

An abstract 3D bar chart graphic composed of numerous semi-transparent teal bars of varying heights and widths, arranged in a staggered, overlapping pattern that recedes into the background. The bars are set against a dark teal gradient background.

Monthly Update For Current Year 2020 Exchange Rate Forecast



Содержание

Summary	3
Обзор валютного рынка в апреле.....	5
Фактор депозитных сертификатов.....	8
Снижение учетной ставки.....	9
Курсовой прогноз на май.....	12
Сценарный курсовой прогноз на 2020-ый год.....	14
Appendix.....	19



Summary

(закрытая записка для клиентов Ukraine Economic Outlook. Все права защищены. Любое копирование и распространение вне рамок юридических соглашений с правообладателем преследуется в соответствии с украинским и международным законодательством об авторском и смежном праве)

По итогам апреля, который стал первым месяцем «отскока» курса после «мартовского ралли» и периодом стабилизации на межбанковском валютном рынке Украины, мы подтверждаем свой прогноз обменного курса к концу текущего года в коридоре 27,5 -29,0 UAH/USD.

Согласно прогнозным расчетам нашей группы, которые мы более подробно представим в данном отчете, первые две декады мая гривна продолжит «мягкий» ревальвационный тренд, начавшийся еще в апреле: **с 26,85 до 26,60 UAH/USD**. Однако, 20-23 мая, если до этого момента так и неопределенной останется ситуация с получением первого транша от МВФ, ожидания на валютном рынке существенно ухудшатся, и гривна может «развернуться» до 27,7 UAH/USD уже к концу месяца – первой недели июня. Это связано с тем, что ухудшения настроений - будут «подстегнуты» выплатой 3 млрд грн. по гривневым ОВГЗ 27-30 мая, которые могут направится на заметно «ослабший» в объемах валютный рынок и выплатой 29.05 по правительственным еврооблигациям 1,1 млрд долл.

Состояние валютного рынка также обострится ввиду того, что к концу апреля на валютных счетах правительства осталось около \$1,67 млрд. Погашение 13-го мая \$334 млн по валютным облигациям и \$1,1 млрд по еврооблигациям - вынудит Министерство финансов в срочном порядке привлекать валюту на аукционах, что в свою очередь, приведет к еще большему перекосу спроса над предложением на валютном рынке.

Но, с большей вероятностью, публичное оглашение к этой дате информации об «окончательном решении» о выделении транша МВФ, сохранит кривую курса на плавном ревальвационном тренде. И тогда курс (сценарий «В») укрепитя на фоне позитивных для Нацбанка новостей до 26,2 UAH/USD.

Наиболее вероятное расчетное значение курса на 1/06/2020 – 26,1-26,3 UAH/USD.

Мы также проанализировали все известные нам **фундаментальные факторы влияния на курс** и, изменившейся на противоположный (с трендом на укрепление курса гривны) баланс спроса и предложения валюты в стране, на основании нашего собственного анализа внешних выплат, получения внешних займов (прежде всего МВФ), в новых условиях внешней торговли (как по экспорту-импорту товаров и услуг, так и по трансфертам «трудовых мигрантов»)

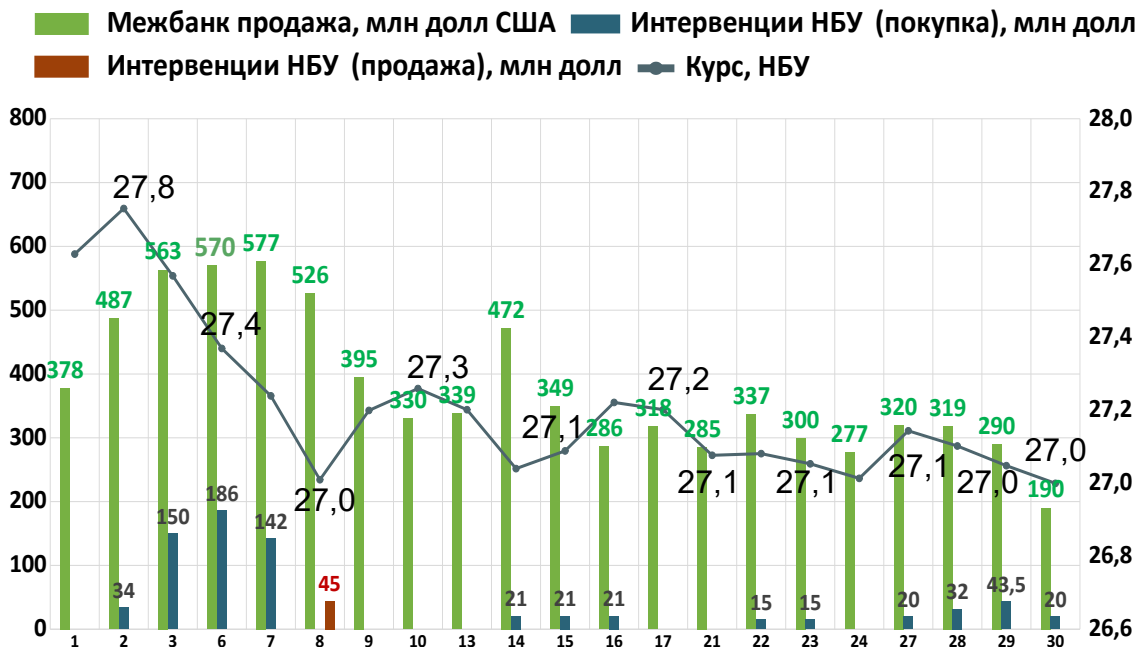
А также, ставшие очевидными в этом месяце, новые фундаментальные факторы притока-оттока капитала в/из Украины и, что наиболее важно, монетарной политики НБУ, - представляем два вероятностных сценария движения курса гривны до конца текущего года – «жесткой» и «более мягкой» монетарной политики НБУ (по сценариям «А» и «В»,).

Согласно наиболее вероятному сценарию проведения «более жесткой» монетарной политики НБУ в этом году и финансирования дефицита бюджета преимущественно за счет внешних привлечений, **(сценарию «А»)** мы прогнозируем, что курс гривны на 31/12/2020 года составит 28,2 **UAH/USD** (с вероятными отклонениями в «валютном коридоре» 27,7-28,7 **UAH/USD**).

Мы также меняем свою мартовскую оценку прогноза сводного сальдо платежного баланса Украины в 2020-ом году с «отрицательного» в 1,5 млрд. долл. на «положительный» на уровне \$0,9 млрд. долларов по результатам года (с учетом получения внешнего финансирования от МВФ в размере 8 млрд. долларов), и баланс внешних валютных резервов НБУ на конец года в размере 26,4 млрд. долларов.

Валютный рынок: апрель, «амортизационная» ревальвация курса и «откуп» в резервы НБУ 0,7 млрд долларов интервенций для поддержки курса на «уровне поддержки» 27,0 UAH/USD.

Межбанк и курс, апрель



Март, как мы и указывали в прошлом прогнозе, стал месяцем «амортизации курса» до уровня поддержки в 27,0 UAH/USD с трендом к укреплению, после курсового ралли в марте до уровней 28,1/28,2 UAH/USD.

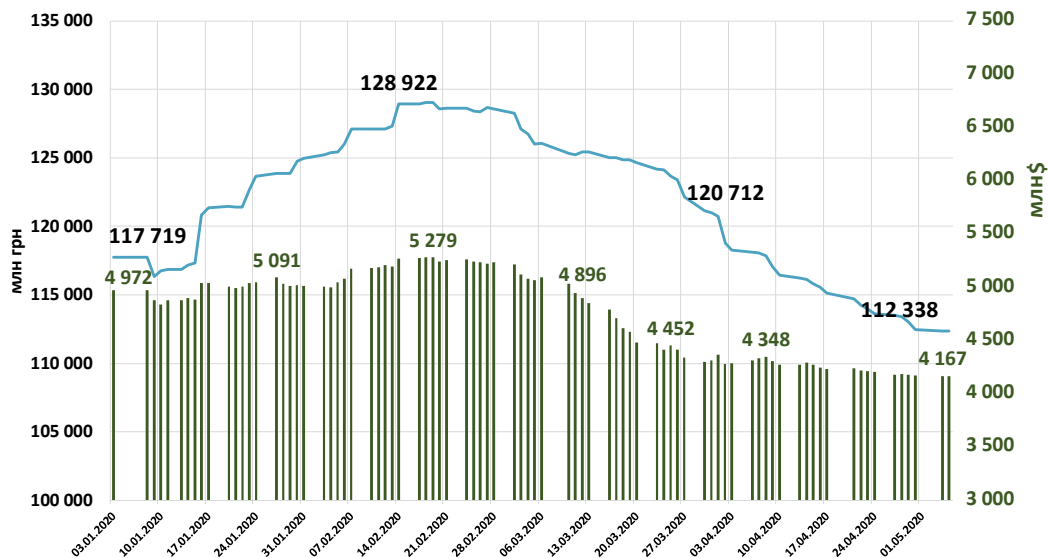
Несмотря на то, что мы ошиблись в прогнозе «уровня поддержки» курса на конец апреля в 27,5 UAH/USD как предельное значение «амортизации» курса, - НБУ позволил гривне ревальвировать до значений в конце месяца в 26,95 UAH/USD и всю вторую половину апреля выступал с интервенциями по удержанию укрепления гривны на уровне 27,0, мы все же оказались единственными среди всех конкурирующих прогнозных групп, которая четко указала на тренд «наклонного боковика» курса и начала выкупа излишков предложения валюты НБУ с целью поддержания курса в пределах 27,0 UAH/USD. Наш мартовский прогноз относительно того, что «нерезиденты»-владельцы украинских ОВГЗ, номинированных в гривнах, **не смогут «выйти»** через вторичный рынок, также оправдался.

Нерезиденты, после попыток продать ОВГЗ с дисконтами, предполагающими эффективную доходность в 23-25% годовых и не находя контрагентов на вторичном рынке на необходимые объемы, а также наблюдая «стойкий тренд» на укрепление гривны, прекратили «попытки панического выхода». И к концу апреля уровень «эффективной доходности» на вторичном рынке ОВГЗ почти приблизился к докризисному уровню (см. раздел «Снижение учетной ставки НБУ с 10% до 8% и возобновление первичного рынка ОВГЗ»)

За весь март нерезиденты смогли «вывести» через межбанковский рынок лишь 150 млн. долл. из текущих погашений ОВГЗ и только 130 млн. долларов через вторичный.

За апрель сумма «выхода «нерезидентов» согласно нашим расчетам составила 192 млн. долларов на вторичном и 107 млн. долларов на первичном рынке гособлигаций) Иначе говоря, за «кризисные» март-апрель им удалось вывести **лишь 17,4 млрд грн. или 610\$ млн** из 4,2 млрд. долл. своих инвестиций в ОВГЗ за 2018-2019 годы.

Портфель ОВГЗ нерезидентов (-\$610 млн за март-апрель), млн грн



В марте со спросом на валюту выступали **и банки** в рамках лимитов своей «открытой валютной позиции», **и импортеры**, что стремились «закупить» доллар дешевле накануне более глубокой, как им казалось, начавшейся ревальвации и средний бизнес страны, который предпочел на время «курсовой турбулентности» перевести свободные оборотные средства в гривне в длинную долларовую позицию.

Апрель стал месяцем «амортизации» мартовской паники. По предварительным данным, банки со своей «позиции» продали 200 млн. долларов,ostro-счета клиентов банков (расчетные) уменьшились 650 млн. долларов. Население продало из купленных в паническом марте наличных долларов на 100 млн. долларов.

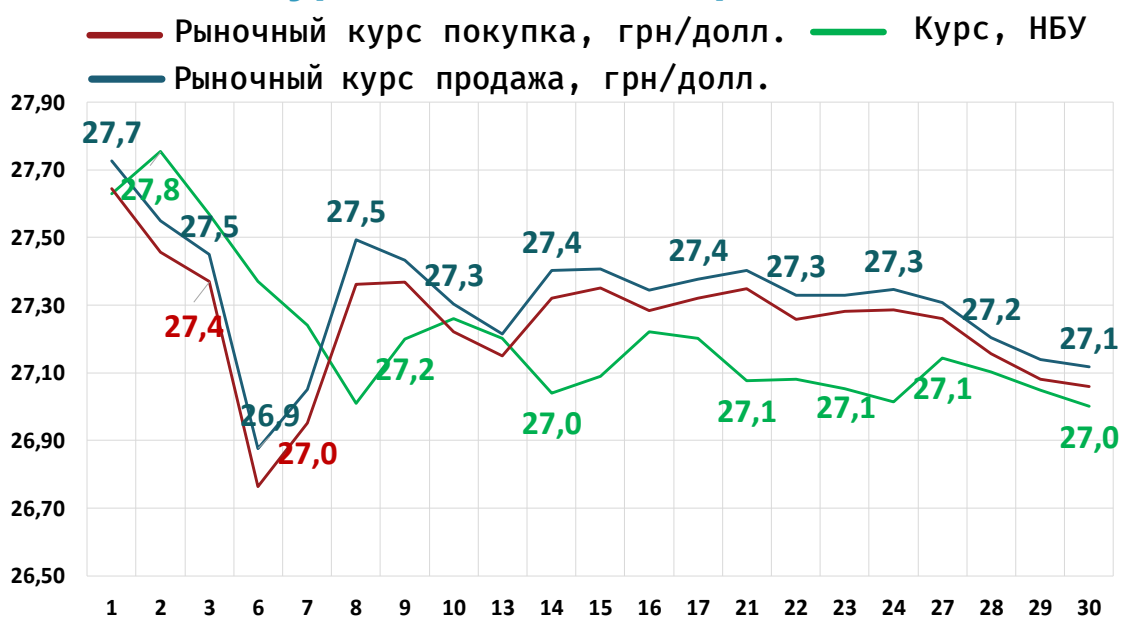
Основным трендом месяца стала «распродажа» экспортерами ранее «придержанной» валютной выручки. Все начало апреля объемы межбанка держались на завышенной отметке в 500 млн. долл. в торговый день и к концу месяца прогнозируемо «спустились» к обычным объемам рынка в 250-300 млн. долл. в торговый день. Отчасти, реализовывать валютную выручку экспортеров неделю-в-неделю заставил Минфин заблокировав около 9-10 млрд грн. по возмещению НДС. И лишь 29-го апреля, в самом конце месяца, Госказначейство возместило сразу 6,4 млрд грн. экспортного НДС, накопившегося ранее.

Опрошенные нами участники рынка особо отметили низкую активность импортеров на валютном рынке – их заявки составляли 50% от обычного объема по месяцу. Как при «растущем рынке» марта главным трендом было «отложенное предложение» валюты со стороны экспортеров (на росте курса), так в апреле доминирующим трендом стала низкая активность импортеров.

И пока сложно судить, насколько их спад активности продиктован снижением продаж импортных товаров в ритейле (что, безусловно, заставило их скорректировать свои планы по новым закупкам импорта), а насколько – ожиданием дальнейшего удешевления доллара против гривны в мае.

Динамика «наличного курса гривны» только подтвердила фактор стабилизации рынка – спреда между нал./безнал вернулись в докризисный коридор 0,1-0,2 грн., а снизившиеся объемы как межбанковских торгов, так и снижение оборотов «наличного» рынка (оценочные данные 1,1 млрд. долл. , против 1,3 в марте) – еще раз подтверждают этот тренд.

Наличный курс и межбанк, апрель



При этом население совершило чистую продажу наличной иностранной валюты (после ажиотажных покупок в марте объемом в \$642 млн.) за апрель (оценочно) на 100 млн. долл.

Сумма не значительная, но четко указывающая на тренд, который и будет формировать курсовую политику мая, как это было в 2016-2017 годах, когда наличные валютные сбережения использовались населением для поддержки более высокого уровня жизни.

Все субъекты валютного рынка: экспортеры, население, предприятия и сами банки – намерены продолжать «продавать» доллары, купленные в марте, и никто из них не способен «организовать» или спровоцировать вновь «игру на повышение». На это просто нет фундаментальных причин и любые попытки «разогнать» курс выше нормального уровня девальвации - будут нивелированы интервенциями НБУ.

В то же время, если НБУ не будет своим интервенциями препятствовать ревальвации (а он будет, сглаживая колебания), то единственным фактором, способным «сломить» плавную ревальвационную тенденцию мая –остаются внешние выплаты.

Фактор рынка деPOSITНЫХ сертификатов

В последнюю неделю марта мы могли наблюдать аномальное снижение свободной ликвидности в банковской системе почти на 100 млрд. гривен как по ликвидным остаткам на совокупном счету банков в НБУ, так и по «свободным» остаткам, которые связаны депозитными сертификатами.

К середине-концу мая банковская гривневая ликвидность восстановилась. Краткосрочное снижение было связано с закупкой валютой банками по заявкам клиентам. Напомним, всего за март чистая продажа валюты клиентам банков составила \$1,7 млрд безналичных и 642 млн. долл. наличными. Второй причиной снижения ликвидности было «искусственное» выполнение плана бюджета в марте за счет покупки НАК «Нефтегаз» валютных облигаций правительства длиной в 3 месяца на 800 млн долларов.

Ликвидность банковской системы по неделям, январь-май, млрд грн



Напомним, что, как мы отмечали в предыдущем обзоре, **«сверх» нормативного значения «совокупного корсчета банков в НБУ»**, который оценивался примерно в 55 млрд гривен, банки накопили 120-140 млрд. грн. «избыточной ликвидности», которую НБУ постоянно «связывал» через депозитные сертификаты.

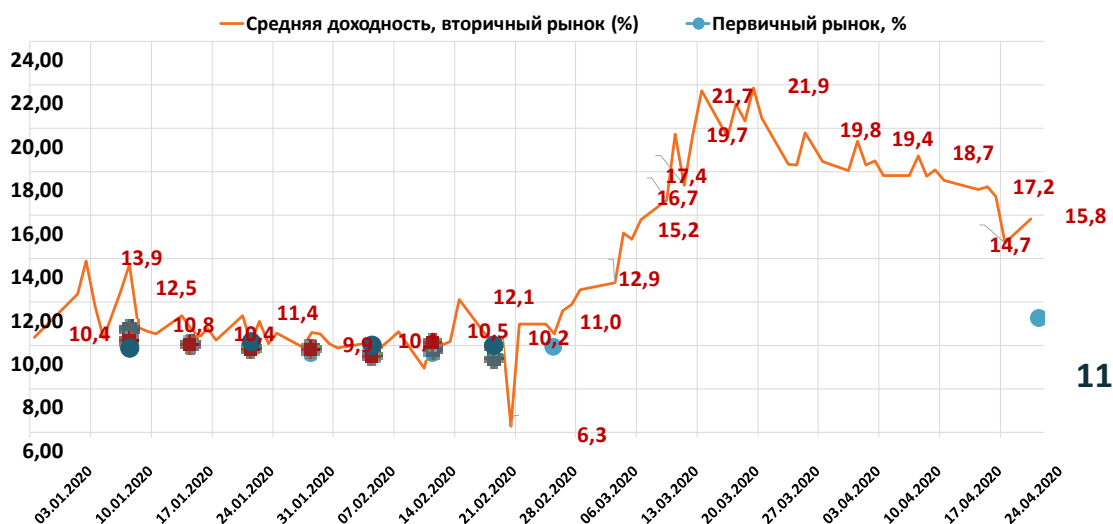
Снижение учетной ставки НБУ. Возобновление первичного рынка ОВГЗ. Перспективы рынка fixed income для банков до конца года

В последнюю декаду апреля НБУ принял неожиданное решение о снижении учетной ставки с 8% до 10%. Как мы отмечали в прошлом выпуске, рынок украинских внутренних ОВГЗ, номинированных в гривнах, после попытки нерезидентов массово выйти из бумаг во время курсового ралли в марте, потерял ликвидность и на 1,5 месяца полностью заблокировал первичные размещения для Министерства финансов.

Бумаги предлагались с дисконтами, предполагающими эффективную доходность для покупателя к погашению (по различным срокам) на уровне 23-25% годовых на мартовском пике, к 20-ому апреля котировки вторичного рынка снизились до уровней 15%.

Было очевидно, что это и есть новый показатель доходности денежного рынка по краткосрочным инструментам с фиксированной доходностью (Yield Market Money for Fixed Income). И если Минфин захочет возобновить проведение первичных аукционов на рынке ОВГЗ (который остановился с момента начала мартовского кризиса), то, разумеется ему пришлось бы «начать» с новых бенчмарков доходности, чтобы конкурировать со «вторичным».

Вторичный и первичный рынок гривневых ОВГЗ, средневзвешенная доходность, %



В описанных условиях решение о повышении или снижении учетной ставки с 10% - было решением Национального банка о том, какую «маржу» он посчитает нужным дать рынку финансовых инструментов на этот год. Если бы НБУ повысил ставку до 13%, то он дал бы возможность банковскому сектору зарабатывать разницу между 13% (стоимостью рефинанса) и 15% (доходностью вторичного, а в перспективе и первичного рынка гривневых ОВГЗ). Если бы НБУ понизил ставку до 8%, то он тем самым создал бы почти двукратный разрыв между базовыми и рыночными ставками по гривневым инструментам.

НБУ пошел по второму сценарию и снизил учетную ставку с 10% до 8%. А Минфин уже 28-го апреля провел первый после полутора месяцев кризиса первичный аукцион, где «взял» небольшой объем денег – 5,1 млрд. грн., но вновь показал рынку бэнчмарк в 11% годовых по гривне (как и до начала кризиса). 5-го мая Минфин закрепил достигнутый бэнчмарк вторым размещением гривневых ОВГЗ – уже на 10 млрд грн., по тем же 11,3%.

Учетная ставка национального банка и обменный курс (2014-2020)



Ответом на это послужило снижение котировок вторичного рынка до уровней 12,5-13%, то есть «сближения» ставок двух сегментов рынка ОВГЗ до уровня приемлемых спрэдов, пока не произошел «преждевременный» выход Минфина на «первичный рынок». Но Минфин не дал рынку тех ставок которых ожидали участники. Он искусственно сформировал «спрос» по заниженным бэнчмаркам (с этим выводом согласны все крупнейшие игроки). Поэтому, «до конца» нельзя сказать, что первичный рынок «ожил» после локального полуторамесячного кризиса. Ставки на нем остаются «антирыночными» и поэтому положение Минфина с его необходимостью рефинансирования долга в 120 млрд грн. до конца года остается шатким.

Резюмируя сложившуюся ситуацию мы хотели бы указать на четыре фактора, которые определяют развитие внутреннего рынка капитала до конца года:

- 1) НБУ спокойно относится к тому, что его учетная ставка может оказаться в текущем году в «зоне отрицательных или нулевых значений» по отношению к инфляции. (Нацбанк легко шел на аналогичные меры при кризисе 2014-2015 гг. см. чарт «Учетная ставка Национального банка и обменный курс (2014-2020)).
- 2) Минфин и Нацбанк готовы искусственно удерживать низкие (нерыночные) ставки по ОВГЗ, параллельно создавая высокие спрэды по операциям с ними - за счет предложения дешевых гривневых ресурсов для банков по «заниженной» ставке рефинансирования.

3) НБУ и Минфин видят своей стратегией «выход» части из 150 млрд гривен избыточной ликвидности банковской системы в депозитных сертификатах (ДС) и замещение ими доли нерезидентов на рынке ОВГЗ, а также наращивании долга для финансирования дефицита бюджета.

4) Банки получают модель по-сути безрискового (если не считать курсового риска) арбитража до конца года на рынке ОВГЗ в лимитах рефинансирования со стороны НБУ по учетной ставке.

Единственным фактором, который пока сдерживает полноценный запуск этого нового по своей архитектуре рынка инструментов с фиксированной доходностью, это «несоответствие по срокам» активов и пассивов. НБУ предоставляет рефинансирование на 60 дней, а ОВГЗ продаются со сроками обращения 90, 180, 270 дней.

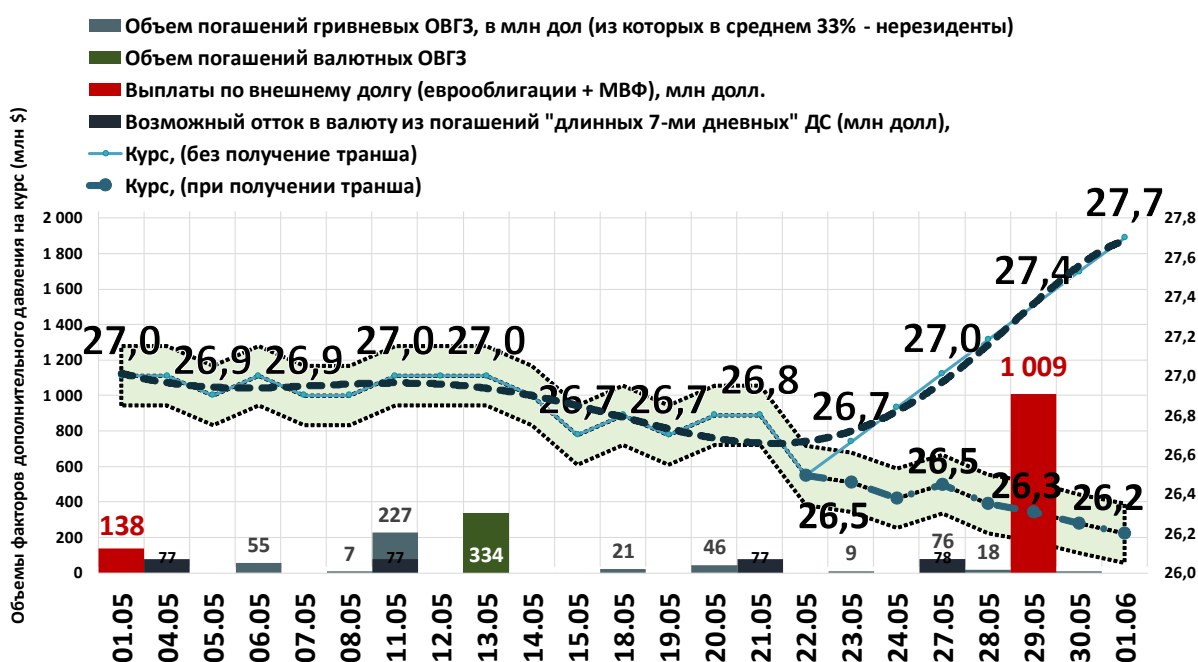
Но, из публичных источников и по информации от инсайдеров в НБУ - мы знаем, что сейчас разрабатывается специальная программа расширения «линейки рефинансирования» по срокам, а также разрабатывается программа запуска нового финансового инструмента «процентных» свопов» при помощи которых НБУ с высокой вероятностью создаст вышеописанный сегмент рынка.

Курсовой прогноз на май

Ввиду фактора «критических» «фискальных разрывов» в государственном бюджете Украины в мае и июне, а также фактора предоставления транша МВФ в конце мая-начале июня, о котором должно стать известно 22 мая – этот месяц задаст «ключевой тренд» курса на текущий год. В последней декаде мая нам станет известно: будет ли двигаться курс до конца года в коридоре 26-27 или 27-28,5 UAH/USD.

Базовой предпосылкой нашего макроэкономического (а также курсового) прогноза на 2020-ый год является сценарий сохранения полного «локдауна» на рынке труда до 1/06. Частичное его снятие в июне и полное снятие в июле. Нарушение этой базовой предпосылки, которая задает ключевые параметры для текущего анализа бюджетных поступлений (в т. ч. эмиссионного финансирования дефицита бюджета со стороны НБУ), динамики деловой активности, занятости, а также экспорта-импорта, может привести к существенным изменениям сценарного прогноза на 2020-ый год.

Сценарии курсового прогноза, май



Ключевыми факторами мая, которые определяют «развилку» дальнейшего движения курса до конца года станут:

- 1) Погашения пула гривневых ОВГЗ 27-30 мая объемом в 3 млрд грн. и (выход на рынок избыточной гривневой ликвидности)
- 2) Выплаты по еврооблигациям 29/05 1,1 млрд. долл., что приведет к существенной «просадке» валютных счетов правительства ниже минимально-безопасного уровня
- 3) Решение Совета директоров МВФ о выделении Украине транша в 4 млрд долларов (двое «подтраншей» по 1,75 и 1,85 млрд. долл. в мае и августе-сентябре)

В соответствии с «маской поведения» Нацбанка на межбанковском рынке в «турбулентном марте» и «амортизационном апреле», мы скорректировали работу нашей прогнозной модели («Математическая маска поведения и принятия решений Правлением НБУ по курсу и интервенциям» (с)).

НБУ перестал «рвано» в виде «зубцов» в 3-5 дневном тренде «реагировать» на график выплат по внешнему долгу, проводя более «сглаженную» политику плавной девальвации / ревальвации с уровнями «поддержки» и «сопротивления» (в марте-апреле на линиях 28,0-27,0 UAH/USD).

Однако, по-прежнему на «перекосях» внешнего платежного баланса в размере от \$0,5-1 млрд - НБУ реагирует «закрываясь курсом», а не используя свои резервы для «сглаживания» трендов.

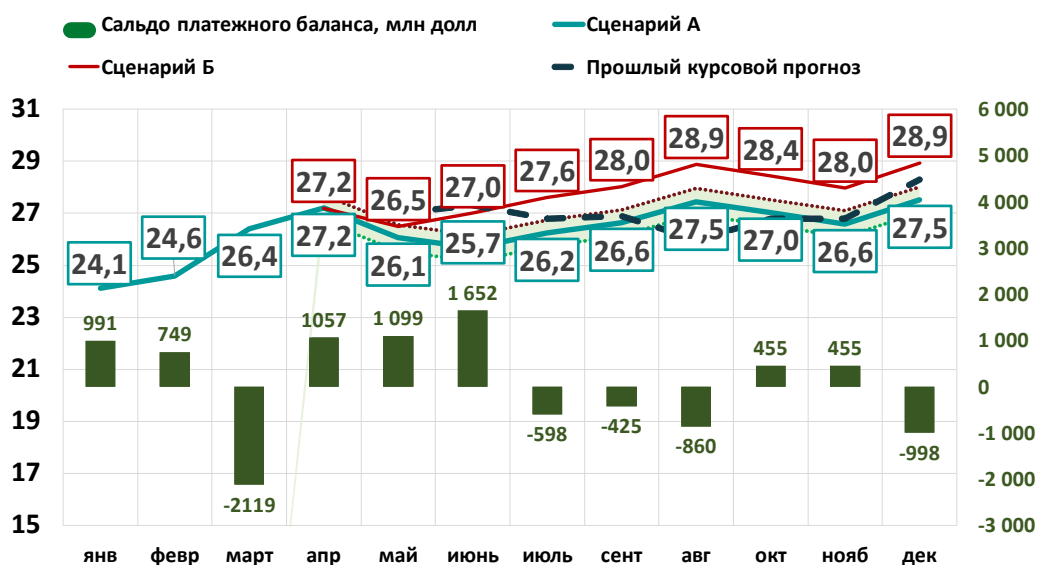
Поэтому наш прогноз курса на май предполагает оба сценария:

А) Получение транша МВФ - и тогда курс плавно движется по ревальвационному тренду вниз до 26,2 UAH/USD, потому что все внешние выплаты покрыты поступлением транша

Б) Если 22-го мая станет известно, что Украина не получит как ожидала в конце мая-июня \$1,75 млрд транша от МВФ. Тогда Министерству финансов удастся покрыть из собственных счетов выплату \$1,1 млрд (29.05) по еврооблигациям, но вопрос выплат по валютным долгам в июне-июле останется открытым. Так как в эти месяцы нужно выплатить \$2,4 млрд, а купить валюту у Национального банка Минфин не сможет из-за отсутствия «некритически важной гривны», то валюту придется занимать на внешнем или внутреннем рынке в экстренные сроки. На валютном рынке существенно ухудшатся ожидания и валюта начнет дорожать, что вновь задаст тренд ревальвации до **27,7 UAH/USD** к 31/05.

Сценарный курсовой прогноз до конца 2020

Курсовой прогноз от 05.05, 2020



Как уже было указано в предыдущем разделе, «майская развилка» определит по какому сценарию «А» (курс на 31/05 26,2) или «Б» (курс на 31/05 27,7) будет рынок до конца года.

Как и было указано в предыдущем (апрельском) курсовом прогнозе, существенное (до 40%) расширение денежной базы является маловероятным. Как мы и предполагали, исходя из «развилки» курсового сценария мая (см. предыдущий раздел), движение курса может быть ориентировано или на чистое сальдо платежного баланса по месяцам или на влияние «давления» дополнительной гривневой суммы на рынок за счет расширения денежной базы в 2020 году.

Ключевыми месяцами, что предопределяют точный сценарий года (и в отношении курса, и в отношении экономического роста) являются май и июнь. В мае станет известно о выделении / не выделении транша кредита МВФ для Украины, а в июне Минфину и Нацбанку предстоит преодолеть рекордный «фискальный разрыв» в доходах и расходах бюджета, превышающий по размерам сумму всех собираемых в стране налогов за месяц.

Фактор «фискального разрыва». Расчет бюджетных расходов и потребностей в финансировании дефицита.

Как мы подчеркивали в своем внеочередном «Закрытом отчете для клиентов» от 20/03/2020, НБУ осуществил за счет своих интервенций по продаже валюты в марте абсорбцию (изъятие) около 60 млрд гривен находящихся в обращении (денежной базы, *basemoney*), чтобы с «минимальным» влиянием на розничную инфляцию (CPI) профинансировать и недостаток налоговых поступлений, и дополнительные расходы бюджета.

Наше предположение о том, что этот тренд («чистого изъятия» гривны из обращения, хоть и меньшими темпами) будет основным источником финансирования дефицита бюджета - дополнилось изменением позиции НБУ по финансированию дефицита. Так, регулятор утвердил программу предоставления 60 млрд грн. рефинансирования для банков. Несмотря на то, что целевое назначение этих средств не регулируется, предполагается, что государственные банки будут кредитовать капитальные инвестиции государственных компаний. Так, например, «Укрэксимбанк», который получил 5-го мая 6 млрд грн. рефинанса от НБУ направил их на кредитование «Укравтодора».

НБУ, как «кредитор последней руки» возможно и был готов рефинансировать весь текущий график выплат по гривневым ОВГЗ на 2020-ый год и социальные расходы, но это могло поставить под удар программу сотрудничества с МВФ. В то же время, финансирование дефицита бюджета по схеме: предоставление рефинанса ком. банкам (при необходимости также продажа им «процентных свопов» для хеджирования рисков разрыва ликвидности по срокам) – покупка банками ОВГЗ – фиксация прибыли банками – «связывание» НБУ избыточной ликвидности в депозитных сертификатах (мы ожидаем прирост их портфеля у банков за текущий год), никоим образом не выходит за рамки стандартных «структурных рамок меморандумов» для получения транша.

Что касается абсорбции из рынка гривны через продажу частному сектору валюты, то отрицательное сальдо платежного баланса населения и бизнеса по нашим расчетам суммарно составит \$4,3 млрд. Эту «дельту» и закроет Министерство финансов через валютные транши МВФ и другие привлечения от финансовых организаций - безинфляционным путем. Чистая эмиссия гривны по валютному каналу будет равна исключительно приросту резервов к концу года – \$0,9 млрд или 25 млрд грн. (+5,2%).

Также, стоит отметить, что в апреле НБУ и Минэкономики опубликовали свои официальные прогнозы развития экономики Украины до конца 2020 года.

[По прогнозному сценарию НБУ](#) им удастся удержать потребительскую инфляцию (CPI) в размере 6-7% в текущем году. Спад ВВП составит 5% в рамках года, а дефицит бюджета будет выше утвержденных Законом 7,5% ВВП - на 0,5%. Основной акцент в финансировании дефицита бюджета в НБУ делают также на кредитах МВФ. Прирост первичной эмиссии (которая в определенной пропорции, в зависимости от целевого назначения, будет давить на курс) при таком сценарии к концу года прогнозируется на уровне 7,5%. Несмотря на то, что Национальный банк не публикует курсовой прогноз - по косвенным индикаторам они настроены гораздо оптимистичнее за МЭРТ.

Более пессимистичные цифры представили в [Министерстве экономики](#). Если спад реального ВВП в 2020-ом году указан в том же диапазоне -4,8%, то инфляция к концу года ускорится к 11,6%, против 6% таргета и прогноза Национального банка. Что задаст тренд девальвации гривны до значения 29,5 к концу года, среднегодовой курс указан в 30 UAH/USD.

В то же время, повторимся, мы считаем, что основной переменной в текущем году выступит именно баланс спроса и предложение валюты на рынке (сводное сальдо платежного баланса) и минимальный эффект будут оказывать монетарные пропорции, если они, конечно, останутся в разумных пределах. Ввиду того, что сальдо платежного баланса на конец года (хоть и за счет наращивания государственного долга) прогнозируется нами на положительном уровне, мы также занимаем более оптимистичную позицию, сравнительно с Министерством экономики.

Так, константой в нашем прогнозе на текущий год остается Прогноз внешнего платежного баланса страны (представлен в последнем разделе этой записки). Мы уже знаем по нему большинство переменных. Мы рассчитали влияние «удешевления» энергетического импорта в 2020 году в связи со среднесрочным падением цен на нефть, газ и энергетический уголь – это дает стране «экономия» в 5,7 млрд. долл. по сальдо внешней торговли. (детальный анализ приведен в [Ukraine Economic Outlook: monthly macroeconomic update](#)). Вдвое снижаются темпы импорта услуг и не более чем на 20% дисконтируются трансферты от трудовых мигрантов.

То есть, даже [по умеренно-пессимистическому сценарию](#) этого года Украина выходит на [положительный](#) платежный баланс текущего года в размере 0,9 млрд. долларов.

И [ключевым фактором](#) риска что предопределяет монетарную, а значит и курсовую политику этого года, является вопрос [покрытия фискального разрыва](#) бюджета в критические мае-июне, когда этот разрыв составит практически половину от самого бюджета месяца.

Поэтому, мы составили фискальную модель, где учли факторы собираемости налогов с начала года, возможное критическое выполнение госрасходов (с учетом разрешенного МВФ 7,5% ВВП дефицита бюджета в этом году до 298 млрд грн), а также [потребности в рефинансировании гривневых и валютных гособлигаций](#) (с учетом предпосылки о рефинансировании 50% выплат гривневых ОВГЗ новыми гривневыми ОВГЗ, а оставшейся части – валютными с ровером 2, все валютные ОВГЗ – будут рефинансированы в полном объеме).

Условия нашего моделирования исходят из предпосылки, что **покрытие «фискальных разрывов» и есть базовая величина от которой мы можем рассчитать минимально необходимое расширение «денежной базы» в 2020 году.** А от нее уже строить модель курса и влияния на ВВП.

Обобщенные показатели моделирования представлены в таблице:

Прогнозный расчет „фискального разрыва“ в бюджете на 2020-ый год по месяцам

млрд грн	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Total 2020	План	Отклонения
Доходы государственного бюджета	50	71	87	94	69	55	62	75	62	66	78	100	868	975	-11%
Расходы	65	78	104	107	115	118	80	74	81	78	85	126	1 110	1 282	-13%
Разрыв (дефицит)	15	7	17	14	46	63	18	-1	19	12	7	26	242	298	-19%
Неналоговые и другие поступления	1	2	2	44	14	13	13	12	12	11	10	31	166	195	-15%
Налоговые доходы	41	60	76	43	44	31	39	52	39	45	58	58	586		
Специальный фонд	8	9	10	7	10	10	10	10	10	10	10	10	116	120	
Коэффициент исполнения налоговых доходов (%)	75%	94%	90%	69%	60%	60%	65%	70%	70%	75%	75%	80%			

Как мы видим, колоссальная нагрузка (определяющая в том числе необходимость дополнительной эмиссии со стороны Нацбанка и влияние «выплеска» такой дополнительной гривневой ликвидности на курс) приходится на май-июнь. Последний месяц локдауна, и первый месяц после локдауна, согласно нашей модели.

Исходя из этого, мы рассчитали наиболее вероятные факторы замещения фискального разрыва мая-июня помимо НБУ (с учетом других потребностей в рефинансировании как-то: пролонгация депсертификатов, рефинансирование банками выплат по ОВГЗ за счет рефинанса НБУ и «выхода» их из ДС и т. д.).

Прогнозный расчет эмиссии для покрытия „фискального разрыва“ в бюджете 2020

млрд грн	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Total 2020	План
Фискальный разрыв	15	7	17	14	46	63	18	-1	19	12	7	26	242	
Выплаты по грн ОВГЗ	21	13	11	8	18	9	8	9	9	3	14	2	124	
Прогнозное сальдо платежного баланса, частный сектор (млн \$)	-956	564	-1439	47	325	-439	-133	17	-738	-55	8	-1538	-4	
в гривневом эквиваленте (млрд)	-23	14	-38	1	9	-12	-4	0	-20	-2	0	-44	-118	
Скорректированное с учетом интервенций НБУ	-23	14	-38	17	-8	-12	-4	0	-20	-2	0	-28	-118	-4,3
Рефинансирование банков для финансирования дефицита бюджета (млрд грн.)					30	47	10	-5	-6	9	0	-3	82	2,99
Рефинанс ОВГЗ через грн ОВДП - 50%	19	10	1	6	9	5	4	4	5	1	7	1	71	
Рефинанс гривневых ОВГЗ валютными - 50%				4	9	5	4	4	5	1	7	1	40	1,5
Прирост валютных ОВГЗ: рефинанс гривневых с роловером 2				-4	-18	-9	-8	-9	-9	-3	-14	-2	61	2,2
Абсорбция через депозитные сертификаты				-20	-20	-30	0	0	0	0	0	0		
Чистая эмиссия (по месяцам)				10	10	17	10	-5	-6	9	0	-3	42	
Кумулятивно				10	20	37	47	42	37	45	45	42		
Денежная база			485	495	504	522	532	527	521	530	530	527	527	10,4%

Результатирующим минимальным показателем прироста денежной базы в этом году по нашим расчетам стал показатель в 10,4%. Это – не критичный для давления на курс и инфляцию прирост эмиссии. Более того, при масштабах использования депозитных сертификатов, как инструментов связывания ликвидности – не составит труда искусственно “сжать” прирост денежной базы до “безопасного коридора”.

Таким образом, «стресс-тест» показывает нам, что курсовой коридор до конца 2020 года (даже при этой, расширенной эмиссии) не дает значений курса вне пределов коридора 27,5-28,9 UAH/USD к концу 2020 года:

Statistics Appendix

Статьи платежного баланса	2020											
	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
Счет текущих операций	728	-90	-388	414	536	-365	-405	-241	-1214	21	298	-859
Баланс товаров и услуг	32	-587	-342	231	187	-605	-726	-450	-767	-369	-422	-974
Баланс товаров	-142	-833	-779	-591	-658	-1257	-1428	-1168	-1463	-1052	-1182	-1756
Экспорт товаров	3 809	3 622	3 836	3 402	3 664	2 998	3 216	3 578	3 400	3 822	3 592	3 379
Импорт товаров	3 951	4 455	4 615	3 992	4 322	4 255	4 644	4 747	4 863	4 875	4 774	5 135
Баланс услуг	174	246	436	822	846	652	702	718	696	683	760	782
Экспорт услуг	1307	1360	1342	1422	1517	1474	1596	1570	1601	1478	1535	1665
Импорт услуг	1133	1114	906	601	671	823	894	852	905	794	775	883
Баланс первичных доходов	414	241	-297	-39	112	15	64	-7	-685	98	489	55
Оплата труда (баланс)	1057	1058	975	710	753	711	858	831	1 126	1 176	1 164	1 171
Доходы от инвестиций (баланс)	-643	-817	-1272	-749	-641	-696	-794	-838	-1811	-1078	-675	-1116
Поступления	45	33	62	37	45	32	72	37	55	32	34	46
Выплаты	688	850	1 334	786	686	728	866	875	1 866	1 110	709	1 162
Баланс вторичных доходов	282	256	252	223	237	225	258	217	237	292	231	60
Поступления	398	373	372	361	374	367	412	363	389	464	401	226
Выплаты	118	120	121	138	137	142	154	146	152	171	170	165
В. Счет операций с капиталом	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Чистое кредитование (+)/ чистое заимствование (-) (=A+B)	729	-88	-387	415	538	-364	-403	-239	-1213	22	299	-857
С. Финансовый счет	-179	-824	1 390	226	-1 168	-2 017	193	184	-354	-434	-158	706
Портфельные инвестиции: Частный сектор	1 684	-654	1 051	367	211	74	-271	-258	-476	76	290	680
Прямые инвестиции (сальдо)	-201	-314	-25	-25	-25	-50	-100	-150	-250	-250	-250	-250
Портфельные инвестиции:	51	-518	272	169	169	159	47	47	32	6	31	41
Портфельные инвестиции: активы	22	-72	-64	15	15	5	5	5	-10	-15	10	20
Портфельные инвестиции: пассивы	-29	446	-336	-154	-154	-154	-42	-42	-42	-21	-21	-21
Акционерный капитал	6	1	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Долговые ценные бумаги	-35	445	-347	-154	-154	-154	-42	-42	-42	-21	-21	-21
Банки	-50	-63	-285	-21	-21	-21	-26	-26	-26	-21	-21	-21
Другие сектора	15	508	-62	-133	-133	-133	-17	-17	-17	0	0	0

Другие инвестиции Частный сектор (сальдо)	1 834	178	804	223	67	-35	-219	-155	-259	320	509	889
Другие инвестиции: активы	1 421	330	593	-179	-400	-300	-300	-300	-300	-200	0	200
Банки	1 088	284	-63	-500	-100	0	0	0	0	100	300	500
Другие сектора	333	46	656	321	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300
в т. ч.												
наличная валюта вне банков	269	19	642	321	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300
Другие инвестиции: пассивы	-413	152	-211	-402	-467	-265	-81	-145	-41	-520	-509	-689
Центральный банк	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Банки	-61	78	-263	-33	-33	-33	-44	-44	-44	-36	-36	-36
Другие сектора	-352	74	52	-370	-435	-232	-38	-101	2	-484	-473	-653
Кредиты	-38	-343	-289	-439	-439	-439	-301	-301	-301	-726	-726	-726
Торговые кредиты	-314	417	341	69,6	4,8	207,2	263,2	200	303,2	241,6	252,8	72,8
Ошибки и допущения												
Баланс госфинансов:												
Погашение	-790	-1 023	-1 025	-204	-1 551	-962	-1 427	-1 152	-2 371	-186	-137	-152
По внешнему государственному долгу	107	525	943	28	1 161	74	597	597	2 308	137	137	137
По валютным ОВГЗ	602	417	0	121	334	833	767	492	0	49	0	15
Валютный эквивалент погашений нерезидентам по ОВДП (грн)	82	82	82	55	55	55	63	63	63	0	0	0
Заимствования	1 401	347	890	346	2 930	3 053	963	709	2 249	696	584	125
Через валютные ОВГЗ, млн долл. США		202	1 183	166	1 000	1 173	1 063	809	349	146	534	75
ОВГЗ нерезидентов	301	145	-293	-150	-150	-150	-150	-150	0	0	0	0
МВФ	0	0	0	0	1 750	500			1 850	500		
Техническая помощь	0	0	0	330	330	330	50	50	50	50	50	50
Макрофинансовая помощь ЕС	0	0	0	0		1 200	0	0	0	0	0	0
Еврооблигации	1 100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Привлечение кредитов МФО под гос гарантии	888	624	-420	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Чистое погашение за месяц	1 681	59	-447	142	1 380	2 091	-464	-442	-122	510	447	-27
Технические погрешности (отчет нбу)	182	111	108	-								
D. Сведеный баланс (= A + B - C)	908	736	-1 777	190	1 706	1 653	-596	-424	-859	456	457	-1 563
E. Резервы и связанные статьи	908	736	-1 777	190	1 706	1 653	-415	-242	-677	456	457	-1 563
Резервные активы	908	600	-2186	190	1706	1653	-596	-424	-859	456	457	-1563
Кредиты МВФ	0	-136	-409	0	0	0	-182	-182	-182	0	0	0
Расчетное значение резервов НБУ	26 293	27 200	25 423	25 613	27 319	28 973	28 376	27 953	27 094	27 550	28 007	26 444
Расчетное значение курса по сценарию "А"	24,3	24,57	26,6	27,20	26,06	25,66	26,24	26,63	27,45	27,03	26,60	27,51
Расчетное значение курса по сценарию "В"	24,3	24,6	26,6	27,20	26,50	27,00	27,61	28,02	28,88	28,44	27,98	28,95

Statistics Appendix

Комментарии к таблице платежного баланса страны (сценарные допуски и описание бэкграунда расчетов):

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 авторскому Ukraine Commodity Price Index (авторский индекс, производный от World Commodities Price Index, взвешенный на реальные удельные веса украинской структуры сырьевого индекса) до конца 2020-го года по данным экспортным категориям: АПК, металлы, древесина, химическая промышленность и энергетические. Для продления прогнозных рядов до конца 2020-го года использовались текущие котировки фьючерсов на данные категории, торгующиеся на Чикагской товарной бирже.

Остальные 30% экспорта с условно высокой добавочной стоимостью были продлены по регрессии с прогнозными темпами роста наших основных торговых партнеров в 2020-ом году (на основе апрельского прогноза МВФ).

Импорт Энергетический импорт (удельный вес – 16%) по ценовым рядам был аналогично продлен до конца года исходя из котировок фьючерсов, показывающих их плавное восстановление вплоть до декабря. Что касается физических объемов импорта энергоресурсов, то они были продисконтированы ввиду локдауна: по газу на 7% с резким восстановлением в августе объемов закачки, по нефтепродуктам – на 25% с плавным восстановлением до конца года к докризисным значениям. Общая сумма экономии Украины на энергоимпорте в 2020-ом году составит приблизительно \$5,7 млрд.

Что касается инвестиционного и потребительского импорта, то они дисконтировались по двум составляющим: средней девальвации за предыдущий квартал (к соотв. периоду предыдущего года) и прогнозным падением физического товарооборота (как розничного, так и оптового) от -8% в период локдауна с плавным восстановлением до +7-10% к концу года.

Отрицательное сальдо торгового баланса в 2020-ом году, рассчитанное на основе данных допущений, составит -\$11-12 млрд.

Мы оставили в нашем прогнозе платежного баланса 50-ый% спад транзита российского газа украинским маршрутом (согласно умеренно-пессимистическому сценарию платежного баланса и курса на 2020 год).

Мы дисконтировали на 100% «экспорт услуг» по статье туризма нерезидентов в Украину в 2020 году (как максимально пессимистический допуск для платежного баланса страны).

Как мы видим на примере марта, большинство населения пользовалось пакетными туристическими услугами агентств с предоплатой минимум на месяц. Поэтому, в марте «импорт» туристических услуг показал спад всего 20%. Однако, мы ожидаем более глубокого спада в апреле-июне (50% от значения предыдущего года) с плавным восстановлением до 65% к концу года). Так, исходя из изучения мировой повестки дня, вопросы туризма (включительно с деловым или командировками) и свободной торговли в предыдущих объемах дня – будут претерпевать крайне глубокий и длительный спад до полной вакцинации от COVID-19. Оценочная сумма – 10,3 млрд. долл.

Balance of primary income/expenses: мы дисконтировали на 25% поступления от доходов трудовых мигрантов (с учетом «возврата» 500 тыс. человек из занятых в Европе трудовых мигрантов из Украины и частичное или полное «выпадение» их доходов в Q2-Q3 2020 года, на основе прогнозируемого МВФ спада их экономик в 2020-ом году.

Важно отметить, что украинские мигранты уже являются неотъемлемой частью производственных цепочек в ЕС (вопреки распространенному мифу, украинцы в основном заняты в промышленности, сельском хозяйстве и промышленность – наиболее устойчивых секторах), соответственно их работодатели будут требовать от своих правительств содействия в возврате украинских рабочих, что улучшает наши ожидания по строке «баланс оплаты труда»).

В то же время, как показал март, уровень реинвестиций по всем видам активам упал от 60 до 100%, что существенно увеличило нагрузку по строке «доходы от инвестиций: выплаты». Всего в 2020-ом году мы ожидаем выплаты дивидендов иностранным компаниям-материнским структурам и процентам по финансовым инструментам в размере \$10,9 млрд., против \$7,7 млрд годом ранее.

Баланс вторичных доходов: являются одной из компонент доходов от украинских мигрантов, которые оформляют свои переводы как «частные трансферты родственникам» и полностью привязаны к строке «баланс оплаты труда»

Финансовый счет (частный сектор): наша модель построена на предпосылке о возобновлении «прямых иностранных инвестиций» в уже начатые проекты в Украине объемом 1,25 млрд долл. в Q3-Q4 в сравнении с 2,5 млрд долларов в 2019 году (согласно методологии чистый приток - отражается в финансовом счете со знаком минут и наоборот). Наше знание «рынка прямых инвестиций» (исключительно) по хорошо известным нам проектам, говорит о том, что это минимальная сумма уже начатых «вложений» по долгосрочным проектам, которые будут продолжены лишь после «выхода» Украины из кризиса в Q4 2020 года.

Портфельные инвестиции: наш умеренно пессимистический, а также реалистический прогнозы (сценарии «А» и «В») строятся исключительно на предпосылке «нулевого» реинвестирования нерезидентами в украинские ОВГЗ правительства с их оттоком при появлении на рынке «дешевого рефинанса».

Так, «досрочный» выход нерезидентов через ограниченную ликвидность вторичного рынка (по аналогии со статистикой с «паническим» выходом в марте 0,15 млрд. долл.) в Q2-Q3 в этом же объеме (150 млн. долл. в месяц, как предельно пессимистический сценарий, учитывая ограниченную ликвидность «вторичного рынка» ОВГЗ).

«Частный сектор»/банки: как показал пример марта, банки хоть и сохраняют возможность нарушить нормативы открытой валютной позиции и попытаться “сыграть на повышение” хотя бы на 0,3-0,5 грн., но по возможности стараются избегать такой стратегии. В отличие от 2014-2015 годов, когда уровень резервов НБУ не позволял “отсекать” спекулятивные торги – сегодня регулятор держит курс в установленном коридоре и обладаем самым высоким на рынке «запасом прочности». Более того, в среднем 70% активов банковской системы сконцентрированы в государственных банках, менеджмент которых не может позволить себе такие действия из-за политической ответственности. Таким образом, ностро-позиция банковской системы будет коррелироваться с внешнеторговым оборотом и движением средств на валютных счетах их клиентов. Как показал март, прирост на 1,6 в середине месяца валютных остатков банков – был клиентскими деньгами, которыми оплатили импорт.

Также, мы не видим оснований для притока валюты от материнских структур под докапитализацию украинских “дочек”, как это было в 2016-2017 годах и не видим возможности для привлечений капитала на рынке еврооблигаций.

«Наличный валютный рынок»: мы ожидаем регрессию спада интереса к покупке наличной иностранной валюты со стороны населения, по траектории 500-300-100 миллионов долларов в марте-апреле-мае. Ввиду беспрецедентно глубокого спада экономике в периоде 1-го квартала, мы ожидаем, что население будет продавать наличную валюту из сбережений до конца года.

Баланс Госфинансов (выплаты)-2020: Исходя из предпосылки умеренно-пессимистического сценария 2020 года, мы учли все выплаты по обслуживанию государственного внешнего долга и 0% рефинансирования со стороны владельцев-нерезидентов «валютных ОВГЗ». Более того, как было указано выше, мы заложили средний «отток средств» «нерезидентов» в размере 150 млн. долл. /мес. до августа через вторичный рынок. Все валютные ОВГЗ (выплаты по которым составляют \$3,6 млрд будут рефинансированы с ровером до 2-2,2, который компенсирует возможное отсутствие достаточного спроса на гривневые ОВГЗ, для рефинансирования по графику выплат).

Баланс Госфинансов (поступления)-2020: Наша прогнозная модель построена на безусловном получении двух траншей от МВФ – в мае и августе-октябре размеров в \$1,75 и \$1,85 млрд соответственно (суммарно \$3,6 млрд), направленные Министерству финансов для финансирования дефицита бюджета. Также, поверх данной суммы высоковероятным есть получение денег и Национальным банком от МВФ, но в данном консервативном прогнозе – мы сочли корректным их пока не учитывать.

Также, мы опираемся на известную нам на текущий момент информацию по поступлении безвозвратной «техпомощи» Украине со стороны multi-nations и других государств в размере 1,5 млрд долларов в 2020 году.

Наш умеренно-пессимистический прогноз включает в себя поступление двух траншей от Всемирного банка по \$0,5 млрд в течении месяца после траншей МВФ и поступление уже рассматриваемых \$1,2 млрд средств от Еврокомиссии.

В то же время, Украина, как показывает практика 2016, 2017 и 2019 годов имеет высокие шансы для выхода на рынок частных заимствований (евробондов) с более высокой ставкой, но в том же объеме. Состоянием на сегодня украинские бумаги торгуются с эффективной доходностью в 10-12%, в зависимости от периода оборота.

Таким образом, в сумме второе полугодие 2020 года, согласно нашей модели, даже в случае «худшего сценария» (не получения второго транша от МВФ), позволяет Минфину и Нацбанку «выдержать» представленный в таблице внешний платежный баланс в указанных в прогнозе рамках.

Вывод:

Исходя из суммы факторов «давления» на валютный курс и «компенсаторов» в виде всех проанализированных нами источников поступления валюты в страну (с учетом сезонности и графика выплат) мы не видим фундаментальных причин для девальвации курса гривны выше «психологического барьера» в 29-30 UAH/USD.

Однако, наиболее вероятным сценарием на сегодня считаем сохранение курса гривны к 31/12/2020 на индикативном уровне **28,3 UAH/USD** (в пределах колебаний «валютного коридора» **27,5-28,5 UAH/USD**.)