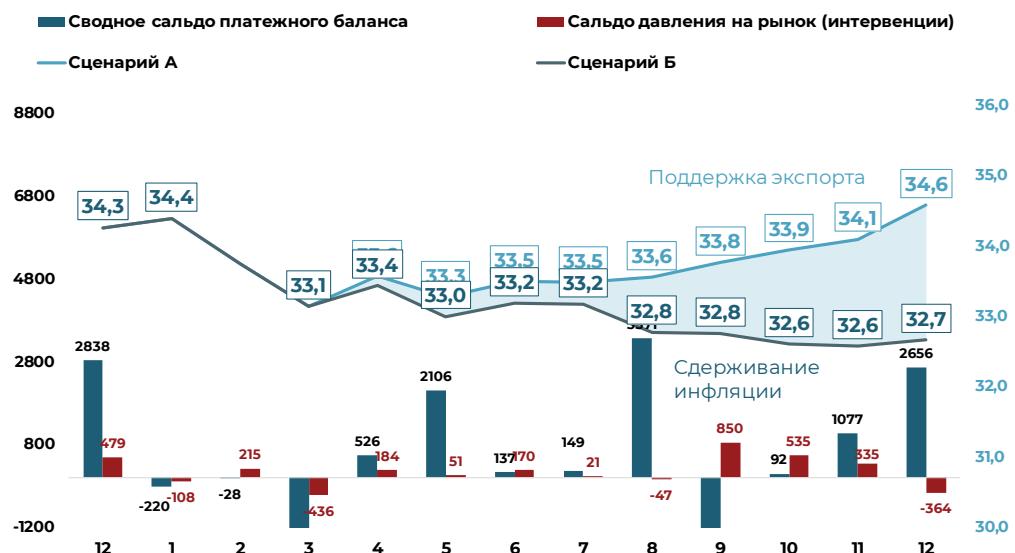
## Курсовой прогноз до конца 2021 года, UAH/USD, млн долл



Источник: НБУ, расчеты Ukraine Economic Outlook

Исходя из вышеизложенных факторов, мы прогнозируем что курс гривны против евро до конца года будет колебаться в коридоре до 32,8-33,5 UAH/EUR к 31.12.2021 года.

## Курсовой прогноз до конца 2021 года, UAH/EUR, млн долл



Источник: НБУ, расчеты Ukraine Economic Outlook

## Рынок денег и капитала

**Со второй половины марта Министерство финансов резко снизило объемы гривневых привлечений на внутреннем рынке, чтобы не повышать предлагаемые уровни доходностей.** При этом, объемы размещений относительно длинных ОВГЗ от 1-1,5Y почти полностью совпадали с объемом поданных заявок, что демонстрирует последние попытки Министерства финансов удерживать низкий уровень ставок посредством административного давления на первичных дилеров и госбанки.

На фоне ускорения как потребительской, так и промышленной инфляции - уровни доходностей по ОВГЗ со сроком обращения от 1Y приблизились к своему минимуму. При активизации бюджетных расходов с Q2 2021, после завершения необходимых бюрократических процессов, Министерству финансов не удастся поддерживать текущий уровень привлечений. Более того, неопределенность с финансированием МВФ – вынудит Минфин замещать внешние привлечения внутренним рынком – что создаст еще большее давление на рынок ОВГЗ. **По нашим оценкам, вторая половина апреля/май – это период восстановления роста доходностей “длинных” бумаг.**

В марте повышенный спрос на аукционах сохранялся на относительно “короткие” 3M-6M и 1Y-1,5Y гривневые бумаги. Большинство банков готовы покупать “короткие” ОВГЗ дешевле оптимального уровня доходности. Для 3M-6M – это объясняется расчетом на курсовую премию. Что касается всех коротких ОВГЗ со сроком обращения до 1,5Y, то банки таким образом минимизируют инфляционный и курсовой риск. Пессимистично оценивая не только сами прогнозы, но и прогнозируемость инфляции и курса гривны в перспективе 5-ти лет.

Тогда как внешние инвесторы, наоборот, более положительно оценивают перспективы ОВГЗ и курса гривны в периоде 3-5 лет, ориентируясь преимущественно на “длинные” 5Y бумаги. Отметим, что обновленный в начале апреля прогноз World Economic Outlook от МВФ предполагает, что в 2021-2026 г гривна будет колебаться в коридоре 27,75-28,0 UAH/USD. Соответственно, прогнозы, ориентирующиеся на недооценку стоимости труда и активов в Украине (используемая МВФ модель Балласа-Самюльсона) – позволяют нерезидентам формировать такую долгосрочную стратегию.

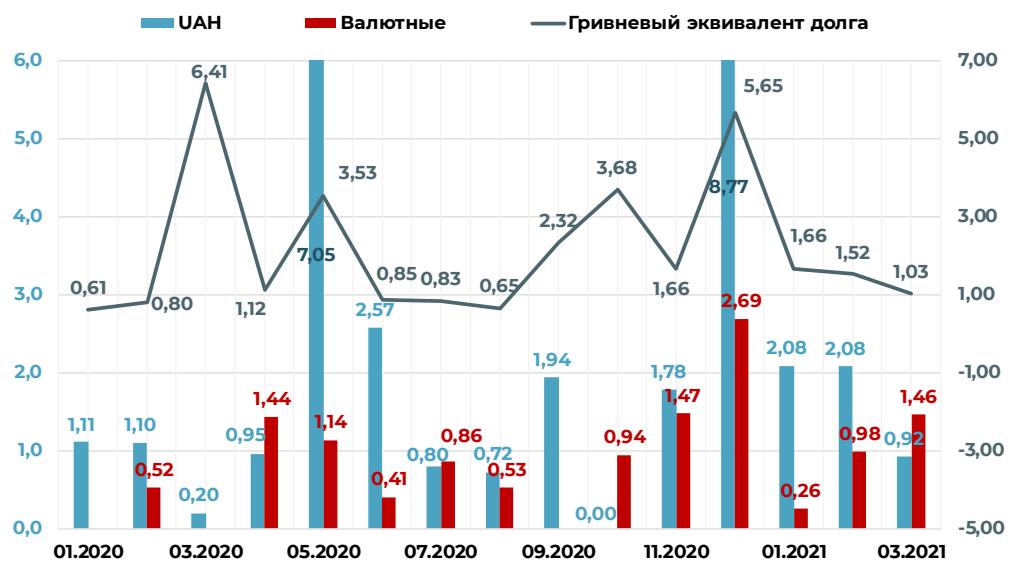
### Ставки по привлечениям гривневых ОВГЗ, первичный рынок, %

%	3M	6M	1Y	1,5Y	2Y	3Y
Март (02.03)	8,47		10,67	11,04	11,80	12,05
Март (09.03)		9,03	10,62	10,96	11,80	12,05
Март (16.03)	8,33		10,74	11,08	11,80	12,05
Март (23.03)		8,59	10,75	11,10	11,70	12,05
Март (30.03)	7,98		10,74	11,10	11,80	
Апрель (06.04)	7,77		10,75	11,10	11,80	12,05

Источник: Национальный банк Украины

Совокупное привлечение средств по гривневым ОВГЗ в марте составило 33,2 млрд грн, по долларовым – \$434 млн. При этом, Минфин провел на протяжение марта погашение по гривневым ОВГЗ (с учетом выплаты процентов по всему портфелю ОВГЗ в грн) на 44,7 млрд грн, по ОВГЗ в иностранной валюте – на \$325,2 млн. **Совокупный коэффициент „роловера“ для гривневых ОВГЗ составил 0,92, для валютных 1,46, средневзвешенный по всем валютам займа 1,03.**

## Ставки по привлечениям гривневых ОВГЗ, первичный рынок, %



Источник: Национальный банк Украины

## Объемы привлечений гривневых ОВГЗ, млн грн

%	3М	6М	1Y	1,5Y	2Y	3Y	6Y	Всего
Март (02.03)	527		1821	1549	2412	613		6922
Март (09.03)		551	1273	1910	1241	256		5230
Март (16.03)	529		2981	4286	1909	111	236	10051
Март (23.03)	554		4699	1121	48	32		6453
Март (30.03)	531		2616	388	968			4503
Всего	<b>1587</b>	<b>1104</b>	<b>13389</b>	<b>9254</b>	<b>6577</b>	<b>1012</b>	<b>236</b>	<b>33160</b>
Апрель (06.04)	532,2		285,0	179,3	73,6	18,1		1088

## Объемы погашений гривневых и валютных ОВГЗ в марте-мае, млн долл, млн грн, 2021

Дата	Объем погашений валютных ОВГЗ, млн \$	Объем погашений гривневых ОВГЗ	
		млн грн	эквивалент млн \$
03.03.2021		15123	542
05.03.2021		135	5
10.03.2021		1049	38
17.03.2021		15271	547
24.03.2021		11862	425
31.03.2021	325,2	1280	46
<b>Всего</b>	<b>325,2</b>	<b>44718,9</b>	<b>1602,8</b>
07.04.2021		383	14
08.04.2021	372,1		
14.04.2021		12913	463
15.04.2021	4,0		
21.04.2021		2064	74
22.04.2021	11,6		
23.04.2021		63	2
28.04.2021		12501	448
<b>Всего</b>	<b>388</b>	<b>27924</b>	<b>1001</b>

Дата	Объем погашений валютных ОВГЗ, млн \$	Объем погашений гривневых ОВГЗ	
		млн грн	эквивалент млн \$
05.05.2021		683	24
06.05.2021	3,1		
07.05.2021		203	7
10.05.2021		5722	205
12.05.2021		1215	44
13.05.2021	518,9		
15.05.2021		141	5
17.05.2021		432	15
19.05.2021		14665	526
20.05.2021		196	7
22.05.2021		238	9
24.05.2021		314	11
25.05.2021		261	9
26.05.2021		2565	92
27.05.2021		506	18
28.05.2021		251	9
29.05.2021		246	9
<b>Всего</b>	<b>522</b>	<b>27638</b>	<b>991</b>

Источник: Министерство финансов Украины, расчеты Ukraine Economic Outlook

### Bid-to-Cover ratio, гривневые ОВГЗ, %

%	3M	6M	1Y	1,5Y	2Y	3Y
Март (02.03)	3,3		2,4	1,4	1,1	1,3
Март (09.03)		1,9	1,1	2,5	1,0	1,0
Март (16.03)	3,1		1,0	1,0	1,1	1,0
Март (23.03)		2,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Март (30.03)	2,7		1,1	1,0	1,0	
Апрель (06.04)	1,6		1,0	1,1	1,0	1,0

Источник: Национальный банк Украины

### Вторичный и первичный рынок гривневых ОВГЗ, %, декабрь - апрель '21



Источник: Национальный банк Украины

## Вторичный и первичный рынок валютных ОВГЗ, %, декабрь - апрель '21

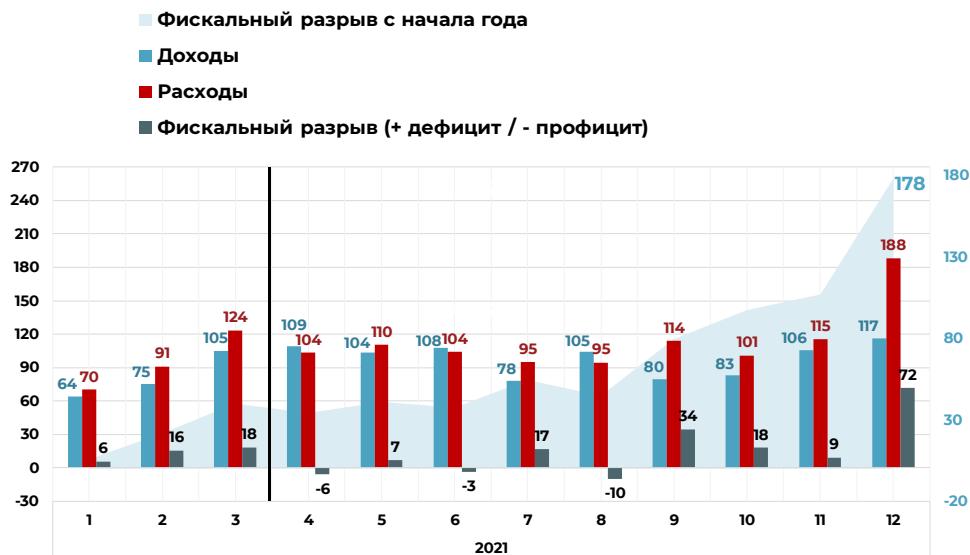


Источник: НБУ

## Бюджет и рынок ОВГЗ

Наш прогноз выполнения госбюджета в 2021 году предполагает перевыполнение на 4,5%, а именно +49 млрд грн. к первоначальному плану Закона о Госбюджете 2021г. Так, перевыполнение доходов бюджета по итогам января-марта указывает на то, что при составлении макропрогноза Министерство финансов значительно недооценило потенциал экономического восстановления Украины и доходов госбюджета в 2021-ом году. Мы также предполагаем, что расходная часть по итогам года будет недовыполненной на -0,7% (эквивалент 8,7 млрд грн).

## Прогноз выполнения Государственного Бюджета в 2021 году, млрд грн



Источник: Казначейство, расчеты Ukraine Economic Outlook

График прогнозных выпусков ОВГЗ при сценарии невозможности внешних привлечений (исходя из текущих обстоятельств):

1. Правительство должно привлечь 554,5 млрд грн (в эквиваленте \$20 млрд) за год.
2. За первый квартал было привлечено 122,3 млрд грн. (95 млрд грн + 893 млн долл + 70,5 млн евро).
3. С учетом фактического перевыполнения плана поступлений в госбюджет в январе-марте на 13,6 млрд грн, необходимая сумма привлечений в первом квартале 2021 года составила 130,8 млрд грн, что на 8,5 млрд больше, чем было привлечено правительством. Также в расчете были учтены такие факторы, как: а) прогнозное недовыполнение плана поступлений ПФУ за 2021 год в размере 30 млрд грн на основании отчета ПФУ за первый квартал года (утверженный бюджет Пенсионного фонда на 2021г. предусматривал среднегодовое увеличение поступлений от ECB на 14,2% по отношению к факту за 2020г. В первом квартале сумма собранного ECB увеличилась по отношению к 1 кварталу 2020г. лишь на 10,4 процента); б) в начале 2021г. на валютном счете правительства в Национальном банке было более \$2 млрд переходных средств с прошлого года, что позволит правительству частично нивелировать фискальный разрыв бюджета и погашения госдолга. В то же время было учтена необходимость наличия около 25-30 млрд грн. на ЕКС на конец текущего года, как переходного остатка средств для финансирования расходов госбюджета в январе-феврале 2022г.

При этом, напоминаем, в первом квартале 2021г. внешних привлечений в этом Минфин не осуществлял. Исходя из этого, для выполнения в полном объеме расходов госбюджета, Минфин будет должен привлечь больше средств в апреле-декабре текущего года. Таким образом, до конца года необходимо привлечь еще на внутреннем и внешних рынках сумму эквивалентную 432 млрд грн. (\$15,5 млрд)

Исходя из этого нами было построено два сценария прогнозного привлечения заимствований. Первый сценарий предполагает, что Минфин не сможет провести новый заимствований на внешних рынках, включая невозможность привлечения кредитов МВФ, Мирового банка и ЕС.

## График прогнозных выпусков ОВГЗ в 2021 году (сценарий невозможности внешних госпривлечений)



Источник: Казначейство, Министерство финансов Украины, расчеты Ukraine Economic Outlook

В случае, если правительство сможет полностью рефинансируировать внешний долг за счет **внешних заимствований – 93,3 млрд грн. (\$3,4 млрд)**, Минфину необходимо будет привлечь 338,9 млрд грн. на внутреннем рынке, чтобы суметь покрыть 60% фискального разрыва бюджета и полностью рефинансируовать выплаты по внутреннему долгу.

## График прогнозных выпусков ОВДП в 2021 году (полное рефинансирование внешних выплат)



Источник: Казначейство, Министерство финансов Украины, расчеты Ukraine Economic Outlook

Сложность ситуации для Минфина состоит в том, что в условиях позитивного ожидания сроков преодоления пандемии коронавируса и восстановления мировой экономики уже в феврале текущего года произошел радикальный разворот поведения инвесторов. Они активно инвестируют в рынок акций, выводя деньги из бумаг с фиксированной доходностью. Это приводит к существенному росту доходности по долговым обязательствам, особенно правительства и корпораций стран с развивающейся экономикой, к которым относится Украина. В этих условиях, чем дольше Минфин будет откладывать решение о существенном повышении доходности, особенно по "длинным" долговым обязательствам (>1,5 лет), тем в меньший промежуток бюджетного года ему придется больше одолживать на внутреннем и внешнем рынке в условиях растущей доходности, которую инвесторы будут считать привлекательной для себя.

Оптимальной стратегией управления госдолгом со стороны Минфина можно считать также сохранение нынешнего уровня доходности по "коротким" бумагам (3-6 месяцев) в гривне, в которые более охотно готовы инвестировать украинские банки, особенно с учетом ревальвационных ожиданий в текущем году, увеличение доходности по ОВГЗ в иностранной валюте (до 4-5% годовых) со сроком погашения до 2 лет, которые также могут заинтересовать украинские банки, и существенное повышение доходности (до 14-16% годовых) по "длинным" (3-5 лет) гривневым бумагам, более привлекательных внешним инвесторам.

Помочь правительству с привлечением средств украинских банков также может изменение Нацбанком процентной политики в отношении своих депозитных сертификатов. Снижение доходности по ним, даже при ожидаемом повышении учетной ставки НБУ, может стимулировать банки по инвестированию излишней ликвидности в ОВГЗ.

## Евробонды

В начале декабря 2020 года украинские еврооблигации с погашением в 2032-ом году резко подорожали со 103-105% от номинала к 108-110% в долларе США. В среднем, такая же динамика наблюдалась и по другим срокам обращения и валютам.

В этот период были опубликованы первые успешные результаты по вакцинации в мире. Повысилась уверенность в стремительном восстановлении развивающихся рынков (EM) в 2021-2022 годах, в зависимости от ее темпов.

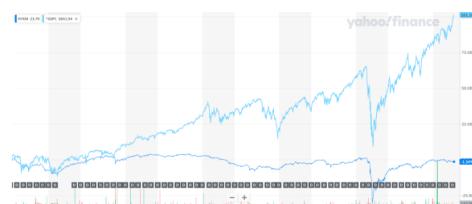
За ноябрь 2020 – первую половину февраля 2021-го подорожали активы почти всех EM. Например, котировки ETF VanEck Vectors, специализирующегося на облигациях EM, выросли за этот период на те же 4,5-5,5%. Соответственно, еще в январе-середине февраля украинские бумаги торговались с премией в 8-10% от номинала. Разворот на рынках произошел ближе ко второй половине февраля. Именно в данный период активизировались профильные дискуссии об ускорении инфляции в развитых странах выше предварительных прогнозов. Соответственно, начался отток капитала из инструментов с фиксированной доходностью. Преимущественно в технологические компании и сырьевые, которые более защищены от инфляции.

Ставка по 10Y казначейским обязательствам США выросла с середины февраля с 1,2% к текущим 1,65-1,7%. Аналогично, значительный рост доходностей/спад стоимости наблюдался и по немецким, французским и другим облигациям.

Очевидно, что спад на рынке облигаций США и ЕС не мог не отразится и на EM, в том числе Украине. Глобальная “распродажа” облигаций привела к спаду котировок и пула fixed income EM: VanEck -2% за вторую половину февраля – первую декаду марта. Именно на 8-10 марта пришелся и пик спада котировок украинских бумаг. Тогда “длинные” бонды, с погашением в 2032 еврооблигации (валюта USD) упали до 99% номинала (против еще 110% в начале февраля). Упрощенно, если бы Украина вышла с первичным размещением в данном периоде – ставка по таким бумагам начиналась бы от 7,8% в USD.

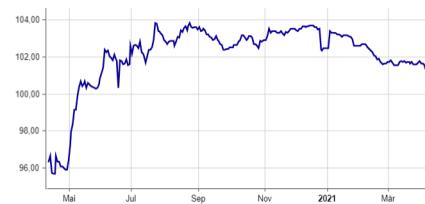
Правда, по “коротким” бумагам с погашением до 2026 года – спад котировок был гораздо слабее. Например, котирующиеся с аналогичной премией в 10% еврооблигации в середине февраля – упали к 8-10 марта только к 105% от номинала. То есть, негативные ожидания ускорения инфляции приходятся в основном на долгосрочный период (вероятно, из-за отражения более высоких темпов инфляции в будущей девальвации локальных валют и усложнения Правительству условий по обслуживанию долга).

### S&P 500, ETF VanEck Vectors, %, 2016-2021



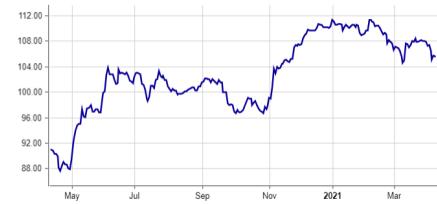
Источник: YahooFinance

### Ukraine, Republik 7,75% 15/21



Источник: boerse-frankfurt

### Ukraine, Republik 6,75% 19/26



Источник: boerse-frankfurt

### Ukraine, Republik 9,75% 18/28



Источник: boerse-frankfurt

Сейчас уже ясно, что спад котировок облигаций ЕМ в пиковые 8-10 марта – носил ажиотажный характер. И Украина, и другие страны плавно “отыграли” часть падения.

Но за последние две недели котировки как государственных еврооблигаций Украины, так и корпоративных внешних выпусков – снова резко снизились в стоимости. Так, с 22-го марта украинские еврооблигации потеряли в среднем 1,5-2% от номинала. Корпоративные 0,3-1% от номинала.

Что объясняется общим оттоком капитала с развивающихся рисковых рынков (особенно с инструментов с фиксированной доходностью) в бумаги США после утверждения нового пакета поддержки американской экономики. Так, с конца марта S&P 500 вырос на 5,3% и обновил новый исторический максимум. Что де-факто гарантирует инвесторам доходность сравнительно безопасных активов почти на одном уровне с развивающимися рынками. Поэтому, **общая внешняя конъюнктура на мировых рынках сейчас не способствует Украине.**

Те же бумаги с погашением в 2032-ом году сейчас торгуются вблизи номинала (против +8-10% премии в декабре-январе). Номинированные в евро с погашением в 2026-ом упали в стоимости до 105-106% от номинала, против 110-111% в декабре-феврале. В целом, мы двигаемся за общим трендом ЕМ. Резкие колебания наших котировок относительно других ЕМ, конечно, присутствуют, но обычно “сглаживаются” в периоде недели-двух.

## Рынок банковского кредитования

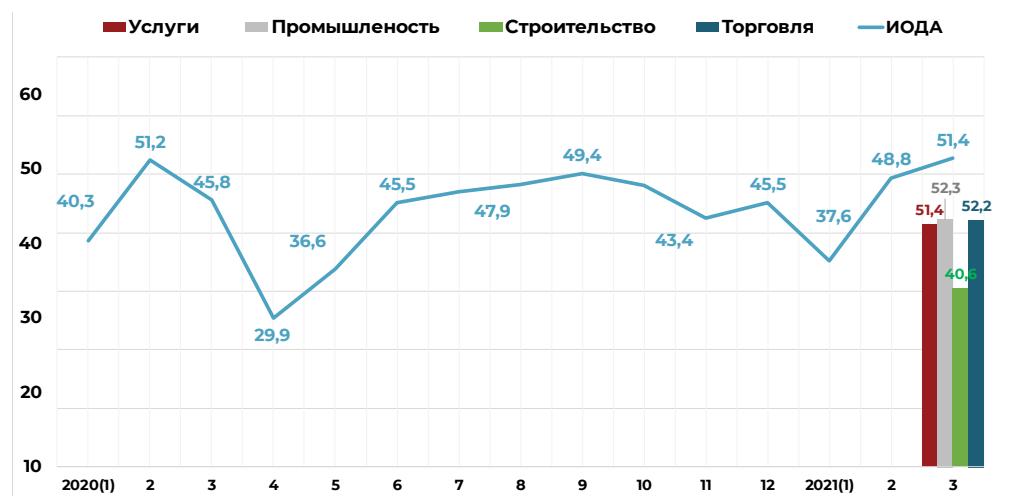
Национальный банк обновил Индекс ожиданий деловой активности за март.

Впервые с февраля прошлого года ожидания предприятий превысили равновесное значение (50 пунктов). Так индекс ожиданий деловой активности (ИОДА), который рассчитывает НБУ на ежемесячной основе, в марте 2021 составлял 51.4 по сравнению с 48.8 в феврале.

В марте предприятия всех секторов, вовлеченных в ежемесячный опрос, более оптимистично оценили результаты своей деятельности. При этом секторальные индексы предприятий промышленности, торговли и сферы услуг пересекли нейтральный уровень.

Наилучшие ожидания демонстрируют предприятия промышленности (в марте секторальный индекс вырос до 52.3 с 50.3 в феврале) и торговли (в марте индекс вырос до 52.2 по сравнению с 49.0 в феврале). Отметим, на данные отрасли приходится 25% и 35% общего кредитного портфеля банковской системы, что указывает на наибольший потенциал активизации кредитования реального сектора в этом году.

### Индекс ожиданий деловой активности



(Значение индекса выше 50% означает ожидания роста деловой активности)

Источник: Национальный банк Украины

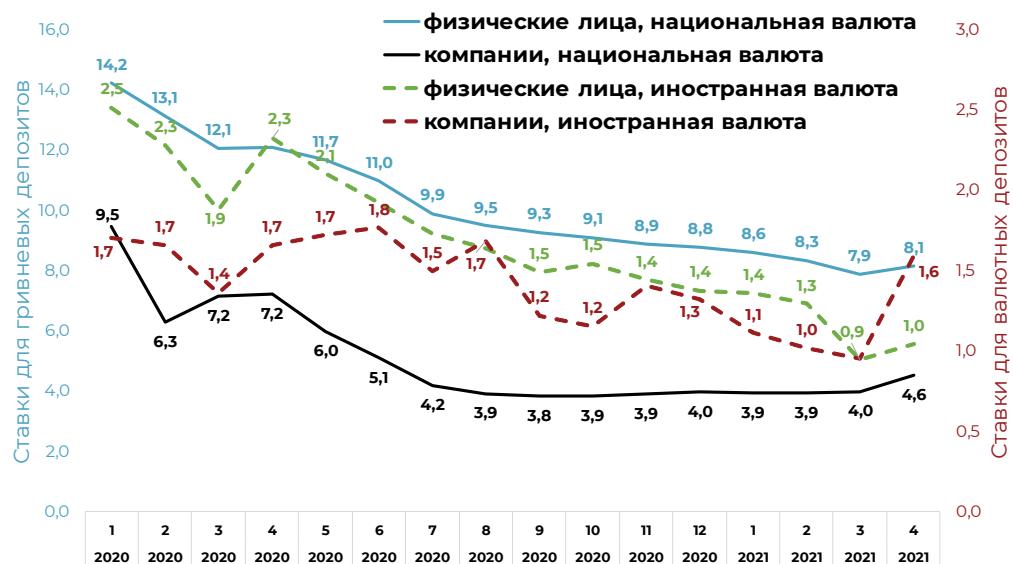
Процентные ставки по депозитам для физических лиц и в гривне, и в иностранной валюте в марте продолжили тенденцию снижения доходности. Так, ставки по краткосрочным депозитам в гривне на начало месяца составляли 8,2% годовых, а уже в конце — 7,4%. Ставки по долгосрочным депозитам в гривне на начало месяца составляли 9,3%, в конце — 9,1%.

Краткосрочные депозиты от населения в иностранной валюте принимались в начале месяца под 0,9%, в конце — 0,6%. Ставка по долгосрочным депозитам в иностранной валюте от населения на протяжении месяца не изменилась. Банки их готовы были привлекать под 2,2%.

Процентные ставки по депозитам для бизнеса также продолжили общую тенденцию снижения доходности. При этом, по «коротким» депозитам в гривне банки были гибче, поэтому ставка в первой половине месяца находилась в диапазоне от 3,8 до 4,6% годовых, но ближе к концу месяца — 3,8-4,0% годовых. Ставки по долгосрочным депозитам в гривне существенно колебались. Если на начало марта их принимали по ставке 7,5% годовых, то в определенные дни доходность по ним возрастала даже до 10,6% годовых. Но уже в конце месяца ставки по ним снизились до уровня 5,0-5,6% годовых.

Ставки по валютным депозитам (кратко- и долгосрочным) колебались в зависимости от сроков привлечения от 0,1 до 2,7% годовых.

## Ставки по гривневым и валютным депозитам для физических лиц и компаний, %, 2020 - 2021



Источник: Национальный банк Украины

**Процентные ставки по кредитам в гривне для бизнеса:** за счет роста объема выданных в марте льготных кредитов по правительственные программе «Доступные кредиты 5-7-9%» средняя ставка по долгосрочным заемам немного снизилась до уровня 13,0-13,4% годовых (в феврале 13,4-13,8%). Рыночная ставка кредитования по обеспеченным кредитам в марте находилась на уровне 15,0-16,0%. Что касается краткосрочных кредитов (до года), то повышение учетной ставки 4-го марта уже отразилось в их незначительном удешевлении: с 7,4% до 7,7-8%. **Напомним, ускорение инфляции в первом полугодии и планируемое дальнейшее повышение учетной ставки, а также вынужденное повышение доходности по ОВГЗ, будут поддерживать рост кредитных ставок в гривне до конца года.**

**Процентные ставки по кредитам в гривне для физлиц оставались чрезвычайно высокими:** банки предлагают краткосрочные кредиты под 36-37% годовых, долгосрочные — 27,5-33% годовых.

По данным Минфина с момента старта государственной программы «Доступные кредиты 5-7-9%» (01.02.20) уполномоченные банки выдали 10942 кредитов на общую сумму в 27 млрд грн.

За последнюю неделю марта уполномоченные банки выдали 573 кредитов на общую сумму 1,5 млрд грн.

На сегодняшний день Фонд развития предпринимательства в рамках реализации программы «Доступные кредиты 5-7-9%» заключил соглашения о сотрудничестве с 27-ю банками.

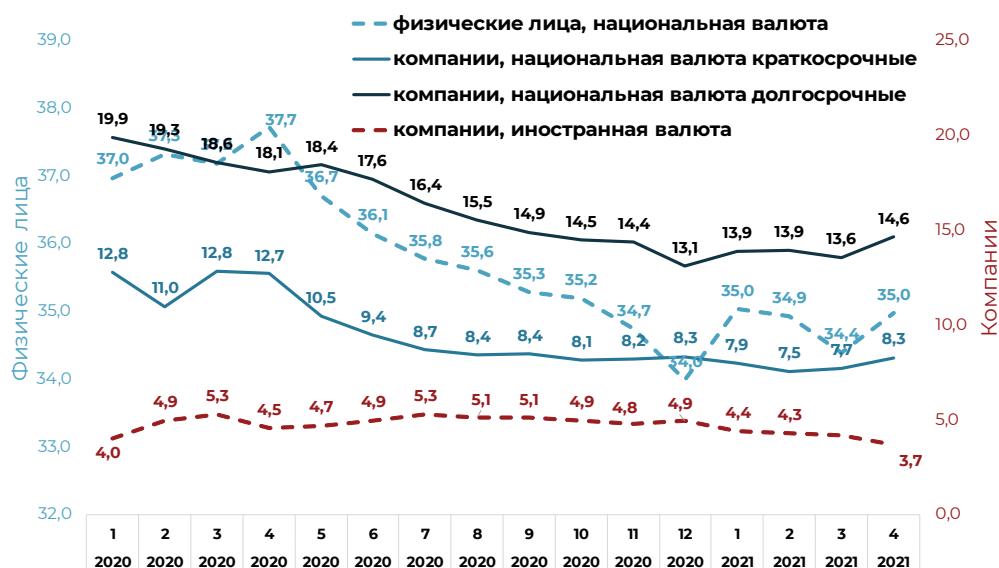
**Процентные ставки по депозитам** для физических лиц и в гривне, и в иностранной валюте в марте продолжили тенденцию снижения доходности. Так, ставки по краткосрочным депозитам в гривне на начало месяца составляли 8,2% годовых, а уже в конце — 7,4%. Ставки по долгосрочным депозитам в гривне на начало месяца составляли 9,3%, в конце — 9,1%.

Краткосрочные депозиты от населения в иностранной валюте принимались в начале месяца под 0,9%, в конце — 0,6%. Ставка по долгосрочным депозитам в иностранной валюте от населения на протяжении месяца не изменилась. Банки их готовы были привлекать под 2,2%.

**Процентные ставки по депозитам для бизнеса** также продолжили общую тенденцию снижения доходности. При этом, по «коротким» депозитам в гривне банки были гибче, поэтому ставка в первой половине месяца находилась в диапазоне от 3,8 до 4,6% годовых, но ближе к концу месяца - 3,8-4,0% годовых. Ставки по долгосрочным депозитам в гривне существенно колебались. Если на начало марта их принимали по ставке 7,5% годовых, то в определенные дни доходность по ним возрастала даже до 10,6% годовых. Но уже в конце месяца ставки по ним снизились до уровня 5,0-5,6% годовых.

**Ставки по валютным депозитам** (кратко- и долгосрочным) колебались в зависимости от сроков привлечения от 0,1 до 2,7% годовых.

## Ставки по гривневым и валютным кредитам для физических лиц и компаний, %, 2020 - 2021



Источник: Национальный банк Украины

Важным фактором, который будет стимулировать рост объемов кредитования в текущем году, можно считать активное списание банками со своих балансов неработающих кредитов, по которым уже сформировано 100% резервов.

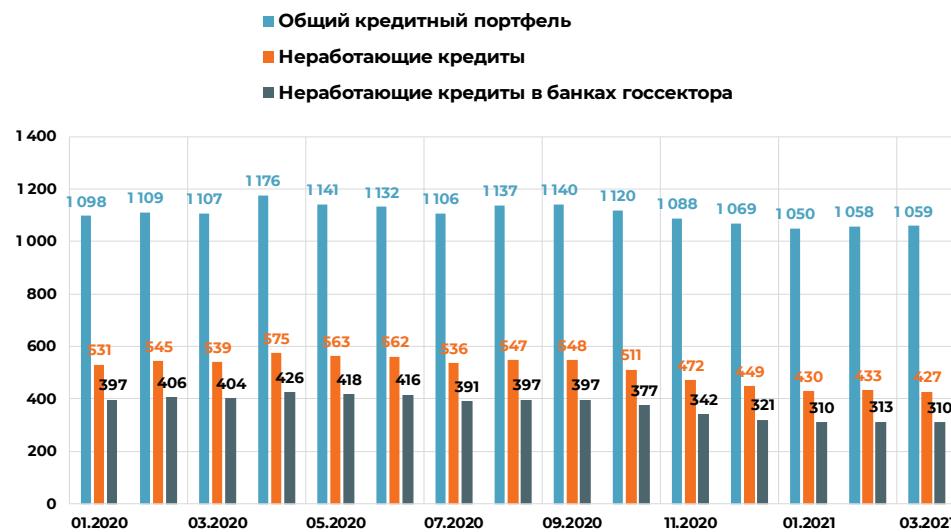
Так, 25 марта, прессслужба Минфина сообщила, что «по итогам 2020 году объем NPL (а non-performing loan) сократился на 22%, или на 87 млрд грн, до 310 млрд грн, а их доля в кредитном портфеле сектора - до 57,4%. В 2020 году все банки государственного сектора сократили свои портфели неработающих кредитов. Снижение уровня NPL, накопленных в банках государственного сектора, в основном, произошло за счет списания с балансов банков проблемных активов (банками сектора были списаны кредитов за счет резервов на сумму более 123 млрд грн).

Кроме того, в 2020 году банками государственного сектора было проведено реструктуризацию NPL на сумму около 42 млрд грн, из них более половины (23 млрд грн) по Закону Украины «О финансовой реструктуризации», сокращен объем просроченной задолженности на 6 млрд грн.

В отраслевом разрезе наибольший объем неработающих кредитов банков с государственным капиталом традиционно сконцентрированы в оптовой и розничной торговле, производстве химических веществ и химической продукции, производстве пищевых продуктов, металлургическом производстве».

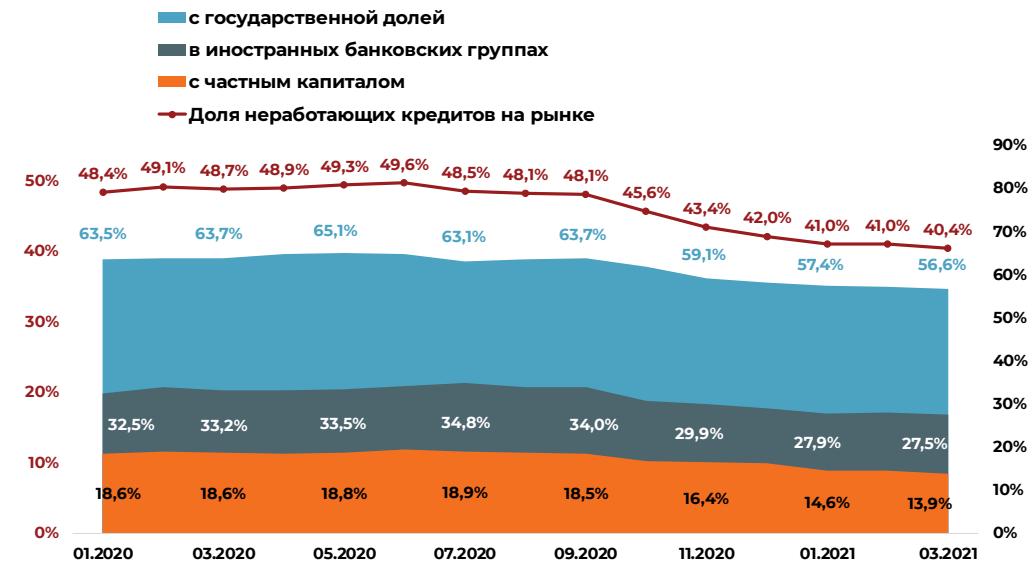
По данным Нацбанка, по состоянию на 1 марта 2021 года, часть NPL в общем кредитном портфеле банков составляет 40,4%. Из них, в государственных — 56,7% (в том числе в Приватбанке — 73,5%), в иностранных (в том числе российских) банковских группах — 27,5%, у остальных частных банков — 13,9%.

## Рынок кредитирования Украины в 2020-21 годах, млрд грн



Источник: Национальный банк Украины

## Рынок кредитирования Украины в 2020-21 годах, млрд грн



Источник: Национальный банк Украины

## Котировки еврооблигации украинских компаний

Котировки еврооблигации украинских компаний на европейских фондовых площадках на протяжении Q1 2021 имели разнонаправленную тенденцию. Так, котировки DTEK демонстрировали рост уверенности инвесторов в способность эмитента обслуживать и вовремя погасить свои долговые бумаги. Хотя при этом, следует признать, по ним и доходность существенно выше, нежели по облигациям других украинских эмитентов.

В тоже время облигации Metinvest в зависимости от сроков погашения показали прямо противоположную тенденцию. Облигации, со сроком погашения до 2025 года включительно, показали рост котировок. А по долговым бумагам Metinvest с более длинным сроками обращения котировки снизились, и доходность по ним соответственно увеличилась, демонстрируя меньшую уверенность в долгосрочной стабильности компании. В тоже время необходимо учитывать, что доходность облигаций к погашению этого эмитента, со сроками обращения до 2026 года, составляет лишь 4% годовых. То есть выше рыночного сегмента доходности по суверенным бумагам.

При этом, можно отметить, что по долговым бумагам всех украинских эмитентов, которые сейчас котируются на европейских площадках (DTEK, Metinvest, MHP, Naftogaz, Ukrainian Railway, Kernel Holdings, VF UKRAINE) с апреля прошлого года прослеживается общая положительная тенденция снижения доходности и повышения котировок.

Но с учетом ожидаемого роста инфляции в США и странах ЕС, и при этом возрастающей уверенности инвесторов в восстановлении экономик, они уже начали проявлять больший интерес к акциям американских и европейских компаний. В тоже время, долговые бумаги правительства и компаний, особенно развивающихся стран, их будут интересовать значительно меньше.

Корп-ные	15.01.2021		09.02.2021		10.03.2021		22.03.2021		01.04.2021		Дельта 01/04 до 15/01	
	Price (MID)	YTM (MID)	Price (MID)	YTM (MID)								
DTEK 24	63,0	25,7	71,5	21,7	79,5	18,5	79,0	19,1	81,5	16,9	18,5	-8,8
DTEK Renewables 24 (EUR)	94,5	10,5	96,5	9,9	99,3	8,9	99,0	9,0	99,0	9,0	4,5	-1,5
Naftogaz 26	103,5	6,9	102,8	7,0	102,3	7,1	102,3	7,1	102,0	7,2	-1,5	0,3
Metinvest 29	109,8	6,3	109,0	6,4	108,5	6,5	107,3	6,6	106,8	6,7	-3,1	0,4
Naftogaz 24 (EUR)	104,0	5,8	103,5	6,0	103,3	6,0	103,3	6,0	103,0	6,1	-1,0	0,3
Ukrainian Railway 24	105,3	6,5	105,8	6,4	105,8	6,3	106,3	6,1	106,0	6,2	0,7	-0,3
Metinvest 23	106,3	5,3	107,8	4,8	113,5	5,3	112,5	5,5	112,0	5,6	5,7	0,3
Metinvest 27	110,0	5,8	109,3	6,0	109,8	5,8	108,5	6,1	108,0	6,1	-2,0	0,3
Ukrainian Railway 21	102,3	4,2	102,3	3,4	102,0	2,5	102,0	5,3	102,0	5,3	-0,3	1,1
Metinvest 25 (EUR)	104,3	4,6	107,8	4,8	107,0	3,9	106,3	4,0	105,8	4,2	1,5	-0,4
MHP 29	109,8	6,3	109,0	6,4	101,3	6,1	100,3	6,2	99,5	6,3	-10,3	0,0
MHP 26	109,8	6,3	109,0	6,4	107,0	5,4	106,3	5,5	105,5	5,7	-4,3	-0,6
Kernel Holding 27	106,3	5,3	107,8	4,8	107,5	4,9	107,3	4,9	107,0	5,0	0,7	-0,3
Naftogaz 22	103,3	5,1	103,3	5,0	103,0	5,1	103,0	5,0	102,9	5,1	-0,4	0,0
Metinvest 26	107,0	4,1	107,3	3,9	107,3	3,7	107,0	3,7	106,5	4,0	-0,5	-0,1
MHP 24	109,8	6,3	109,0	6,4	108,3	4,9	108,3	4,9	107,8	5,0	-2,1	-1,3
VF Ukraine 25	105,3	4,0	104,5	4,4	104,5	4,3	104,0	4,6	103,5	4,9	-1,8	0,9
Kernel Holding 24	106,3	4,4	107,3	3,9	106,8	4,1	106,5	4,2	106,3	4,3	0,0	-0,1
Kernel Holding 22	106,0	2,8	105,8	2,7	105,3	2,7	105,0	2,6	104,8	2,9	-1,3	0,1

Источник: Dragon Capital

## Реальный сектор

В марте были опубликованы итоговые данные Госстата о снижении темпов спада реального ВВП Украины в 2020 до -4,0%. Напомним, по итогам января предварительная оценка Национального банка составляла -4,4%. Пересмотр годовой оценки спада основывается на резком ускорении восстановления в Q4. Так, если предварительные прогнозы предполагали от -2,5% до -1,5% ВВП в Q4, то итоговое значение спада удалось замедлить до -0,5%. С другой стороны, такие темпы оказались неустойчивыми и уже в Q1 2021 мы ожидаем "отката" к -1,5% ВВП.

**В связи с опубликованным данными о динамике ВВП в Q4 2020, а также с новыми данными о темпах спада ВВП в 2020 году мы пересмотрели темпы восстановления украинской экономики в Q1 2021 и в целом в 2021 году с 4,8-5,1% до 4,6%.**

Прежде всего, мы вынуждены пересмотреть оценку первого квартала в отрицательную сторону. Фактические данные января и февраля указывают на спад от -1,5% до -1,8% (год к году). Что касается марта, то программируемый новыми карантинными ограничениями спад в розничной торговле, транспорте и секторе услуг де-факто, как минимум, сохранит спад на уровне. Но эффект низкой базы прошлого года, когда экономика только начинала адаптацию к новым условиям "выровняет" данный спад к -1-1,2%. Поэтому, наша оценка реального ВВП в Q1 скорректирована с +0,8% к -1,5%.

Отметим, Министерство экономики оценивает спад в Q1 2021 на уровне -2,2%.

Мы оставляем предыдущий прогноз по Q2 2021 на уровне +11,4% (эффект низкой базы на фоне -11,2% спада в Q2 2020-го). Но снижаем оценку темпов роста реального ВВП в Q3-Q4 до 4,7% и 3,2%, соответственно (базовый сценарий "сдерживание инфляции", который предусматривает ужесточение монетарной политики НБУ).

При этом, в зависимости от сценария поведения НБУ и Министерства финансов темпы роста реального ВВП в Q3-Q4 2021 могут быть незначительно выше. Если Национальный банк будет выкупать более 60% суммарного притока валюты с межбанка, не допуская укрепления курса выше 27,2-27,4 UAH/USD, темпы роста реального ВВП в Q3 и Q4 составят 5,1% и 3,5% соответственно, против базового прогноза 4,7% и 3,2%.

**Наш прогноз роста реального ВВП в 2021-ом году снижен с 5,1% до 4,6%. По сути, речь идет не столько об ухудшении прогноза темпов роста украинской экономики, а об изменении статистической базы сравнения Q3-Q4 2020, на фоне которых темпы процентного прироста во втором полугодии текущего года будут ниже.**

### Динамика реального ВВП, %



Источники: Держстат, расчеты Ukraine Economic Outlook

В то же время, валовый оборот или номинальный ВВП в 2021-ом году меньше не станут. Из-за резкого ускорения промышленной (Индекс цен производителей до +26,6% год к году в феврале) и потребительской инфляции (Индекс цен потребителей до +8,5% год к году в марте) – мы пересмотрели прогноз дефлятора ВВП (общий рост цен в экономике) с 9% до 13,8% по базовому сценарию “сдерживание инфляции”.

Мы пересмотрели наш прогноз как номинального ВВП в гривне до 4,97 трлн грн. (против 4,6 трлн грн.) ранее, так и в долларовом эквиваленте до \$183,5 млрд (против \$173 млрд ранее).

<b>Базовый макропрогноз на 2021-ый: сценарий сдерживание инфляции</b>					
	<b>1Q</b>	<b>2Q</b>	<b>3Q</b>	<b>4Q</b>	<b>Year</b>
Номинальный ВВП в 2020-ом году	854	875	1163	1302	4 194
Инфляция (дефлятор ВВП 2021)	18,4%	18,5%	12,0%	8,6%	13,8%
<b>Реальный ВВП (2021)</b>	<b>-1,5%</b>	<b>11,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,6%</b>
Номинальный ВВП в 2021-ом году	996	1156	1364	1458	4 974
<b>Средневзвешенный курс</b>	<b>27,9</b>	<b>27,5</b>	<b>27,1</b>	<b>26,3</b>	<b>27,1</b>
<b>Долларовый эквивалент ВВП в 2021 (млрд \$)</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>55</b>	<b>183,5</b>
В 2020-ом	33,4	31,8	41,1	45,3	151,5

## Фактор переоценки реального ВВП в Q4 2021

Напомним, ранее мы публиковали более осторожную цифру спада по Q4 2020 в -3,5% (выпуск от января 2021) из-за неопределенности формата будущего карантина.

Более того, восстановление в Q4 2020 поддерживалось и государственными расходами. В частности, программой “Большое строительство”, которая направила 30-35 млрд грн. (за вычетом импорта, профинансированных преимущественно за счет внешних привлечений в декабре) в промышленные заказы и розничный товарооборот.

## Динамика основных составляющих ВВП в 2020,%

Г-Г %	2020												2021	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2
АПК	-0,9%	1,0%	-5,2%	-0,2%	-4,0%	-40,6%	-5,8%	-5,5%	-19,2%	-18,3%	11,3%	26,0%	-5,7%	-6,5%
Промышленность	-0,1%	-1,5%	-7,7%	-16,2%	-12,2%	-5,6%	-4,2%	-5,3%	-4,4%	-5,0%	-0,3%	1,1%	-4,0%	-4,6%
Строительство	0,1%	-4,2%	-11,6%	-16,0%	-2,6%	0,1%	-1,1%	7,2%	12,5%	12,7%	9,4%	9,9%	-12,9%	-12,6%
Торговля	0,4%	0,3%	1,0%	-11,6%	-1,5%	0,6%	-1,1%	3,6%	4,5%	4,0%	4,4%	2,8%	0,7%	1,2%
Транспорт	-0,3%	-0,2%	-9,0%	-28,0%	-20,0%	-16,0%	-13,0%	-11,0%	-9,5%	-8,5%	-10,0%	-10,0%	-18,0%	-12,0%
Государство													5,0%	4,0%
Другое	-4,2%	0,3%	-2,9%	-14,5%	-10,0%	-7,0%	-5,0%	-6,0%	-2,0%	-2,0%	-2,5%	-2,5%	-5,0%	-5,0%
<b>ВВП</b>	<b>-0,5%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-15,5%</b>	<b>-9,5%</b>	<b>-9,1%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-3,0%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,1%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-2,1%</b>

Источники: Держстат

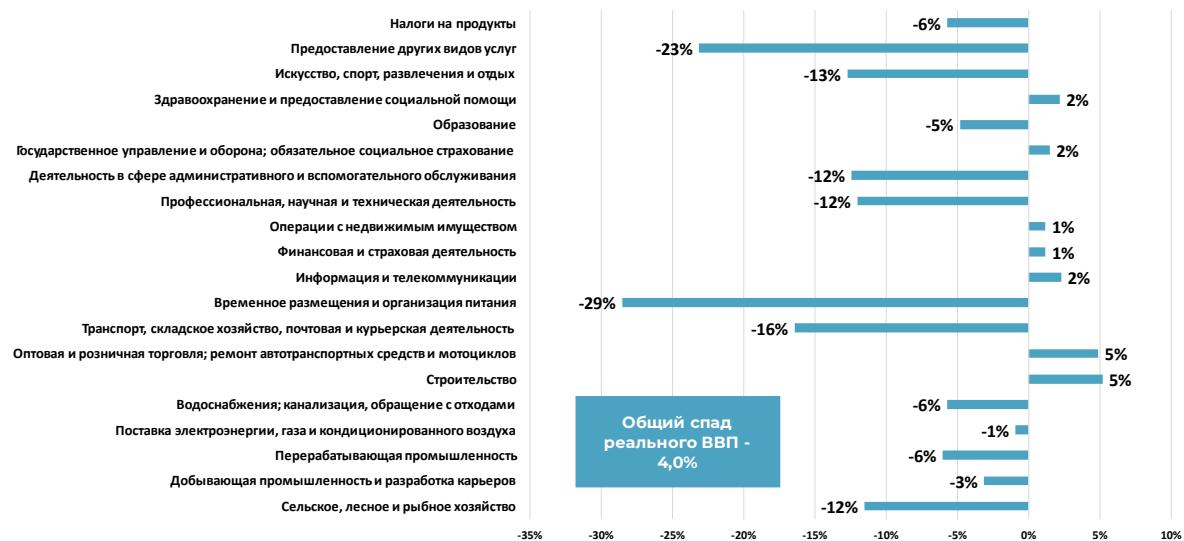
Так, темпы роста строительства (неккорректированные на эффект календарных дней) год к году в декабре составили +9,9% (против традиционного спада от -15% до -25% в период спада). В целом, по итогам 2020-го года прирост строительной отрасли составил +5,2%.

Рост объемов «Оптовой и розничной торговли» в Q4 2020 год к году составил +10,9%, а в целом по итогам года +4,9%. Именно в Q4 год к году (несмотря на падении в целом по итогам) существенно выросли также объемы производства в сфере «Поставка электроэнергии, газа и кондиционированного воздуха» +6,4%.

Прибавила темпы роста Q4 2020 год к году и сфера «Информации и телекоммуникации» +5,1%; в целом по году рост +2,3%.

В то же время, основной спад пришелся на “Временное размещение и организация питания” -29%, другие виды услуг -23%, транспорт -16% и сельское хозяйство -12%.

## Динамика основных составляющих ВВП в 2020, %



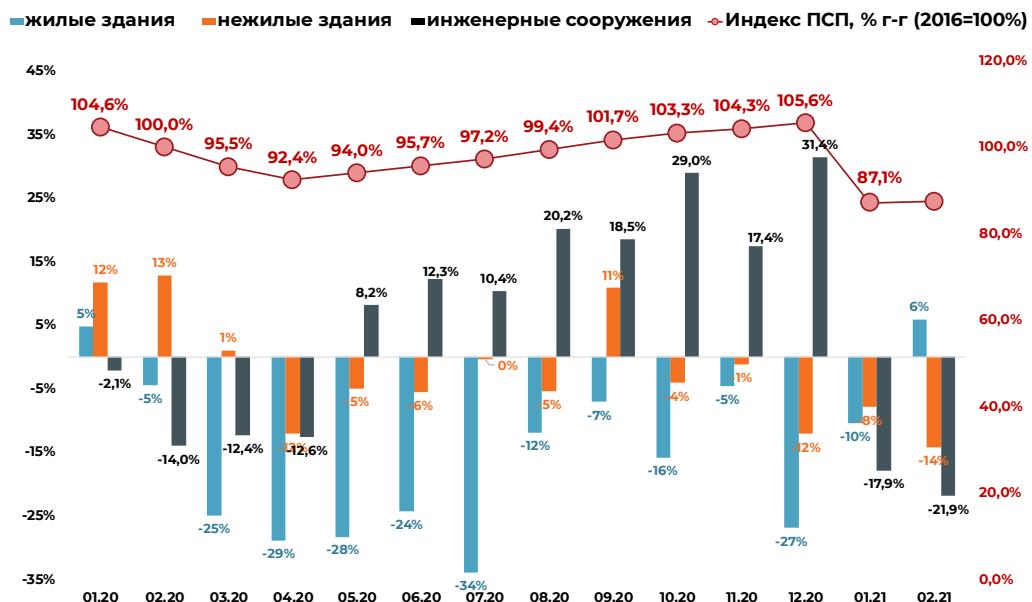
Источники: Держстат

## Основные тенденции реального сектора в январе-феврале 2021 года

После выхода на положительную динамику в декабре, реальный сектор в первые два месяца резко “откатился” в отрицательную зону. Так, Индекс базовых отраслей (год к году) НБУ в январе и феврале составил -3,7% и -4,3% соответственно. Тогда как в ноябре-декабре он находился на уровне +3,8% и +9,5%. В частности, основной спад наблюдается в логистическом секторе, строительстве и сельском хозяйстве.

Что касается строительства, то суммарный спад за январь-февраль составил -12,8%. Но индикативно, что февраль – первый посткризисный месяц роста для жилого строительства продемонстрировал +5,9% к февралю 2020-го (против еще -10,4% в январе). Общий спад строительства сгенерирован в основном “инженерными сооружениями” (дороги/мосты) и нежилым строительством (из-за профицита свободных площадей в торговых и бизнес-центрах). Согласно данных последнего отчета компании Colliers за первое полугодие 2020 года, уровень вакантности офисных помещений в Киеве составлял 7%, торговая недвижимость – 4,4% соответственно. Исходя из того, что начиная с сентября 2020 года и до сих пор в стране длится адаптивный карантин, можно предположить, что текущий уровень вакантности нежилой недвижимости находится все еще на уровне 2020 года.

## Индекс строительства в Украине, % г-г



Источники: Держстат

## Динамика основных составляющих ВВП, %

Г-Г %	Q4 2020			2021	
	1	2	3	1	2
АПК	-18,3%	11,3%	26,0%	-5,7%	-6,5%
Промышленность	-5,0%	-0,3%	1,1%	-4,0%	-4,6%
Строительство	12,7%	9,4%	9,9%	-12,9%	-12,6%
Торговля	4,0%	4,4%	2,8%	0,7%	1,2%
Транспорт	-8,5%	-10,0%	-10,0%	-18,0%	-12,0%
Государство				5,0%	4,0%
Другое	-2,0%	-2,5%	-2,5%	-5,0%	-5,0%
<b>ВВП</b>	<b>-3,5%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,1%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-2,1%</b>
<b>Индекс производства базовых отраслей</b>	<b>-7,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>9,5%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-4,3%</b>

Источники: Держстат

С другой стороны, значительно замедлились темпы прироста, но все еще сохраняются в положительной зоне розничная и оптовая торговля. Так, прирост средней з/п в январе составил +15% номинальный и 8,3% реальный (за вычетом потребительской инфляции), что соответствует и динамике реальной средней заработной платы в декабре (+10,5%). В феврале номинальный рост зарплат ускорился.

По сравнению с январем размер средней номинальной заработной платы увеличился на 1,7%, а за последние 12 месяцев (по сравнению с февралем 2020 года) - на 15,7%. При этом, в условиях роста потребительской инфляции, темпы роста реальной зарплаты по сравнению с январем снизились и составили 7,6%.

Напомним, в основном, темпы роста заработных плат поддерживаются за счет увеличения количества отработанных часов по категориям сотрудников, которым удалось сохранить своих рабочие места (при спаде общего количества отработанных часов и фонда заработных плат). Среднемировой прирост рабочего дня с начала эпидемии составляет 33 минуты.

Также розничная торговля – сохраняет рекордные темпы роста за счет ограничений по выездному туризму и существенного спада продаж в сегменте HoReCa (Hotel, Restaurant, Café/Catering)

По данным Госстата, по итогам февраля 2021 года, Индекс объема оптового товарооборота за январь-февраль текущего года относительно прошлого года в сравнительных ценах составил - 0,8%.

В тоже время Индекс физического объема оборота розничной торговли в январе-феврале 2021г. относительно января-февраля 2020г. составил: +4,6%; в феврале текущего года по сравнению с январем +1,3%, по сравнению с февралем 2020г. +5,6%.

## Индекс физического объема торговли в Украине в 2020 году, %



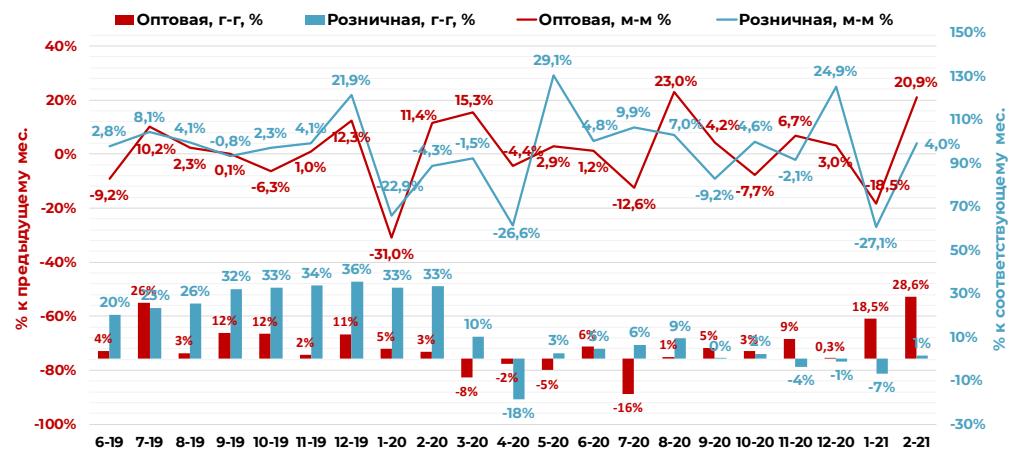
Источники: Держстат

## Динамика оптового и розничного товарооборота в Украине в 2020-21 годах, \$ млрд



Источники: Держстат

## Динамика торговли в Украине в 2019-21 годах в \$ эквиваленте, %



Источники: Держстат

## Влияние локдауна

Ужесточение карантинных ограничений в ряде областей, как и возможный в текущем году общенациональный локдаун, на наш взгляд, не окажет существенного влияния на состояние украинской экономики. Потери в секторе услуг, наиболее подверженном и наиболее пострадавшему от карантинных ограничений, с учетом его удельного веса в ВВП, частичной "переориентации" спроса в онлайн, а также с учетом, что часть его находится в «серой» зоне, не смогут оказать серьезное влияние на общую динамику восстановления украинской экономики в текущем году, особенно в отраслях, ориентированных на экспорт и торговлю.

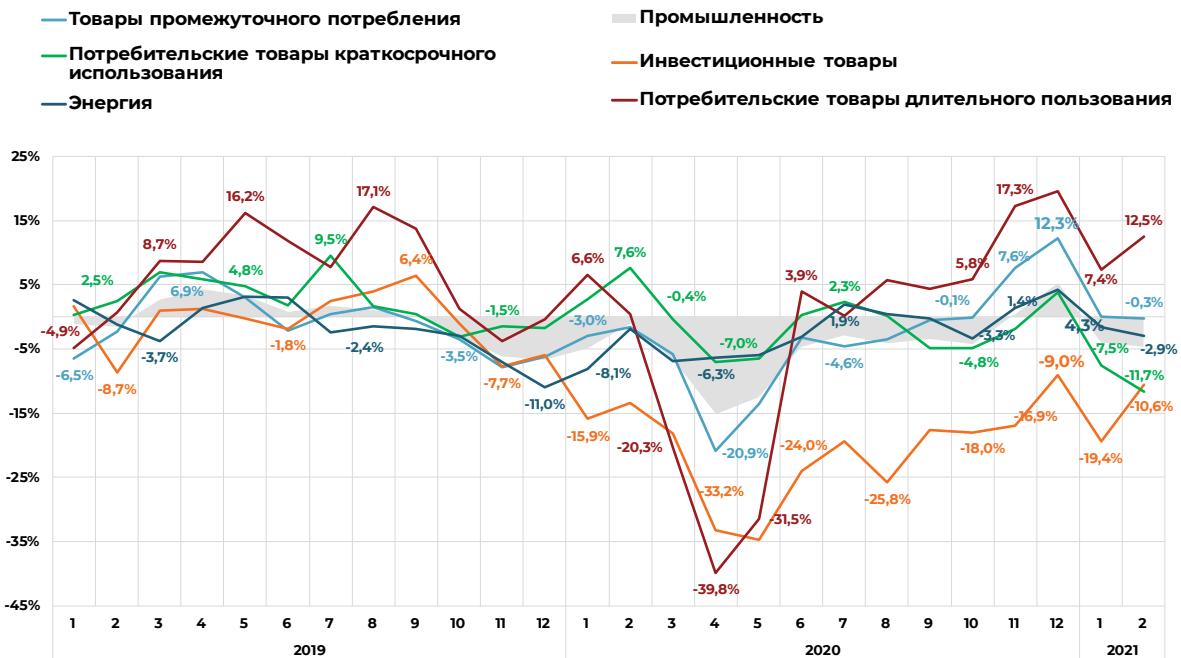
Промышленное производство, аграрный сектор, грузовые перевозки, IT сектор продемонстрируют существенный рост в сравнении с предыдущим годом. Именно там будет формироваться основная добавленная стоимость в экономике, обеспечиваться рост доходов предприятий, государства и домохозяйств. При этом сохранение карантинных ограничений в европейских странах в текущем году не позволят восстановится внешнему туризму. Что определит рост затрат домохозяйств внутри страны.

НБУ оценил роль локдауна на экономику в январе на уровне -0,2% ВВП. Несмотря на большее число карантинных ограничений в марте-апреле, их влияние на динамику ВВП, не должно резко увеличиться. И не только из-за базы сравнения с прошлым годом. Тогда жесткие карантинные ограничения накладывались на общий спад мировой экономики и соответствующий спад спроса на украинскую продукцию за пределами страны.

## Промышленность

В феврале 2021г. продолжился процесс восстановления промышленного производства, хотя он имел неоднозначный характер. Так, согласно данным Госстата, индекс промышленной продукции составил: сезонно скорректированный (по сравнению с январем 2021г.) - 100,4%; скорректированный на эффект календарных дней (по сравнению с февралем 2020г.) - 98,0%.

## Динамика промышленного сектора Украины, % у-у



Источники: Держстат

При этом следует отметить, что прирост промышленного производства в феврале по сравнению с январем 2021г. в значительной мере был обеспечен за счет роста поставки электроэнергии, газа, пара и кондиционированного воздуха - 105,7%. Что было связано со значительным похолоданием и вызвало повышение спроса на электроэнергию, газ, уголь в феврале.

Напомним, **восстановление промышленности после затяжной рецессии 2019-2020 годов сдерживается пессимизмом инвесторов относительно начала экономического восстановления в 2021-ом году и низким уровнем капитальных инвестиций.** Что, соответственно, сдерживает спрос на ключевую группу промышленного производства – инвестиционные товары и энергетику. Хотя следует отметить, что именно инвестиционные товары показали прирост производства в феврале по сравнению с январем (102,4% - скорректированный, 123,4% - не скорректированный). В то же время, производство потребительских товаров краткосрочного и долгосрочного спроса наоборот снизилось (соответственно 98,2% и 97,4% - сезонно скорректированные, при росте 100,4% и 111,9% - не скорректированные).

Мы ожидаем более существенного оживления инвестиций и спроса на основные активы внутреннего производства во втором и третьем квартале текущего года.

## Динамика промышленного сектора Украины, % у-у

Y-Y %	2020												2021			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4
Промышленность	-5,1	-1,5	-7,7	-16,2	-12,2	-5,6	-4,2	-5,3	-4,4	-5,0	-0,3	4,8	-4,0	-4,6		
Добычающая	-4,5	-4,1	-4,3	-11,2	-8,9	-4,9	-0,7	-0,1	-2,9	-2,5	1,8	5,4	-3,0	-3,9		
Перерабатывающая	-3,2	-0,4	-8,5	-20,3	-15,6	-6,2	-6,6	-7,7	-5,8	-6,6	-3,4	1,8	-6,5	-6,7		
Поставка электроэнергии, газа	-11,8	-1,8	-10,0	-7,2	-1,9	-4,0	0,7	-4,6	-0,2	-1,8	10,0	15,8	3,2	1,9		
Пищевая	2,9	6,6	-1,3	-6,5	-5,4	0,8	4,6	-0,4	-8,7	-7,2	-5,4	-1,7	-8,4	-13,1		
Текстильная	3,9	-1,5	-16,9	-37,8	-36,6	-8,8	-1,4	-6,5	17,7	-0,7	-7,0	10,7	-15,2	-6,7		
Деревообрабатывающая	-2,3	12,7	-7,5	-23,0	-24,3	-10,2	-9,3	-3,9	4,4	0,3	0,6	0,5	-6,5	-6,6		

Y-Y %	2020											2021		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	
Кокс, нефтепереработка	3,8	2,2	-3,4	-0,8	-0,8	7,7	-9,4	5,3	-8,5	-12,6	-9,8	3,1	-16,0	-2,0
Химическая	24,4	22,5	2,3	6,5	-5,6	1,1	13,2	0,6	5,8	1,9	-13,4	3,6	10,0	13,5
Фармацевтика	-14,7	-0,3	21,8	17,1	8,8	-6,9	-19,6	14,1	-4,8	-2,2	-0,6	25,1	21,4	0,4
Стройматериалы	-7,6	-3,4	-5,2	-30,5	-17,6	-3,5	-1,4	0,0	11,1	2,0	9,6	14,5	-5,2	-9,6
Металлургия	-10,3	-4,1	-15,8	-29,9	-19,0	-3,9	-10,6	-10,4	-7,6	-3,3	8,2	4,3	-3,9	-3,5
Машиностроение	-10,5	-13,2	-16,8	-35,6	-22,4	-22,5	-21,3	-22,8	-9,7	-18,6	-15,3	-3,3	-9,8	-7,0
Мебель, ремонт и монтаж оборудования	0,2	-2,8	-16,1	-29,3	-33,7	-9,8	-11,8	-15,2	-18,4	-1,5	0,6	-0,2	-8,2	4,6

Источники: Держстат

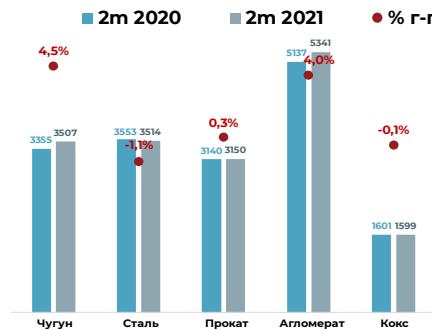
## Металургия

Одним из наиболее стремительно растущих сегментов промышленности стала металлургия. После скачка мировых цен на железную руду со \$108 до \$165 (+52,5%) за июль 2020 г. – февраль 2021 г. – в ноябре-декабре металлургам удалось выйти на положительные темпы роста год к году (+8,2% и 4,3% соответственно). Январь-февраль 2021 г. закончили со снижением 3,6% из-за большой базы сравнения 2020 г. Спрос Китая на металлы и активизация крупных инфраструктурных программ в других странах – будет поддерживать экспортные позиции металлургов во всем 2021-ом году, так как основные производственные мощности ГМК – позволяют наращивать выплавку.

### Загруженность основных производственных мощностей ГМК на 11.03



### Динамика производства металлов в Украине, тыс. т



Источники: Держстат

Таким образом, несмотря на спад в 2020-ом году и снижение спроса на металлы на внутреннем рынке, внешняя конъюнктура позволила удержать выплавку металла в 2020 году на уровне 2019 года. Хотя в целом «металлургическое производство, производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» показало спад год к году 2020 к 2019 - на 8,5%. При этом, в январе-феврале текущего года по сравнению с соответствующим периодом 2020 года, спад производства составил лишь 3,6%.

## Динамика промышленной инфляции.

Данные Госстата свидетельствуют, что инфляция разгоняется. Ее, в первую очередь, провоцируют растущие цены на сырьевые товары, которые мы наблюдаем с начала четвертого квартала 2020 года.

Так, если в Q4 индекс экспортных цен производителей на сырьевые товары составил 164,6% по отношению к Q4 2019 года, то уже за первых два месяца 2021 года - 197% по отношению к январю-февралю 2019 года.

Индекс цен на товары промежуточного потребления на экспорт в январь-февраль 2020г. соответственно - 132,8% и 156,6%.

В то же время, индекс экспортных цен на так называемые инвестиционные товары в Q4 2020 составил лишь 109,1%, а в первые два месяца текущего года - 108,1%. При этом индекс внутренних цен на эту группу составил, соответственно, лишь 100,3% и 103,2%. Что прямо указывает на слабую инвестиционную активность бизнеса и ограничение внутреннего инвестиционного спроса. В то же время, в марте 2021г резко вырос импорт инвестиционных товаров, прежде всего для с/г. Что, в какой-то мере указывает на то, что, с одной стороны, значительная часть инвестиционных товаров, производимых в Украине в силу структуры украинской экономики не имеет внутреннего спроса, с другой что необходимые для украинского бизнеса инвестиционные товары внутри страны не производятся.

Цены на потребительскую продукцию краткосрочного и долгосрочного использования производителей демонстрируют ускоряющиеся темпы инфляции. Что связано, как с ростом издержек производителей, вследствие возрастающих цен на сырье, электроэнергию, ростом зарплат, так и с ростом потребительского спроса. В тоже время, что вряд ли можно считать положительной тенденцией, это сопровождается падением внутреннего производства потребительской продукции краткосрочного и долгосрочного использования. Это указывает на то, что подтверждается данными внешнеэкономической статистики: рост потребления обеспечивается за счет наращивания объемов потребительского импорта. При этом, внутренние производители оказываются в тисках роста издержек и роста импорта, с которым они не могут конкурировать из-за сохранения относительно стабильного курса гривны по отношению к USD и EUR, дорогих кредитов, высоких прямых налогов на бизнес (что в первую очередь касается налога на прибыль и ECB).

г-г%	2020												2021 - янв.-фев.	
	взвешенный	внутри страны	экспорт	1Q		2Q		3Q		4Q		внутри страны	экспорт	
				внутри страны	экспорт									
Промышленность	98,4	96,6	104,9	94,4	92,7	95,3	96,3	93,1	103,9	104,0	129,3	116,2	148,6	
ГМК	84,7	76,0	111,1	74,2	96,8	59,6	94,6	68,2	100,9	108,0	164,6	139,7	197,0	
Перерабатывающая промышленность	101,6	101,1	103,0	97,7	90,9	97,7	95,8	101,0	104,0	108,3	123,5	115,3	140,1	
Поставка электроэнергии, газа и др.	96,3	96,3	-	96,2	-	106,2	-	89,5	-	94,3	-	108,0	-	

Источники: Держстат

## Сельское хозяйство

В 2021-ом году мы также ожидаем улучшения урожая, что поддержит восстановительный тренд реального ВВП. Напомним, за январь-декабрь 2020г. спад в сельском хозяйстве составил -11,5% (спад в растениеводстве -13,9%). Так, по последней информации Минэкономики, урожай зерновых в 2020-ом году составил 65,4 млн тонн, что на 13% меньше предыдущего года (75,1 млн т.).

Всего было собрано 83,8 млн тонн всех основных культур, в частности в разрезе культур собрано:

Культура	Собранно, млн тонн.	Посевная площадь, млн га
Пшеница	25,1	6,6
Кукуруза	29,8	5,3
Подсолнечник	13,1	6,4
Ячменя	7,8	2,4
Сои	2,8	1,3
Рапс	2,6	1,1
Горох	0,52	0,2
Гречиха	0,1	0,08
Просо	0,2	0,2
Сахарная свекла	9,2	0,2

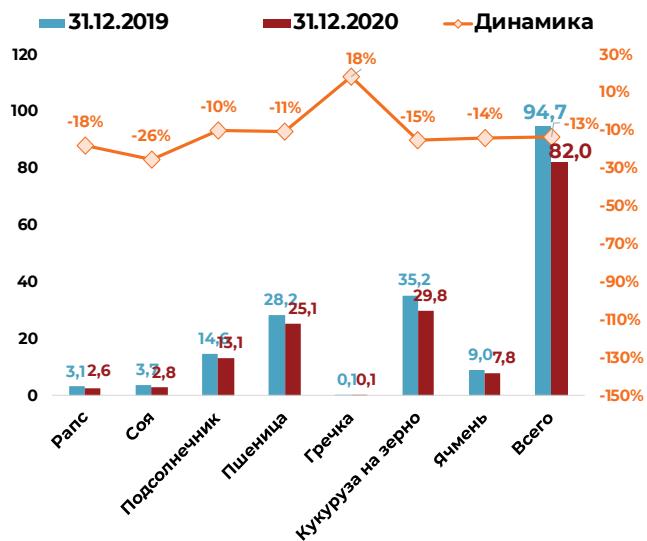
Источники: Держстат

Параллельно, несмотря на сильное ухудшение физических объемов урожая, денежный эквивалент экспорта почти не пострадал. Благодаря ускоренному росту мировых цен. Во второй половине 2020-го по ключевым экспортным культурам к базисному 2019-ому году он составлял: +18,1% подсолнечное масло, +20% соя и соевое масло, + 13,5% рапсовое масло, а также +9,3% пшеница и +2% кукуруза.

**Так, по данным Таможенной службы Украины, долларовый эквивалент сельскохозяйственного экспорта в 2020г. - составил \$18,9 млрд, что всего на 0,5% ниже докризисного уровня. Это было в основном достигнуто за счет роста объемов продажи масленичных в долларовом эквиваленте (121,7% по отношению к 2019г.).**

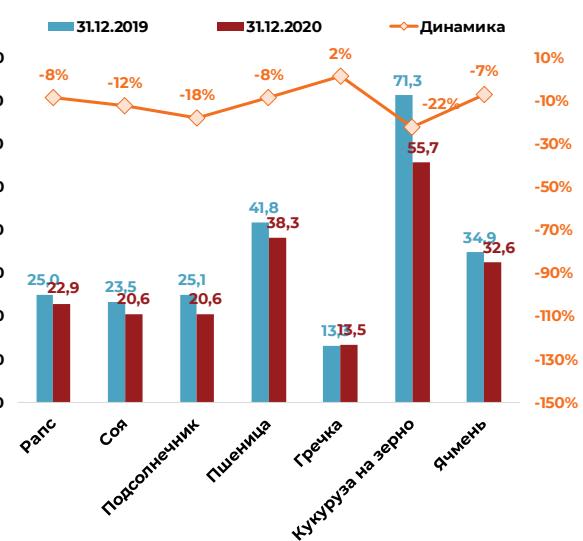
По первоначальным прогнозам, НААН Украины, базируясь на текущих погодных условиях, будущий урожай всех культур может превысить в 2021 году 92 млн тонн в сравнении с 83,8 млн в 2020 году.

## Собрано основных культур в 2019-20, млн т.



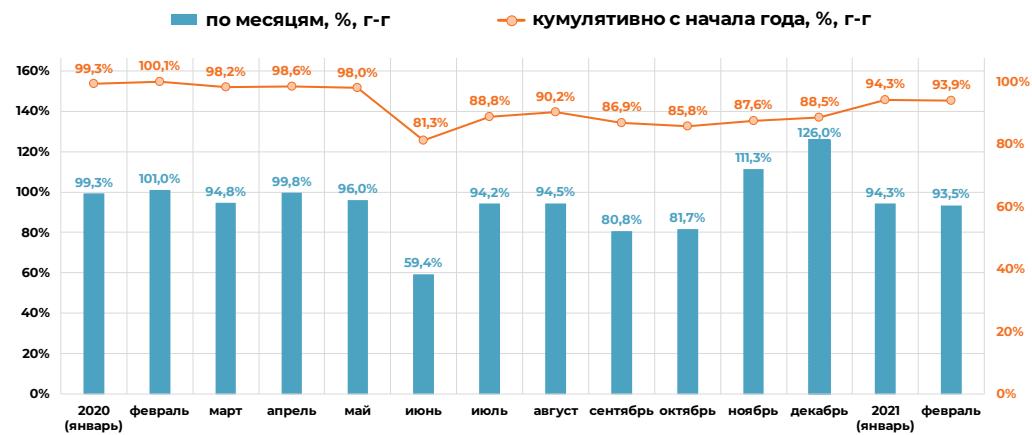
Источники: Держстат

## Урожайность основных культур в 2019-20, ц/га



Источники: Держстат

## Динамика С/х отрасли с начала 2020 года, %



Источники: Держстат

## Военно-политический риск

**В связи с высокой важностью не типичных внешних факторов в этом номере мы подготовили специальный Обзор военной ситуации вокруг Украины за период конца марта - начала апреля 2021 года.**

### ХРОНИКА:

Во второй половине марта перемещения войск РФ к границам Украины стали совершенно очевидны. А версия Москвы об учениях рассыпалась, так как силы собирались не на локальных полигонах, а широко развертывались для атаки.

Поэтому уже 22 марта генсек НАТО Столтенберг заявил о подготовке РФ к агрессивным действиям.

В тот же день глава офиса президента Ермак проинформировал послов G7 о том, что РФ категорически срывает любые попытки установления перемирия на фронте с ОРДЛО в рамках переговоров в Минске.

Далее напряженность нарастала каждый день. 23 марта глава МИД РФ Лавров встретился со своим китайским коллегой и они вместе заявили о совместной политике по противостоянию Западу. Что четко обозначило силу и вектор их геополитического союза на период летней военной кампании 2021 года.

Прежде, подобные встречи двух министров приводили к тому, что РФ и Китай активизировали или начинали новые конфликты у своих границ в некоторой последовательности, при которой каждая новая вспышка — глушила внимание мира к предидущим событиям в другой части планеты. Что снижало уровень реакции мирового сообщества на военные действия.

В тот же день президент Украины Зеленский, утверждая свой курс на твердую позицию относительно Москвы, ввел санкции против десятков россиян и сотен компаний соседней страны.

Продолжили усиливать давление на РФ и США. Госсекретарь Блинкин заявил, что газопровод Северный поток-2 вредит интересам ЕС и Украины. При этом он прибыл в Брюссель, где проходила встреча глав МИД НАТО. То есть коалиция Москвы и Пекина и Альянс — сверяли свои планы и взгляды в один день.

Потому дальше события еще ускорились, так как недоразумения с союзниками были уже исключены, а мнение врагов — интересовало еще меньше, чем прежде.

И 24 марта Москва неожиданно отвечаю на критические замечания НАТО по поводу военной эскалации. Одновременно войска РФ резко увеличили интенсивность обстрелов на фронте в ОРДЛО. А представители оккупантов в Крыму — заявили о намерении судится с Украиной по поводу отсутствия поставок воды.

Другой же лагерь ответил тем, что Канада ввела санкции против чиновников РФ за притеснения лидера протестов в РФ Навального. А Украина провела учения мощных артиллерийских систем недалеко от Крыма.

Также президент Зеленский одобрил национализацию завода авиадвигателей «Мотор Сич», который ранее был куплен частными компаниями, которые связывают с правительством Китая.

В следующие 2 дня РФ заполнила дороги Крыма и западных регионов военными колонами перевозящими танки и личный состав. Продолжала показательно убивать пытками оппозиционера Навального, тем самым показывая свое равнодушие к мнению Запада. А также убила 4-х солдат ЗСУ, нарастив интенсивность обстрелов на фронте. Попутно хакеры РФ атаковали Бундестаг.

Ответом США на происходящее стало заявление президента Байдена о том, что РФ и Китай являются сторонниками автократии.

Зеленский же, на фоне обысков СБУ в офисах кума Путина Медведчука, предложил провести встречу в Нормандском формате для урегулирования обостряющейся ситуации.

В ответ на это Путин заявил, что проведет встречу с Берлином и Парижем без Украины. Поначалу предложениеказалось не реальным. Но Франция и Германия удивительно быстро согласились на инициативу Кремля. Тем самым показав, что в будущем обострении они, возможно не будут выступать столь явно как раньше на стороне коллективного Запада, а вполне возможно, будут придерживаться нейтралитета с РФ Путина.

И проигранное украинским Ощадбанком в те же дни дело во Франции по имуществу в Крыму, в котором судья в апелляции сослался на некие документы о присоединении Крыма к РФ как на нечто законное, только дополнило позицию двух ведущих стран Европы.

Поэтому 2 апреля звонок президента США Байдена президенту Украины Зеленскому выглядел просто спасением ситуации и необходимой политической поддержкой союзников.

Тем более что чуть ранее, 30 марта, главнокомандующий ЗСУ Хомчак выступил в парламенте страны и рассказал, что сейчас вдоль границы расположены 28 батальонных тактических групп врага. И в ближайшее время может произойти подход еще 25 таких же ударных единиц. Уточним, что одна БТГР насчитывает 700 - 800 человек и включает подразделения самых разных родов войск, собранных для выполнения конкретных наступательных или других задач.

В частности, в Брянской области сейчас находится 5 БТГР, в Воронежской области 6 БТГР, в Ростовской – 12, в ОРДЛО – 2, в Крыму – 6. Так же в ОРДЛО есть 14 бригад РФ численностью в 28 тыс. человек. Из числа которых так же возможно выделение ряда ударных БТГР.

Кроме того, в Крым сейчас перебрасывается 56-я бригада ВДВ РФ. Которая считается одной из лучших по уровню боеспособности мобильных частей армии РФ и ранее часто использовалась для военных действий против других стран. Местом постоянной дислокации бригады станет Феодосия.

А для увеличения десантных возможностей Черноморского флота РФ с Балтийского флота РФ перебрасываются десантные корабли.

Также стало известно о том, что на территории Беларуси находится около 4-х БТГР войск РФ. А также в начале весны вся сеть радиоэлектронной разведки и контроля границы с белорусской стороны – перешла в распоряжение российских военных по согласованию с Минском.

В итоге, вскоре РФ будет иметь на границах Украины более 50 тыс. очень боеспособных войск, около 300 танков, сотни артсистем, броневиков и огромную структуру снабжения всего этого фронта. Прибывшие на место войска к тому же в открытом режиме постоянно заняты отработкой наступательных операций.

Какие именно силы и где может противопоставить войскам РФ Украина – военная тайна.

К тому же остаются неизвестными номера частей НАТО, которые смогут вмешаться в конфликт на стороне Украины. И потому в активе Украины остаются лишь три обещания Байдена – данное до выборов, после выборов и сейчас – что США обуздают агрессию РФ.

Следует помнить о том, что на всем протяжении восточного фланга НАТО в ближайшие месяцы будут проходить большие учения по отработке противодействию возможной агрессии РФ. Так что при желании помочь Украине – у НАТО будут необходимые силы под рукой.

На этом фоне президент Зеленский 27 марта утвердил военную стратегию страны. Документ признает РФ более сильной военной державой, с которой Украине самой не справится. Также документ добровольно отвергает план укрепления украинской армии до необходимого для защиты страны от агрессора уровня. А вместо этого содержит тезис о том, что в случае обострения помогут союзники.

То есть со стороны НАТО нет четкого заявления о военном вмешательстве на стороне Украины, что гарантировало бы устойчивость фронта и шанс на победу. Но при этом Киев, имея столь значительную брешь в обороне страны, добровольно отказывается от увеличения армии и не ведет поиск других союзников. Которые бы в будущей войне могли поставить войска, а не санкции.

### **ПРОГНОЗ:**

Что касается ближайших двух месяцев, то в случае начала войны ситуация будет меняться каждый день и является непрогнозируемой.

В то же время сохраняется значительная вероятность того, что конфликт перейдет в стадию, когда обе армии будут стоять готовые к бою, не начиная большой военной кампании.

Исходя из исторического опыта такой вариант тоже не безопасен. Потому что солдаты противоположных армий, по приказу или нет, будут производить отдельные выстрелы, разведывательные действия с заходом диверсионно-разведывательных групп на чужую территорию, установку единичных растяжек и мин, проводить угрожающие полеты беспилотников, совершать умышленные провокации или случайные эмоциональные действия против другой стороны.

А высшее командование — займется загадочным и угрожающим перемещением вверенных войск вдоль фронта. Также очень вероятно начало артиллерийских и минометных обстрелов с обеих сторон на разных участках фронта.

В результате, несколько раз в месяц непременно случатся события, которое будет трактоваться многими, как начало большой битвы. С соответствующим влиянием на все другие сферы жизни страны, включая экономические ожидания.

В частности, обстрелы по ранее не участвующих в прямых военных действиях областях, отразятся в первую очередь на валютном рынке, внутреннем рынке ОВГЗ и котировках правительственные и корпоративных еврооблигаций (блокируя возможности внешних привлечений на открытом рынке).

**В зависимости от формата военной агрессии, мы предполагаем две линии поведения НБУ. Если возникший дисбаланс на рынке будет вызван повышенным спросом на валюту, но фундаментально валютным поступлениям ничего не угрожает, то регулятор допустит резкий, но невысокий скачок курса до 30 UAH/USD в первые две недели. При этом, банки и обменные сети постараются “придержать” наличную валюту и с высокой вероятностью котировки наличного рынка – вырастут значительно выше межбанка (как это было, например, в январе-феврале 2015 года).**

**После стабилизации ситуации и адаптации настроений населения к риску некритических военных обстрелов – валютный рынок самостоятельно сбалансируется и курс развернется обратно к 28,0-29,0 UAH/USD, лишь частично “отыграв” предыдущую девальвацию.**

С другой стороны, если в результате обострения конфликта – пострадают критические для экспортных поставок объекты инфраструктуры (например, будут заблокированы морские порты) или IT-компании начнут передислокацию сотрудников в другие страны, Национальный банк будет вынужден дать рынку сбалансироваться на новом равновесном уровне (предполагающим новые, более низкие объемы предложения валюты, которые не могут быть восстановлены до предыдущего уровня в ближайшее время).

Оценить предел девальвации при этом не представляется возможным. Действительно, регулятор попытается незначительно “сгладить” динамику курса и потратит до \$2-3 млрд на интервенции. Но в целом – это не возымеет видимого результата на валютный рынок.

Что касается внутреннего рынка ОВГЗ, то по аналогии с марта-апрелем 2020 года размещения могут быть временно приостановлены.

Парламент Украины пересмотрит Закон, запрещающий НБУ напрямую кредитовать правительство во время чрезвычайной ситуации – и временный фискальный разрыв будет закрыт чистой эмиссией гривны (которая, в то же время, частично «стерилизуется» через продажу рынку валюты из золотовалютных резервов).

Безусловно, в первые месяцы это отразится в 20-30% спаде котировок ОВГЗ на вторичном рынке. Но отсутствие объектов для инвестиций и накапливающийся профицит ликвидности (при поступлении погашений по уже накопленному портфелю ОВГЗ на балансе) – вынудит банковскую систему восстановить интерес к внутреннему рынку правительственные облигаций. Переоценка ОВГЗ на балансе – отразится в значительных убытках банковской системы, которые НБУ попытается “сгладить” пересмотром нормативной базы по резервам и увеличением объемов рефинансирования под покупку банками ОВГЗ.

Также, **для Украины могут оказаться заблокированными внешние привлечения**. Но де-факто, в такой ситуации выплаты могут производиться с золотовалютных резервов (\$27,035 млрд на текущий момент), что создает достаточный запас прочности до конца года. **При этом, важно вспомнить опыт выпуска еврооблигаций под гарантии США, что мы считаем вполне релевантным опытом ситуации потенциального военного конфликта.**

The background of the image is a high-angle aerial photograph of a river system. The rivers and streams are light blue against a dark, textured background, creating a complex web of lines. Some bright spots, possibly waterfalls or reflections, are visible along the channels.

UKRAINE ECONOMIC OUTLOOK

2021

# Прогноз Платежного Баланса 2021

2021													
\$ млн	1М	2М	3М	4М	5М	6М	7М	8М	9М	10М	11М	12М	Всего
<b>Сальдо операций частного сектора</b>	<b>-546</b>	<b>-175</b>	<b>-660</b>	<b>593</b>	<b>630</b>	<b>611</b>	<b>149</b>	<b>1212</b>	<b>379</b>	<b>600</b>	<b>634</b>	<b>565</b>	<b>3992</b>
<b>A. Счет текущих операций</b>	<b>563</b>	<b>453</b>	<b>-275</b>	<b>656</b>	<b>289</b>	<b>43</b>	<b>-407</b>	<b>-129</b>	<b>-1022</b>	<b>-529</b>	<b>-33</b>	<b>-454</b>	<b>845</b>
Баланс товаров и услуг	18	-143	-406	243	-292	-626	-1203	-856	-1124	-1158	-734	-923	-7205
Баланс товаров	-423	-551	-999	-278	-601	-852	-1344	-1006	-1431	-1578	-1159	-1459	-11682
Экспорт товаров	3560	4092	4799	4216	3877	3426	3883	3901	3887	4553	4278	4338	-48809
Импорт товаров	3983	4643	5798	4494	4478	4278	5227	4907	5317	6131	5437	5798	60491
Баланс услуг	441	408	593	521	309	226	141	150	306	420	425	536	4477
Экспорт услуг	1161	1226	1357	1409	1450	1457	1540	1523	1530	1497	1549	1737	17435
Импорт услуг	720	818	764	888	1141	1230	1399	1373	1223	1077	1124	1200	12958
<b>Баланс первичных доходов</b>	<b>259</b>	<b>323</b>	<b>-174</b>	<b>100</b>	<b>244</b>	<b>337</b>	<b>414</b>	<b>355</b>	<b>-272</b>	<b>260</b>	<b>318</b>	<b>94</b>	<b>2256</b>
Оплата труда (баланс)	825	899	901	852	925	1005	1102	1096	1107	1088	1089	1119	12007
Доходы от инвестиций (баланс)	-566	-576	-1075	-752	-682	-668	-688	-742	-7379	-828	-771	-1025	-9751
Поступления	13	51	48	32	40	37	53	37	40	32	34	45	460
Выплаты	579	627	1123	784	721	705	741	779	1419	860	805	1070	10211
<b>Баланс вторичных доходов</b>	<b>286</b>	<b>273</b>	<b>305</b>	<b>313</b>	<b>337</b>	<b>331</b>	<b>383</b>	<b>373</b>	<b>375</b>	<b>370</b>	<b>383</b>	<b>375</b>	<b>4104</b>
Поступления	406	445	446	422	458	498	543	543	548	538	539	554	5941
Выплаты	120	172	140	109	121	166	163	170	173	169	156	179	1837
<b>В. Счет операций с капиталом</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>-15</b>	<b>-3</b>
<b>Чистое кредитование (+)/заемствование (-) (=A+B)</b>	<b>565</b>	<b>455</b>	<b>-274</b>	<b>656</b>	<b>290</b>	<b>45</b>	<b>-406</b>	<b>-129</b>	<b>-1019</b>	<b>-530</b>	<b>-32</b>	<b>-469</b>	
<b>С. Финансовый счет</b>	<b>785</b>	<b>483</b>	<b>984</b>	<b>129</b>	<b>-1816</b>	<b>-92</b>	<b>-555</b>	<b>-3500</b>	<b>459</b>	<b>-622</b>	<b>-1459</b>	<b>-3125</b>	<b>8328</b>
<b>Исключительно частный сектор</b>	<b>1109</b>	<b>628</b>	<b>385</b>	<b>63</b>	<b>-341</b>	<b>-563</b>	<b>-556</b>	<b>-1341</b>	<b>-1401</b>	<b>-1129</b>	<b>-667</b>	<b>-1018</b>	<b>-4836</b>
Прямые инвестиции (сальдо)	-146	397	158	-434	-472	-578	-431	-436	-310	-339	-493	-787	-3870
Портфельные инвестиции:	129	166	270	97	5	-163	-150	-158	-123	-221	-87	-147	-382
Портфельные инвестиции: активы	-63	26	11	18	9	9	17	6	17	15	12	7	46
Портфельные инвестиции: пассивы	-192	-140	-259	-79	4	180	156	175	108	233	94	148	428
Акционерный капитал	0	8	9	1	3	15	5	3	1	32	11	10	51
Долговые ценные бумаги	-192	-148	-268	-80	2	165	152	172	109	201	106	158	376
Банки	-199	-155	-270	-62	0	0	-5	-8	-102	33	-92	-4	-863
Другие сектора	7	7	2	-18	2	165	156	180	211	168	197	162	1239
<b>Другие инвестиции частный сектор (сальдо)</b>	<b>1083</b>	<b>101</b>	<b>4</b>	<b>416</b>	<b>114</b>	<b>109</b>	<b>185</b>	<b>-594</b>	<b>-819</b>	<b>-486</b>	<b>40</b>	<b>9</b>	<b>143</b>
Другие инвестиции: активы	604	498	-27	236	567	1046	675	-27	-216	-236	111	303	3534
Банки	227	-1	-450	-150	150	800	320	-400	-500	-600	-300	-50	-954
Другие сектора	377	499	423	386	417	246	355	373	284	364	411	353	4488
Торговые кредиты	24	79	53	66	147	26	5	3	-26	-8	-1	3	323
Наличная валюта вне банков	381	450	370	320	270	220	350	370	310	372	412	350	4175
Другие инвестиции: пассивы	-479	397	-32	-180	453	937	490	566	603	251	71	313	3391
Банки	8	10	-75	-82	176	117	75	-45	21	60	-26	90	329
Другие сектора	387	43	-98	278	820	415	611	582	191	97	223	3062	
Кредиты (+банки)	-125	-8	-350	-130	84	731	330	513	493	80	-89	91	1620
Торговые кредиты	-362	395	393	32	193	89	85	98	111	186	131	1442	
Ошибки и дотуски	-43	36	48	16	-13	-64	160	154	150	83	127	76	728

2021													
Государственный сектор (правительство и ЦБ)	1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M	10M	11M	12M	Всего
<b>Погашение</b>	<b>223</b>	<b>611</b>	<b>835</b>	<b>434</b>	<b>634</b>	<b>1 160</b>	<b>414</b>	<b>141</b>	<b>2 484</b>	<b>932</b>	<b>378</b>	<b>693</b>	<b>9 049</b>
По внешнему государственному долгу	36	141	510	68	121	353	64	141	2 484	270	121	121	4 554
По валютным ОВГЗ	187	470	325	366	513	806	350	0	0	661	257	573	4 495
<b>Обслуживание</b>	<b>130</b>	<b>183</b>	<b>676</b>	<b>164</b>	<b>203</b>	<b>183</b>	<b>48</b>	<b>164</b>	<b>663</b>	<b>76</b>	<b>192</b>	<b>59</b>	<b>2 543</b>
По внешнему государственному долгу	80	106	586	131	142	118	10	107	598	49	138	33	2 018
Валютный эквивалент погашений Нерезидентам по ОВГЗ (грн)	40	58	90	12	51	23	28	49	64	12	51	15	386
<b>Заемствования</b>	<b>415</b>	<b>743</b>	<b>235</b>	<b>368</b>	<b>2 109</b>	<b>684</b>	<b>412</b>	<b>2 300</b>	<b>625</b>	<b>425</b>	<b>1 170</b>	<b>2 800</b>	<b>12 484</b>
Через валютные ОВГЗ, млн долл. США	48	457	150	293	359	484	262	200	200	350	350	750	4 022
ОВГЗ нерезидентов (вторичный)	367	286	85	75	250	200	150	100	75	75	120	350	2 261
МВФ (+ Всемирный банк по 500)									350		700		1 400
Макрофинансовая помощь ЕС												700	700
Еврооблигации								1 500		2 000			1 000
<b>Сальдо операций государственного сектора</b>	<b>324</b>	<b>145</b>	<b>-600</b>	<b>-66</b>	<b>1 475</b>	<b>-476</b>	<b>-2</b>	<b>2 159</b>	<b>-1 859</b>	<b>-507</b>	<b>792</b>	<b>2 107</b>	<b>3 492</b>
<b>D. Суммарный приток валюты (= A+B-C)</b>	<b>-220</b>	<b>-28</b>	<b>-1 258</b>	<b>526</b>	<b>2 106</b>	<b>137</b>	<b>149</b>	<b>3 371</b>	<b>-1 477</b>	<b>92</b>	<b>1 427</b>	<b>2 656</b>	<b>7 481</b>
Сальдо давления на рынок	-88	415	-385	358	746	215	70	106	363	56	795	513	4 632
Курсообразующие интервенции для стабилизации курсовых колебаний	20	200	51	118	246	71	23	352	120	187	262	169	1 818
Сальдо давления на рынок - интервенции	-108	215	-436	240	500	144	47	714	243	379	533	344	2 814
<b>Резервы НБУ</b>	<b>28 821</b>	<b>28 543</b>	<b>27 035</b>	<b>26 860</b>	<b>28 180</b>	<b>27 415</b>	<b>27 267</b>	<b>29 562</b>	<b>27 148</b>	<b>26 689</b>	<b>27 482</b>	<b>29 364</b>	
<b>Курс (Сценарий А)</b>	<b>28,2</b>	<b>27,9</b>	<b>27,8</b>	<b>27,7</b>	<b>27,5</b>	<b>27,4</b>	<b>27,3</b>	<b>27,2</b>	<b>27,2</b>	<b>27,0</b>	<b>27,0</b>	<b>27,2</b>	
<b>Курс (Сценарий Б)</b>	<b>27,6</b>	<b>27,3</b>	<b>27,2</b>	<b>27,2</b>	<b>26,6</b>	<b>26,4</b>	<b>26,4</b>	<b>26,1</b>	<b>25,8</b>	<b>25,7</b>			

Источник: НБУ, расчеты Ukraine Economic Outlook

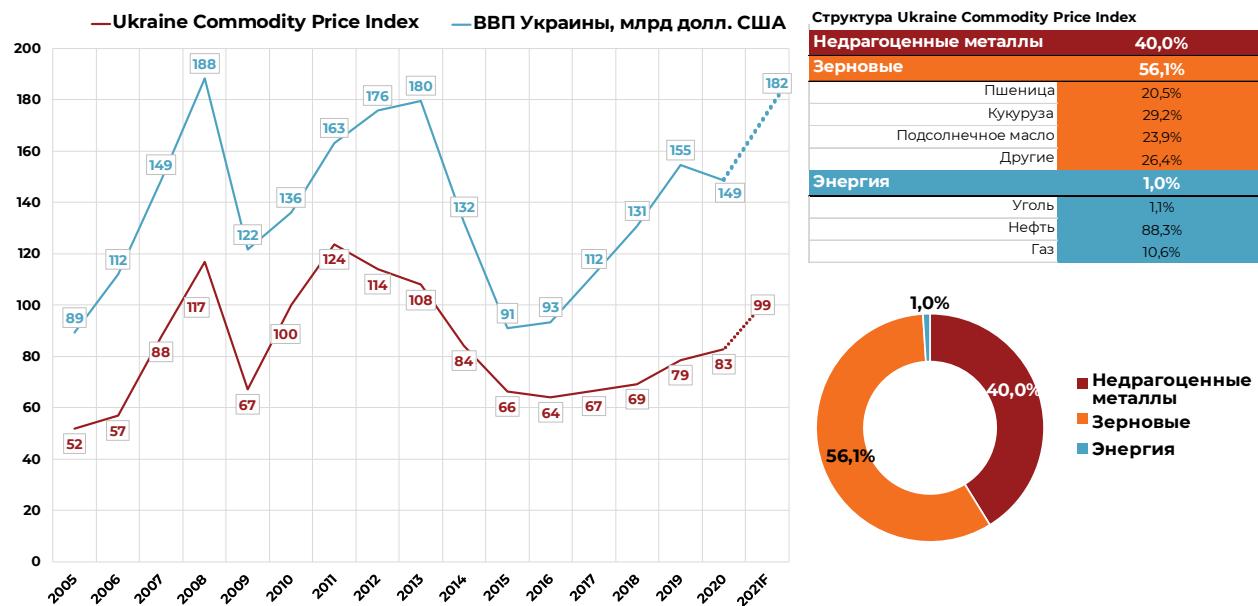
## Ключевые допуски и факторы влияния

Комментарии к таблице платежного баланса (сценарные допуски и описание предпосылок расчетов).

Для курсового прогноза мы применяем наш авторский показатель “сальдо давления на валютный рынок”, который корректируется на потоки валюты вне межбанковского рынка (как, например, государственные привлечения и прямые валютообменные операции между Минфином и Нацбанком. Он отдельно указывается в Таблице платежного баланса, поскольку на нем основывается расчет нашей прогнозной модели AI UEO.

**Внешнеторговый баланс товаров и услуг.** Ввиду того, что сырьевые товары (включительно с готовыми продуктами питания) прямым или косвенным образом составляют 70% нашего экспорта, мы использовали “привязку” к **Ukraine Commodity Price Index** (авторский индекс, производный от World Commodities Price Index, взвешенный на реальные удельные веса украинской структуры сырьевых товаров в нашем экспорте) на следующий 2021 год по следующим категориям: АПК, металлы, древесина, химическая промышленность и энергетические. Для продления прогнозных рядов до конца 2021-го года использовались текущие котировки фьючерсов на данные категории, торгующиеся на Чикагской товарной бирже, Лондонской бирже металлов и европейских газовых хабах).

### Прогноз UKRAINE COMMODITY PRICE INDEX на 2021



Наш базовый прогноз предполагает:

- **рост экспорта товаров из Украины в 2021-ом году** вырастет с \$45,1 до \$48,8 млрд (+8% год к году, умеренно-пессимистичный прогноз). Прогноз экспорта товаров в Украину в 2021-ом году был пересмотрен с \$47,75 млрд к \$48,8 млрд (+2,2%) из-за ускоренного роста экспорта ГМК комплекса до \$2 млрд/мес., а также экспорта товаров тяжелой промышленности как результат более активного восстановления экономик стран-партнеров Украины.

- **рост сводного индекса цен на аграрный экспорт** Украины в среднем на 30% по году. А именно, в 2021 году по текущим котировкам фьючерсов наблюдается 9,1% рост средней цены на пшеницу (до 248,4 \$/т), 42% рост цен на кукурузу (до 234,2 \$/т), а также 38,8% рост цен на сою (до 563,4 \$/т) и сохранение котировок ячменя на уровне 80-82 \$/тонну.

Цены на подсолнечное масло в 2021-ом году, согласно последним котировкам фьючерсов, прибавят около 52%, достигнув отметки в 1285,4 \$/т в среднем по году и вероятно, что только хороший урожай сможет спровоцировать падение цен в Q4 2021 года.

**Так, Украинская Зерновая Ассоциация в 2020/2021 МГ прогнозирует урожай зерновых и масличных культур на уровне 92,6 млн т. Из них на экспорт будет поставлено от 55 до 57 млн тонн.** Базируясь на информации, гидрометцентра Украины: «По состоянию на 20 марта озимые культуры (пшеница, ячмень, рожь) на большинстве территории еще находились в состоянии зимнего покоя. В Николаевской, Херсонской, Днепропетровской, Донецкой, Запорожской, Кировоградской, Черкасской и юге Одесской областей, где было отмечено вегетации озимых культур, посевы находились в фазах кущения и третьего листа. Состояние посевов оценивалось как преимущественно хорошее и удовлетворительное», в следствие чего, будущий урожай потенциально может превысить первоначальный прогноз в 92 млн т.

**Существенный рост среднегодовой цены на железную руду** в 2021-ом году – до 151,9 \$/тонну, + 40% по году (против \$109/тонну на конец 2020 года). Также, мы предполагаем рост физических объемов поставок руды на 3-5%, на фоне низкой базы 2020 года и улучшения прогнозов восстановления мировой экономики в 2021-ом году на уровне 5,1% и Европы – 5,5%, что также является умеренно-пессимистическим прогнозом.

Так, анализируя последнюю статистику цен на железную руду, мы констатируем, что цены продолжают оставаться стабильно высокими на протяжении длительного времени, начиная с августа 2020 года цены не опускаются ниже чем 120-125 \$/тонну и уже третий месяц держаться на уровне выше 160 \$/тонну, что на 70% выше, чем в докризисном, 2019 году и даже в начале 2020 года. В то же время на рынке прогнозируют частичную корректировку цен, так как власти Китая, на который приходится около 70 % мирового импорта, заявили, что сталелитейная промышленность должна будет сократить производство нерафинированной стали в этом году в рамках низкоуглеродных инициатив в рамках 14-го пятилетнего экономического плана страны, что будет сильно давить на потенциальный рост мирового спроса. Также, после ослабевания уровня заболеваемости и преодоления пандемии COVID-19, на мировом рынке возобновиться наращивание предложения железной продукции, что должно частично снизить цены.

**Продукты питания (7% экспорта),** которые в значительной мере состоят из экспорта подсолнечного масла, продемонстрируют незначительный рост в долларовом эквиваленте, поскольку плохой урожай подсолнечника в южных областях Украины и других производителях черноморского региона автоматически спровоцировал рост цен на 50% к 1285 \$/тонну по году на мировых рынках (Украина – экспортер №1 подсолнечника в мире). Также, текущие котировки фьючерсов на подсолнечное масло на конец 2021 года находятся на уровне 975 \$/тонну. Отметим, что дополнительным фактором роста цен на подсолнечное стало решение России повысить экспортную пошлину на семена подсолнечника до 30% с 9 января по 30 июня 2021 года.

**Машиностроение (10% экспорта).** Мы использовали данные о восстановлении экономик наших основных покупателей на основе прогноза Fitch Rating. Так, Россия и Венгрия (17% и 16% поставок) в 2021-ом году покажут прирост реального ВВП в 3,8% и 7,5% соответственно. Около 5% составит рост в Германии и Польше, на которые приходится еще 25% экспорта этой группы товаров. Рост остальных стран-основных импортеров продукции украинского машиностроения составит 3,5%. Также, в связи с началом массовой вакцинации населения во всех странах ЕС, мы предполагаем сценарий более активного восстановления в 2021 году. прогноза.

Остальные 20% экспорта с условно высокой добавочной стоимостью – были продлены по регрессии, учитывающей прогнозные темпы роста наших основных торговых партнеров в 2021 году. Для расчётов использовались последние обновления прогнозов [Fitch](#), [ЕБРР](#), [OECD](#) и [PWC](#).

### Импорт.

Прогноз **импорта товаров** в Украину в 2021-ом году был пересмотрен с \$58,4 млрд к \$60,5 млрд (+3,5%) из-за более активного увеличения потребительского импорта +28% роста в марте к февралю, когда мы первоначально ожидали 11% рост.

Также ускорился импорт инвестиционных товаров +58% год к году, тогда как мы закладывали в предыдущий прогноз по пессимистическому сценарию уровень прошлого года. В результате мы прогнозируем рост импорта в 2021 году +16,8% год к году.

**Энергетический импорт. Удельный вес – 17-20%.** Для прогноза использовался широкий массив ценовых рядов, исходя из котировок фьючерсов, показывающих их плавный рост к декабрю 2021 года. Общая сумма экономии Украины на энергоимпорте в 2021-ом году (сравнительно с последним докризисным 2019-ым) была равна \$2 млрд, учитывая ускоренное повышение мировых цен на нефть и газ в Европе. В 2020 году энергоимпорт нашей страны составил \$8 млрд против обычных \$12 млрд (экономия \$4 млрд по платежному балансу года), в 2021-ом импорт нефти, нефтепродуктов, газа и энергетического угля вырастет до \$10 млрд.

Так, наш базовый прогноз предполагает: колебания цен на нефть (Brent) в диапазоне \$60/63 за баррель и стоимости газа в ЕС (Амстердам) на уровне \$220-240 за тыс. кубов в среднем по 2021 году (с пиком в \$265 в декабре текущего года). Это предельно пессимистический допуск для платежного баланса Украины, который мы заложили в модель AI UEO. Если цены (особенно на газ) будут ниже – позитивное сальдо притока валюты в страну в 2021-м лишь увеличится.

**Потребительский импорт.** Восстановление внутреннего спроса и долларового эквивалента доходов населения к концу 2020 года к докризисному уровню 2019-го (рост долларовой зарплаты на 11% год к году), указывают на полное восстановление потребительского спроса населения на импорт и его дальнейший рост на коэффициент роста доходов домашних хозяйств в 2021-ом году (+16%).

Отталкиваясь от того, что с начала 2021 года мир должен войти в новый тренд роста и восстановления экономики после COVID-кризиса, мы заложили рост потребительского импорта в 2021-ом году на уровне 21% - до \$34,2 млрд.

В Q1 2021 потребительский импорт уже превысил уровень Q1 2019 и уверено продолжит расти в пределах 17% средневзвешено за год по отношению к докризисному 2019 году, согласно данным нашей прогнозной модели.

Как показывают статистические данные динамики розничной торговли за первые два месяца 2021 года мы видим номинальный рост +12% и реальный рост +4,6% год к году. В итоге, эта статистика показывает нам, что приrostы заболеваемости и усиление карантинных мер – почти не влияют на объемы торговли и потребительские настроения населения.

Соответственно, основными переменными будут выступать долларовый эквивалент заработных плат и уровень безработицы. По нашим расчетам в 2021-ом году средняя долларовая зарплата в Украине вырастет до \$550 к декабрю 2021 года.

**Инвестиционный импорт** – рассчитан по корреляции с уровнем капитальных инвестиций относительно ВВП и темпами его восстановления. **Наш обновленный прогноз на 2021-ый год предполагает: -1,5% реального ВВП в Q1 2021, +11,4% в Q2, +4,7% в Q3 и +3,2% в Q4 2021 года.**

Инвестиционный импорт по завершению января-марта 2021 года уже показывает кумулятивный рост в 12% роста по году, что свидетельствует об начале реализации отложенного спроса на покупку основных средств предприятиями.

Это, в свою очередь, свидетельствует о потенциале ускоренного восстановления капитальных инвестиций в 2021 году к уровню, превышающему докризисный 2019 год.

По нашему прогнозу в 2021-м году Украина импортирует оборудования и сырья для переработки на \$18,5 млрд (+5,7% год к году, умеренно-пессимистичный прогноз).

**Отрицательное сальдо торгового баланса** в 2021-ом году по товарам и услугам составит -\$7,2 млрд. (против -\$1,7 млрд в 2020-ом).

Мы обновили в нашем прогнозе платежного баланса поступления от транзита российского газа украинским маршрутом: как показывают данные второго полугодия, они на фоне роста котировок газа в ЕС плавно восстанавливаются с -30% год к году в первом полугодии - до -15% к декабрю 2020-го и нулевого уровня спада в 2021-ом к 2019-ому. Суммарно, это восстановление доходов от транзита газа с \$1,9 млрд в 2020-ом – до \$3 млрд в 2021-ом, в случае сохранения объемов прокачки на уровне 2020 года.

Отметим, что с высокой долей вероятности можно сказать, что в 2021 году будет введен в эксплуатацию трубопровод «Северный Поток-2», так как 6 февраля компания-оператор строительства газопровода "Северный поток-2" Nord Stream 2 AG объявила о возобновлении работ по укладке труб газопровода в водах Дании. В таком случае трубопровод может быть введен в эксплуатацию уже в сентябре 2021 года. Учитывая возможные риски и задержки строительства, а также введение новых санкций со стороны США на компании, принимающие участия в строительстве, мы предполагаем, что до конца 2021 года объемы транзита критично не снизятся к минимальным контрактным значениям.

А на фоне увеличения цен на европейских газовых хабах, российская сторона продолжит активно закачивать газ в подземные хранилища в Европе. Но все же сохраняется риск того, что в Q4 2021 объемы транзита снизятся к минимальным контрактным значениям. Потери для платежного баланса Украины составят в таком случае \$1,2-1,5 млрд по году, в сравнении с текущим прогнозом.

Мы дисконтируем на 63% «экспорт услуг» по статье туризма нерезидентов в Украину в 2021 году: с \$1,6 млрд в 2019-ом до \$0,6 млрд в 2021-м. Суммарно за 2021-ый год импорт туристических услуг по нашему прогнозу вырастет с \$4,7 млрд в 2020-ом до \$6,9 млрд. в связи с частичным увеличением туристического потока в ЕС в Q3-Q4 2021.

Мы ухудшили предыдущий прогноз на 2021-ый год с \$7,8 млрд, учитывая негативную динамику мировой экономики, и медленно продвигающийся процесс вакцинации. Основное восстановление расходов на туризм мы ожидаем с мая-июня (предварительные оплаты) с умеренным ростом к ноябрю-декабрю. В то же время, исходя из актуальной мировой повестки, динамика туризма (включительно с деловым или командировками) еще минимум год будет оставаться в отрицательной зоне сравнительно с докризисным 2019 годом, в зависимости от скорости вакцинирования.

**Экспорт IT-услуг** на фоне резко возросшего спроса на цифровизацию и оживления интереса инвесторов в украинские стартапы, а также увеличение заказов на аутсорсинговые услуги, мы прогнозируем рост IT экспорта на 25%, что, по нашей оценке, – крайне консервативный допуск. **Суммарно в 2021-ом году официальный экспорт IT-услуг составит \$6,6 млрд (против \$5,1 млрд в 2020-ом).**

**Баланс первичных доходов/расходов:** после спада на 15,4% поступлений от трудовых мигрантов в 2020-ом, мы ожидаем их восстановление к докризисному уровню уже в 2021-ом году в пределах \$12,5-\$13 млрд., исходя из трендов, которые мы видим по этой статье платежного баланса уже в Q3-Q4 2020. Мы также скорректировали динамику роста этих поступлений на темпы роста экономик Евросоюза и поступления на одного трудового мигранта, на основе консенсус-прогнозов Евростата.

Мы ожидаем по строке **“баланс оплаты труда”** до \$12,6 млрд в 2021-ом году, сравнительно с \$12,1 млрд в 2020-ом и \$12,9 млрд в 2019-ом. Отметим, что это умеренно-оптимистичный прогноз, так как при скором запуске массовой вакцинации населения от COVID-19, страны ЕС будут первыми выходить из карантинных ограничений, уверенно восстанавливая уровень прежней деловой активности.

**“Выплаты доходов по инвестициям”.** Всего в 2021-ом году мы ожидаем выплаты дивидендов иностранным компаниям-материнским структурам и процентам по финансовым инструментам в размере \$10,2 млрд, против \$7,8 млрд годом ранее – с пиками выплат в марте (\$1,1 млрд), сентябре (\$1,4 млрд) и декабре (\$1 млрд).

**Баланс вторичных доходов:** являются одной из компонент доходов от украинских мигрантов, которые оформляют свои переводы как "частные трансферты" и полностью привязаны к строке "баланс оплаты труда". Ожидаемые поступления составляют \$4,1 млрд или +9,1% роста год к году.

**Финансовый счет (частный сектор):** наша модель построена на предпосылке о возобновлении «прямых иностранных инвестиций» в Украину на уровне \$3,8 млрд в 2021-ом году. Напомним, в кризисном 2020-ом (за вычетом убытков компаний с иностранным капиталом, которые по классической методологии составления платёжного баланса включаются с знаком "минус" в расчет ПИИ). Их отток в «кризисный» 2020 год составил \$0,9 млрд.

При этом мы ожидаем \$80-100 млн притока прямых иностранных инвестиций в среднем по месяцу от иностранных инвесторов исходя их статистических Q4 2020 и Q1 2021. Также \$1,4 млрд мы учитываем по статье реинвестиций чистой прибыли иностранных компаний, что ведут свою деятельность в Украине, основываясь на модели их поведения в последние 7 лет.

**Портфельные инвестиции:** учитывая начавшийся уже в декабре возврат нерезидентов на украинский рынок ОВГЗ наш сценарий прогноз предполагает приток \$2,1 млрд их инвестиций (Q1 - \$750 млн; Q2 - \$550 млн; Q3 - \$300 млн и Q4 - \$550 млн).

Инвестиции частного сектора. Украинские банки с Q4 2013 года плавно погашают выпущенные еврооблигации, с почти нулевым уровнем рефинансирования, соответствующа графику платежей корпоративного сектора, составляемого НБУ. Мы пока не закладываем существенного усиления заимствований банковского сектора на внешнем рынке, хотя если это произойдет, это лишь усилит позитивное сальдо платежного баланса 2021 года.

Предприятия реального сектора в 2021-ом году исходя из спада уровня процентных ставок на глобальном рынке и возобновления инвестиционной/экономической привлекательности Украины, мы считаем пессимистическим прогнозом предположить чистое привлечение украинскими компаниями \$1,3 млрд в 2021-ом году в сравнении с \$400 млн в 2020 году.

Важно отметить, что данное значение может показывать существенные "скачки", связанные с текущими дисконтами еврооблигаций украинских компаний и планируемым рефинансированием ранее привлеченных заемов. К примеру, досрочный выкуп группой "Интерпай" собственных еврооблигаций на сумму \$97 млн в августе 2020-го, рефинансирование \$311 млн еврооблигаций группой "Метинвест", а также рефинансирование группой "Kernel" \$350 млн еврооблигаций в октябре 2020-го.

В Q2 2021 года конъюнктура рынка еврооблигаций существенно ухудшилась для украинских эмитентов. Это связано со снижением котировок суверенных еврооблигаций. Мы пока не закладываем в свою прогнозную модель IA UEO ее весьма вероятное улучшение в Q3-Q4 2021.

**Другие инвестиции частного сектора:** в 2020-ом году украинские банки увеличили валютные активы (остатки на ностро-счетах и наличную валюту) с \$6,5 до \$8,1 млрд. При сезонном развороте гривны к укреплению в первом полугодии 2021 – банки будут снижать портфель валютных активов в сторону повышающихся доходностей гривневых инструментов или корпоративного кредитования. Мы ожидаем также снижение открытой валютной позиции банков в 2021 году на \$1 млрд.

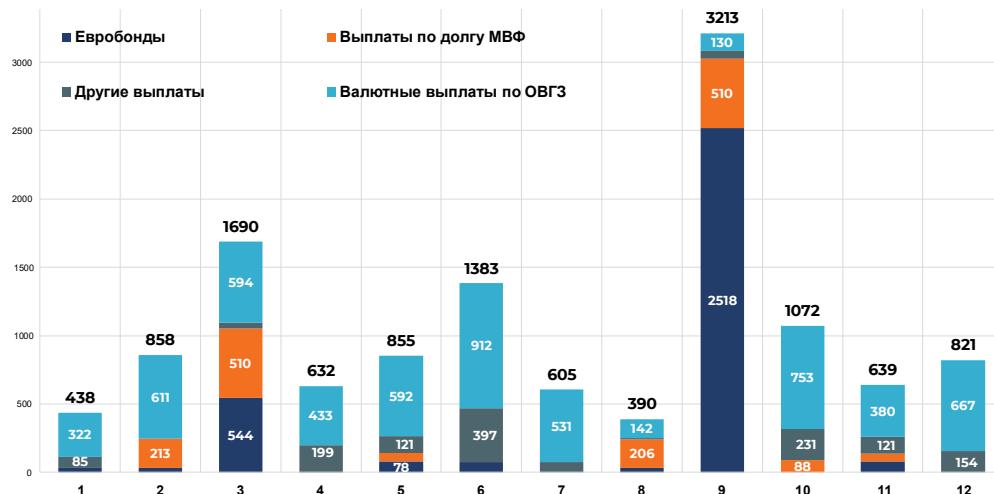
**Наличный валютный рынок:** на фоне подписания Президентом закона #1210/466 и подразумеваемого им усиленного пакета мер по деофшоризации (более, чем требует OECD), а также мер Национального банка по ужесточению финансового мониторинга клиентов - мы наблюдаем усиление спроса на наличную валюту. Напомним, что это основной инструмент расчета в теневой экономике и многим ее операторам придется отказаться от используемых ранее "белых" компаний и платежей, которые ранее регулировались менее строго.

При восстановлении средней долларовой зарплаты в 2021-ом году на 16% - до \$550 к концу 2021 года, согласно расчетам нашей прогнозной модели AI UEO, население купит, с учетом поступлений от рабочих мигрантов, не менее \$4 млрд наличных, как формы сбережений.

**Торговые кредиты.** При восстановлении экономики коррелируется с объемами импорта и находится в диапазоне 15-25% от прогнозируемых объемов прироста импорта. При увеличении импорта с \$51,5 млрд в 2020-ом до \$60,5 млрд в 2021-ом. Таким образом, «естественный» прирост торговых кредитов, согласно данным нашей прогнозной модели, составляет \$1,4 млрд.

**Баланс Госфинансов (выплаты)-2021:** общая сумма выплат по внешнему госдолгу в 2021-ом году составляет \$11,6 млрд. (включая выплаты по обслуживанию процентов). С пиком выплат в сентябре – \$3,2 млрд и двумя периодами высокой нагрузки выплат по \$2,4 млрд в феврале-марте и мае-июне. Из общей суммы, \$4,5 млрд приходится на внутренние валютные ОВГЗ. Это на \$1,9 млрд ниже \$13,5 млрд расходов на обслуживание и погашения внешнего госдолга (включительно с выходом нерезидентов через вторичный рынок), которые Украина успешно выплатила в год «рецессии» 2020-го.

## Выплаты по внешнему государственному долгу в 2021 году, млн долл



Источник: Минфин

**Баланс Госфинансов (поступления)-2021.** Номинальный баланс гос-привлечений и выплат в 2021 году будет сведен позитивным сальдо +\$3,4 млрд. Учитывая \$2,7 млрд процентных выплат баланс уменьшится к \$0,75 млрд и незначительно будет поддержан покупкой Министерством финансов валюты у НБУ.

Наш умерено-оптимистичный прогноз включает в себя поступление лишь одного транша от МВФ и Всемирного Банка в объеме \$700 млн (ноябрь) и \$350 млн (сентябрь) соответственно. Для того, чтобы обеспечить выплаты по госдолгу Министерство финансов предположительно привлечет \$4,5 млрд на рынке еврооблигаций в мае \$1,5 млрд июне, \$2 млрд в августе и еще \$1 млрд в декабре.

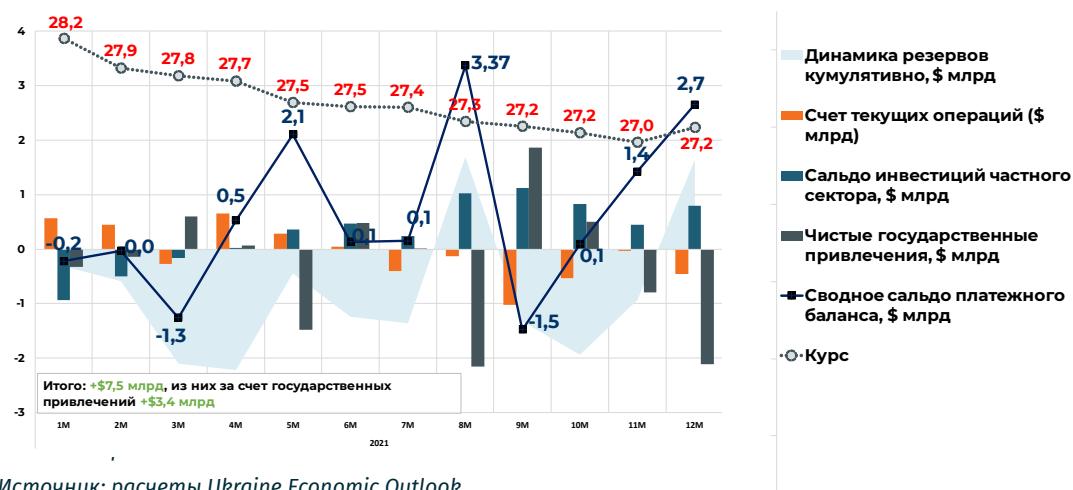
Мы предполагаем, что валютные ОВГЗ могут быть рефинансираны с отрицательным уровнем замещения. Так, высоковероятным является дальнейшее замещение валютного долга гривневым, что заставит Министерство финансов привлекать преимущественно ОВГЗ и погашать внешние «дорогие» долги, аналогично их стратегии в 2020-ом году. Разрывы между валютными привлечениями и выплатами в Министерстве финансов будут закрываться также через выкуп валюты напрямую у НБУ.

**Резервная позиция НБУ.** Согласно нашей прогнозной модели, Национальный банк будет вынужден выкупить в резервы около \$2,0 млрд. К концу 2021 года золотовалютные резервы вырастут к \$29,3 млрд (против \$29,1 млрд в декабре 2020 года).

Параллельно, до \$4,5 млрд будут оказывать ревальвационное давление на открытый рынок. Что может сформировать два сценария поведения НБУ и валютного курса в текущем году. Так, если регулятор использует приток капитала для ревальвации и сдерживания инфляции, то среднегодовой курс гривны составит 27 UAH/USD и 25,7 UAH/USD в декабре 2021-го. Если Национальный банк изменит приоритет на поддержку экспорта и реального сектора, то объемы выкупа валюты с рынка будут увеличены и среднегодовой курс составит 27,5 UAH/USD (27,2 в декабре 2021-го).

Если «приток» иностранной валюты, на что уже в январе указывают многие факторы превысит \$10 млрд – «ревальвационное» давление может оказаться сильнее наших прогнозов (см. раздел «Платежный баланс и курс до конца 2021 года»)

## Платежный баланс Украины на 2021 год , млрд долл



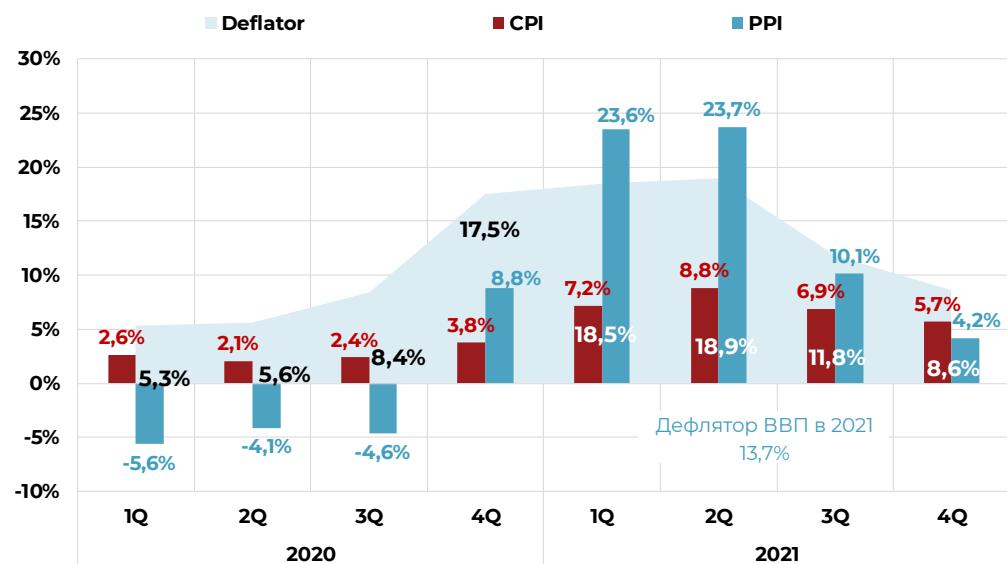
Источник: расчеты Ukraine Economic Outlook

\$ млрд	1М	2М	3М	4М	5М	6М	7М	8М	9М	10М	11М	12М	Всего
<b>Счет текущих операций</b>	<b>0,56</b>	<b>0,45</b>	<b>-0,27</b>	<b>0,66</b>	<b>0,29</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,41</b>	<b>-0,13</b>	<b>-1,02</b>	<b>-0,53</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,45</b>	<b>-0,84</b>
Сальдо инвестиций частного сектора	-0,94	-0,50	-0,16	0,02	0,36	0,47	0,25	1,03	1,13	0,82	0,45	0,80	3,73
Чистые государственные привлечения	-0,32	-0,15	0,60	0,07	-1,48	0,48	0,00	-2,16	1,86	0,51	-0,79	-2,11	-3,49
Суммарный приток валюты	-0,22	-0,03	-1,26	0,53	2,11	0,14	0,15	3,37	-1,48	0,09	1,43	2,66	7,48
<b>Динамика резервов кумулятивно</b>	<b>-0,31</b>	<b>-0,59</b>	<b>-2,10</b>	<b>-2,22</b>	<b>-0,45</b>	<b>-1,24</b>	<b>-1,36</b>	<b>1,69</b>	<b>-1,33</b>	<b>-1,94</b>	<b>-0,94</b>	<b>1,65</b>	

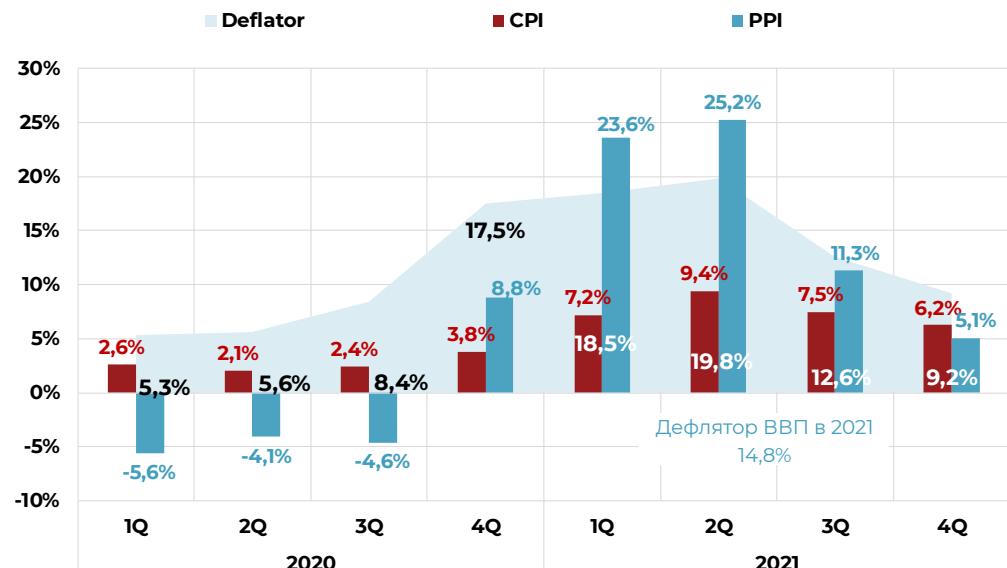
(См. подробнее в разделе «Ключевые допуски и предпосылки расчетов к «Платежному балансу 2021»).

**Инфляция 2021.** Исходя из первого сценария монетарной политики НБУ, направленной на сдерживание инфляции, согласно нашему прогнозу, потребительская инфляция (CPI) в 2021-ом году ускорится до 5% (декабрь к декабрю) и 7% в среднем за январь-декабрь. Из-за предполагаемой в 2021-ом году девальвации (3,5% год к году) и роста котировок сырьевых, особенно энергетических, индекс цен производителей “развернется” с дефляции в 2020-ом в -1,4% в среднем по году – до +15,3% в 2021-ом. Общий уровень цен в экономике (дефлятор ВВП) в 2021-ом году ускорится, согласно нашему прогнозу, до 13,7%. Согласно второму сценарию поддержки экспорта и реального сектора, согласно базовому прогнозу, уровень потребительской инфляции (CPI) достигнет 6% (декабрь к декабрю) и 7,8% в среднем за январь-декабрь. Индекс цен производителей вырастит до +16,9% в 2021-ом. Общий уровень цен в экономике (дефлятор ВВП) в 2021-ом году ускорится, согласно нашему прогнозу, до 14,7%.

## Прогноз уровня инфляции в 2020-2021 годах, Г-Г, (сценарий сдерживания инфляции)



## Прогноз уровня инфляции в 2020-2021 годах, Г-Г, (сценарий поддержки экспорта)



Источник: НБУ, Ukraine Economic Outlook

### Базовые макропоказатели в 2020-м году:

	1-Q	2-Q	3-Q	4-Q	Year
Номинальный ВВП в 2019-ом году	820	933	1 112	1 113	3 978
Инфляция (дефлятор, 2020)	5,3%	5,6%	8,4%	17,5%	9,8%
<b>Реальный ВВП (2020)</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-11,2%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-4,0%</b>
Номинальный ВВП в 2020-ом году	854	875	1163	1302	4 194
Средневзвешенный курс	25,0	26,9	27,8	28,3	26,96
<b>Долларовый эквивалент ВВП в 2020 (млрд \$)</b>	<b>34,1</b>	<b>32,5</b>	<b>42,1</b>	<b>46,0</b>	<b>154,8</b>
В 2019-ом	29,0	35,1	44,0	45,6	153,9

### Базовый макропрогноз на 2021-ый: сценарий сдерживание инфляции

	1Q	2Q	3Q	4Q	Year
Номинальный ВВП в 2020-ом году	854	875	1163	1 302	4 194
Инфляция (дефлятор ВВП 2021)	18,4%	18,5%	12,0%	8,6%	13,8%
<b>Реальный ВВП (2021)</b>	<b>-1,5%</b>	<b>11,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,6%</b>
Номинальный ВВП в 2021-ом году	996	1156	1364	1458	4 974
Средневзвешенный курс	27,9	27,5	27,1	26,3	27,1
<b>Долларовый эквивалент ВВП в 2021 (млрд \$)</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>55</b>	<b>183,5</b>
В 2020-ом	34,1	32,5	42,1	46,0	154,8
Рост номинального ВВП в \$, %					+18,5%

### Базовый макропрогноз на 2021-ый: сценарий поддержки экспорта

	1Q	2Q	3Q	4Q	Year
Номинальный ВВП в 2020-ом году	854	875	1163	1 302	4 194
Инфляция (дефлятор ВВП 2021)	18,4%	20,2%	13,3%	9,7%	14,8%
<b>Реальный ВВП (2021)</b>	<b>-1,5%</b>	<b>11,4%</b>	<b>5,1%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,8%</b>
Номинальный ВВП в 2021-ом году	996	1172	1385	1477	5 030
Средневзвешенный курс	28,0	27,7	27,4	27,2	27,5
<b>Долларовый эквивалент ВВП в 2021 (млрд \$)</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>51</b>	<b>54</b>	<b>182,8</b>
В 2020-ом	34,1	32,5	42,1	46,0	154,8
Рост номинального ВВП в \$, %					+18,0%

*Ukraine Economic Outlook*

Институтская 15/5 офис. 30,

01021, Киев, Украина

[ukraine-economic-outlook.com](http://ukraine-economic-outlook.com)

[office@ukraine-economic-outlook.com](mailto:office@ukraine-economic-outlook.com)

*Подпишаться в один клик:*



*Главный редактор:*

Михаил Кухар

+38 067 44 11 800

[kukhar@yahoo.com](mailto:kukhar@yahoo.com)

*По вопросам подписки:*

Анна Дикая

+38 095 572 21 10

[dikaya.anya@gmail.com](mailto:dikaya.anya@gmail.com)