

# Фінансовий тижневик

## МВФ може змінити програму для України

### Стислий виклад коментарів

### ВІВТОРОК, 18 ВЕРЕСНЯ 2018

#### Внутрішня ліквідність та ринок облигацій

##### Дохідності гривневих ОВДП зросли

Підвищення облікової ставки очікувано спричинило ріст дохідностей ОВДП. Цей рівень на найближчий місяць залишатиметься орієнтиром для ринку.

##### Ліквідність мінімальна

Попри викуп валюти НБУ минулого тижня, повернення кредитів та відтік у готівку залишили ліквідність на мінімальному рівні цього року.

#### Валютний ринок

##### Курс гривні під впливом міжнародних кредиторів

Цього тижня курс національної валюти буде підтримуватися очікуваннями позитивного результату від візиту місії МВФ.

#### Макроекономіка

##### Інфляція незначно прискорилася до 9% у серпні

Сезонне послаблення гривні, значний споживчий попит і підвищення ціни на газ для населення чинитимуть тиск на ціни у наступні місяці.

##### МВФ може змінити програму кредитування для України

Заміна програми EFF на програму Stand-by значно знижує ризики обслуговування Україною зовнішнього боргу у 2018-19рр. і дозволяє уникнути значного одноразового підвищення цін на газ для населення.

##### Україна виграла апеляцію у суді Лондона

У п'ятницю апеляційний суд Англії прийняв рішення щодо повторного розгляду справи щодо \$3 млрд єврооблигацій, випущених у грудні 2013 року та викуплених Російською федерацією.

##### Прогноз врожайності зернових підвищено до 63.1 млн т

Зростання врожаю у комплексі з вищими світовими цінами на зернові підкріплюють наші очікування все більш позитивного впливу експорту аграрної продукції на торговий баланс України у 2018-19рр.

#### Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 17 вересня 2018)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік <sup>1</sup> (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	18.00	+0bp	+550bp
Ставка О/Н <sup>2</sup> (міжбанк)	18.20	+16bp	+690bp
Ставка О/Н <sup>3</sup> (грн/\$ своп)	N/A	...	...
Корражунки банків (млн грн)	56,637	+3.89	+12.70
Деп. сертифікати <sup>3</sup> (млн грн)	19,064	-8.28	+0.00

Нотатки: [1] зміна за останні 12 місяців; [2] овернайт; [3] депозитні сертифікати НБУ.  
Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

#### Структура власників ОВДП (за 17 вересня 2018)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік <sup>1</sup> (%)
НБУ	348,104	+0.00	-3.90
Банки	369,712	-0.60	+20.40
Резиденти <sup>2</sup>	20,052	-1.53	-11.49
Фіз. особи <sup>3</sup>	4,613	+2.09	+507.54
Нерезиденти <sup>4</sup>	7,459	+0.95	+234.00
<b>Всього</b>	<b>749,940</b>	<b>-0.32</b>	<b>+7.91</b>

Нотатки: [1] зміна за останні 12 місяців; [2] юридичні особи резиденти України (крім банків); [3] фізичні особи резиденти України; [4] нерезиденти-іноземні інвестори.  
Джерело: НБУ, ICU.

#### Індикатори валютного ринку (за 17 вересня 2018)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік <sup>1</sup> (%)
USD/UAH	28.1150	+0.21	+7.29
EUR/USD	1.1683	+0.66	-2.19
Індекс долара <sup>2</sup>	94.496	-0.79	+2.86
Індекс гривні <sup>3</sup>	116.079	-1.11	+3.50

Нотатки: [1] зміна за останні 12 місяців; [2] індекс долара США (DXY); [3] реальний індекс гривні, розрахований по індексам споживчих цін.  
Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

#### Котирування ОВДП<sup>1</sup> (за 18 вересня 2018)

Погашення	Придбання	Продаж
6 місяців	19.75	17.75
12 місяців	19.75	17.75
Два роки	19.50	17.50
Три роки	19.50	17.25
12 місяців (\$)	5.50	5.00
Два роки (\$)	5.70	5.15

Нотатки: [1] повний перелік актуальних котирувань можна переглянути на сайті ICU. Джерело: ICU.

# Внутрішня ліквідність та ринок облігацій

## Доходності гривневих ОВДП зросли

Підвищення облікової ставки очікувано спричинило ріст доходностей ОВДП. Цей рівень на найближчий місяць залишатиметься орієнтиром для ринку.

Підвищення облікової НБУ на 50 б.п очікувано призвело до аналогічного підвищення ставки відсікання на первинному аукціоні (див. огляд [ТУТ](#)) за інструментами з терміном обігу до одного року. Відтепер короткий кінець кривої зафіксовано на рівні 18.5%.

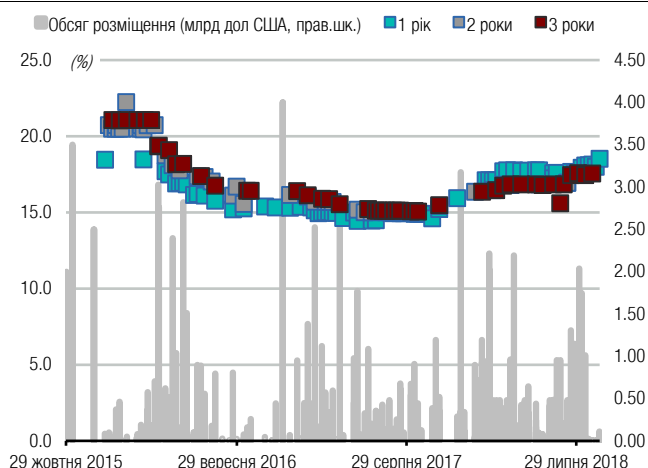
А от за валютними ОВДП Мінфін продовжує наполягати на рівні ставки 5.95%, вважаючи запропоновані обсяги валюти недостатніми для підвищення ставки. Як результат, минулого тижня було рефінансовано лише 10% від валютних виплат на внутрішньому ринку, що збільшує тиск на валютні рахунки Уряду та зменшує можливості розрахунку за валютним боргом.

**Погляд ICU:** Попит на гривневі інструменти зріс, однак він значно перевищував рівень відсікання, визначений Міністерством фінансів. Тому вже цього тижня частина відхиленого попиту може скоригуватися на рівень 18.5%, бути задоволеною емітентом, і збільшити фінансування бюджету. Водночас, низький попит на валютні ОВДП та небажання Міністерства підвищувати вартість валютних запозичень, зменшують можливості Мінфіну здійснювати розрахунки за валютним боргом. А особливо враховуючи значні виплати за валютними інструментами у жовтні – \$532 млн та 215 млн євро.

Тарас Котович, м.Київ, (044) 377-7040 дод.724

**Графік 1. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів**

Історія розміщення ОВДП на аукціонах за останні три роки: обсяг залучених коштів (млрд. одиниць валюти) та доходності (% річних)



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

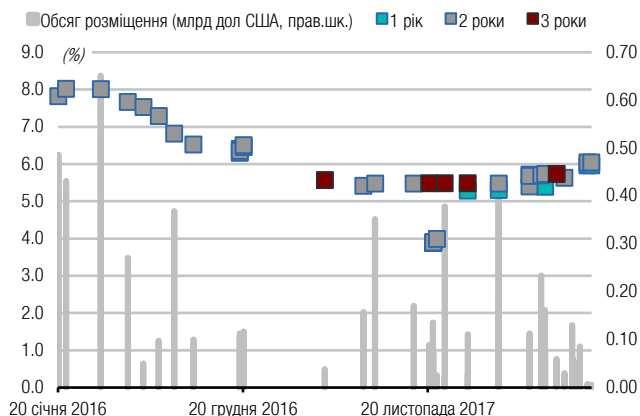
Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



Джерело: Національний банк України, Міністерство фінансів України, ICU.

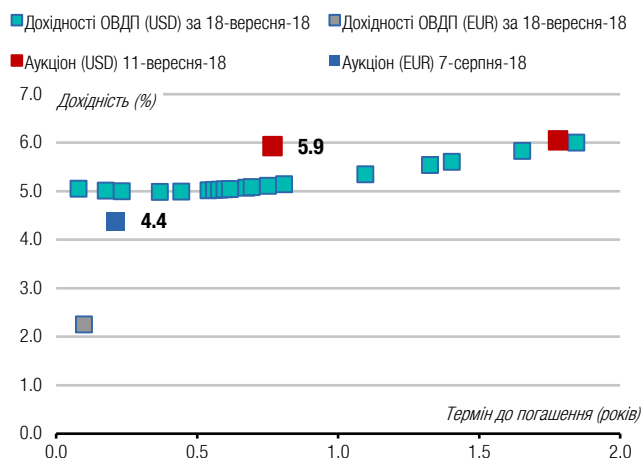
## Графік 2. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

Історія розміщення ОВДП на аукціонах за останні три роки: обсяг залучених коштів (млрд. одиниць валюти) та доходності (% річних)



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



Джерело: Національний банк України, Міністерство фінансів України, ICU.

## Ліквідність мінімальна

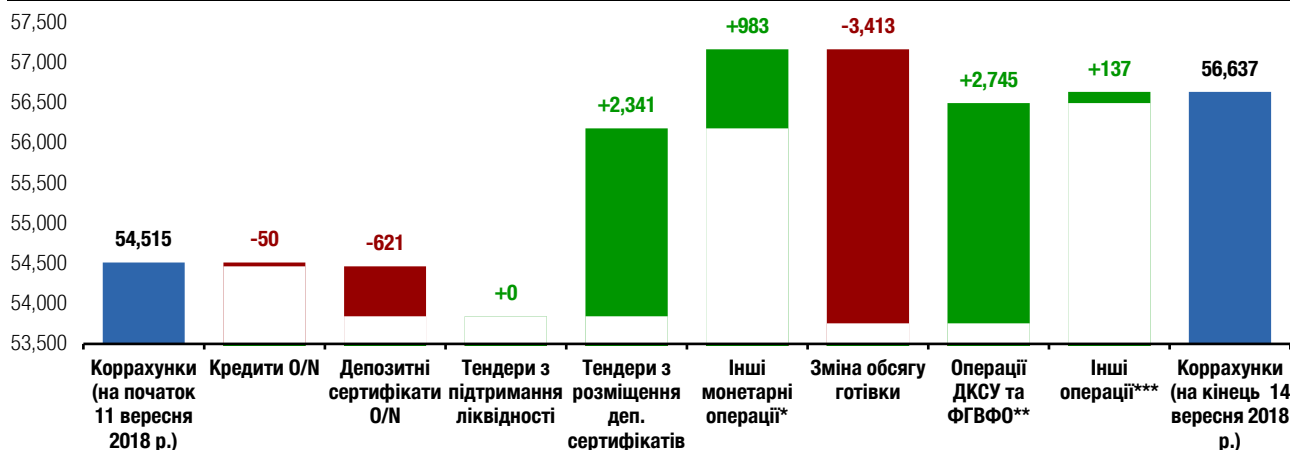
Попри викуп валюти НБУ минулого тижня, повернення кредитів та відтік у готівку залишили ліквідність на мінімальному рівні цього року.

Минулого тижня кілька днів ліквідність відновлювалась вище 75 млрд грн, але після повернення 3 млрд кредитів, відтоку понад 3 млрд грн у готівку і повернення сальдо операцій Держказначейства до негативного значення, — після цього всього ліквідність впала до 70.1 млрд грн, чергового мінімуму цього року.

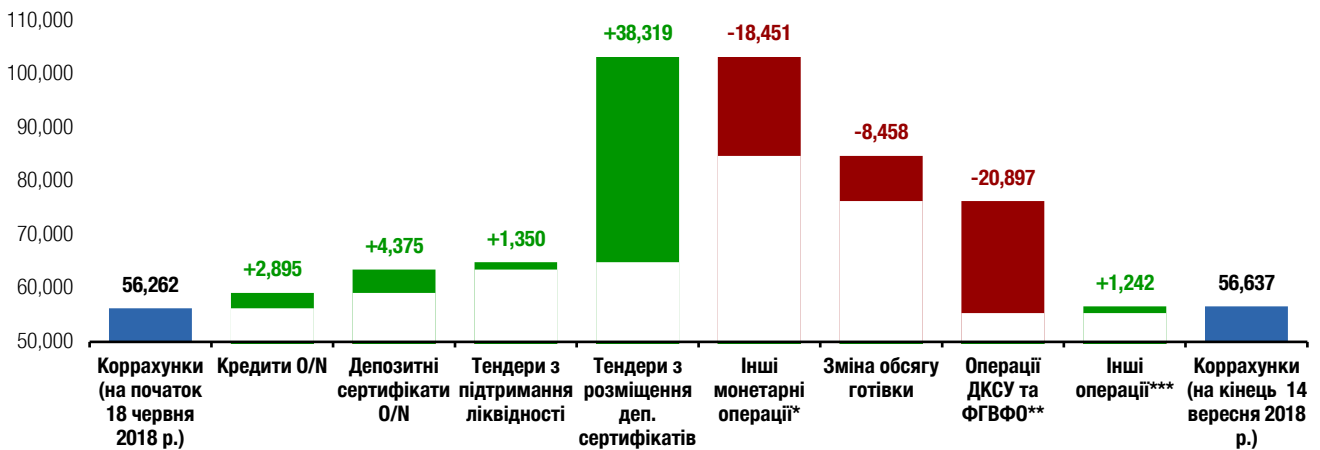
**Погляд ICU:** Поточний тиждень напряму залежатиме від ситуації на валютному ринку і участі на ньому НБУ, а після чергового повернення кредитів і неотримання нових – рівень ліквідності може знову впасти до 70 млрд грн. Така динаміка може створити додаткову підтримку для курсу гривні через зростання вартості гривневого ресурсу і потреби у збільшенні продажу валюти для фінансування поточної діяльності. Особливо напередодні сплати щомісячних податкових платежів, що можуть розпочатися уже цієї п'ятниці.

Тарас Котович, м.Київ, (044) 377-7040 дод.724

## Графік 3. Використання резервних грошей на коррахунках банків в НБУ за останній тиждень (млн грн)



Графік 4. Використання резервних грошей на коррахунках банків в НБУ за останні 90 днів (млн грн)



Нотатки: [1] Інформація згідно щоденної звітності [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=38643651&cat\\_id=40807142](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=38643651&cat_id=40807142) ;

\* операції репо, операції з купівлі/продажу державних облігацій України, інтервенції на валютному ринку, надання стабілізаційних кредитів, купівля-продаж іноземної валюти на умовах "своп"; \*\* ДКСУ – Державна казначейська служба України, ФГВФО – Фонд гарантування вкладів фізичних осіб; \*\*\* обсяг процентних платежів за користування кредитами Національного банку України, обсяг процентних платежів за депозитними сертифікатами Національного банку України, вплив операцій ліквідаторів банків за рахунками, відкритими в Національному банку України, операції Національного банку України як господарюючого суб'єкта в межах власного кошторису, а також вплив решти операцій, які не враховані в інших складових таблиці. Джерело: НБУ, ICU.

## Валютний ринок

### Курс гривні під впливом міжнародних кредиторів

Цього тижня курс національної валюти буде підтримуватися очікуваннями позитивного результату від візиту місії МВФ.

Після приїзду місії МВФ минулий тиждень гривня розпочала з укріплення позицій стосовно американського долара. Це відбувалося на тлі підвищення облікової ставки НБУ та зміщення балансу попиту і пропозиції. І такий збіг обставин дозволив регулятору впродовж двох днів викуповувати іноземну валюту з ринку, загальним обсягом US\$70 млн. Це не дало можливості гривні укріпитися вище 28 грн/дол, але за результатами тижня національна валюта зросла на 0.5%, до 28.1175 грн/дол.

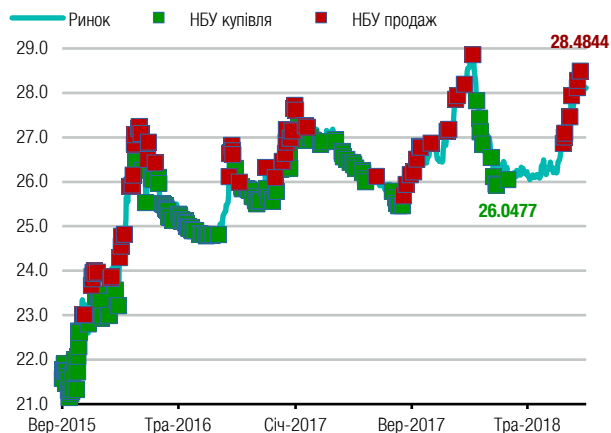
Торгово-зважений індекс гривні (що враховує коливання обмінних курсів 27 країн торгових партнерів України і очищений на індекси споживчих цін даних країн) за цей період знизився на 0.4%, до 116.2. У річному вимірі торгово-зважений індекс національної валюти, очищений на індекси споживчих цін, зміцнився на 3.4%. А торгово-зважений індекс гривні, очищений на індекси цін виробників, знизився на 1.3%.

**Погляд ICU: Подорожчання гривневого ресурсу та позитивні очікування на тлі роботи місії МВФ більше спонукають до використання валютних коштів для фінансування діяльності, аніж до залучення гривневого фінансування. Це збільшує пропозицію валюти та дозволяє НБУ частково відновити резерви. На початку тижня гривня отримує підтримку від очікування позитивного рішення місії щодо надання чергового траншу. З іншого боку, НБУ продовжить викуповувати надлишкову іноземну валюту з ринку, не дозволяючи значно підсилитися гривні та зменшити амплітуду коливань курсу.**

Артем Гладченко, м.Київ, (044) 377-7040 дод.737

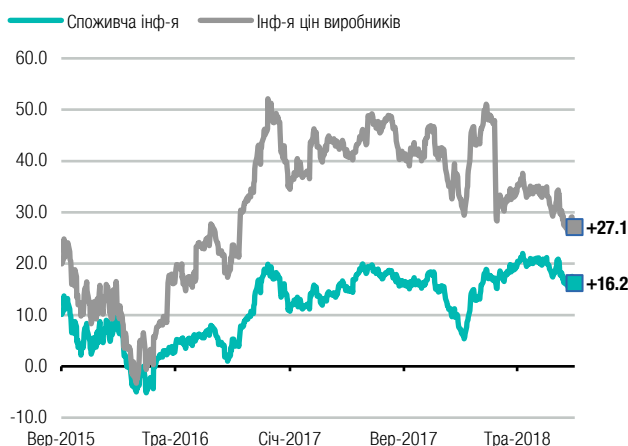
### Графік 5. Показники міжбанківського валютного ринку, історія за останні три роки

Обмінний курс гривня/долар США та інтервенції НБУ (цифрами позначені обмінні курси на останніх аукціонах щодо купівлі та продажу ін.валюти)



Джерело: Національний банк України, ICU.

Відхилення<sup>1</sup> ринкового курсу гривні від фундаментального рівня<sup>2</sup> відповідно за індексами споживчих цін та індексами цін виробників<sup>3</sup>



Нотатки: [1] "+" переоцінка, "-" недооцінка; [2] розраховується по індексах гривні, що скориговані на споживчу інфляцію та інфляцію цін виробників; [3] індекси цін в Україні та в її основних торговельних партнерах (корзина з 27 країн). Джерело: ICU.

## Макроекономіка

### Інфляція незначно прискорилася до 9% у серпні

Сезонне послаблення гривні, значний споживчий попит і підвищення ціни на газ для населення чинитимуть тиск на ціни у наступні місяці.

Прискорення інфляції було спричинено головним чином категорією «транспорт», де темпи росту прискорюються п'ятий місяць поспіль і цього разу — до 16.2% р/р. Водночас, незначне уповільнення росту показали ціни на алкогольні напої та тютюнові вироби, до 17.9% р/р, а зростання цін на продукти харчування, головний компонент інфляції, — стабілізувалося на рівні 7.1% р/р. Базова інфляція знизилася на 0.1 в.п., до 8.7% р/р. НБУ очікує уповільнення інфляції до 8.9% р/р на кінець 2018р.

**Погляд ICU: Незважаючи на наближення рівня інфляції у липні та серпні до цілі НБУ, тиск на споживчі ціни у майбутньому чинитимуть такі інфляційні ризики: 1) значний споживчий попит, 2) імовірне підвищення ціни на газ для населення, 3) сезонне послаблення гривні, та 4) високі світові ціни на енергоносії. Таким чином, ми зберігаємо свій прогноз щодо інфляції на рівні 10.2% на кінець 2018р.**

**Дмитро Дяченко, м.Київ, (044) 377-7040 дод.738**

### МВФ може змінити програму кредитування для України

Заміна програми EFF на програму Stand-by значно знижує ризики обслуговування Україною зовнішнього боргу у 2018-19рр. і дозволяє уникнути значного одноразового підвищення цін на газ для населення.

Міжнародний валютний фонд замінив програму допомоги Україні з EFF на Stand-by. Про це заявила народна депутатка фракції Блок Петра Порошенка Ірина Луценко, [передає](#) Інтерфакс-Україна.

Також згідно [інформації](#) Українських новин, заміна програми дозволить знову підняти питання підвищення ціни газу для населення і уникнути його різкого подорожчання. За інформацією агентства, з жовтня ціна газу може зрости на 23,5%. Нова програма буде розрахована на 1.5

роки, а об'єм кредитних коштів за нею може скласти \$4-5 млрд. Сторони планують підписати новий меморандум за програмою Stand-by після рішення уряду підвищити ціну на газ. Новий меморандум може актуалізувати питання про введення ринку землі. Прем'єр-міністр Володимир Гройсман уже заявив що він проти повної лібералізації ринку землі.

**Погляд ICU: Заміна програми EFF на stand-by дозволить Україні значно знизити фінансові ризики у виборчій рік. По-перше, на відміну від EFF, дія якої закінчується у березні 2019, за програмою Stand-by Україна може продовжити отримувати кошти від МВФ протягом усього наступного року. По-друге, обсяг програми Stand-by у 2-2.5 рази перевищуватиме залишок коштів, доступних за програмою EFF.**

**Крім цього, заміна програм дозволяє знизити гостроту питання підвищення ціни на газ для населення. Згідно з останнім рішенням уряду, поточна ціна газу для промисловості — в межах 12250-13338 грн за тис. куб. м. Щоби ліквідувати різницю у цінах – базовий принцип, за який виступав МВФ останнім часом — уряд мав би підвищити ціну на газ для населення на 76-91%. А заміна програми дозволить пом'якшити зростання – озвучений Українськими новинами ймовірний розмір підвищення відповідає нашим очікуванням.**

**Водночас, умови програми Stand-by відрізняються коротшим строком погашення боргових виплат і можуть суттєво збільшити пікові виплати протягом 2021-22рр.**

**Олександр Мартиненко, м.Київ, (044) 377-7040 дод.726**

## Україна виграла апеляцію у суді Лондона

У п'ятницю апеляційний суд Англії прийняв рішення щодо повторного розгляду справи щодо \$3 млрд єврооблігацій, випущених у грудні 2013 року та викуплених Російською федерацією.

Апеляційний суд вирішив, що суд першої інстанції помилково не став розглядати аргументи української сторони щодо примусу, повідомило агентство Bloomberg у п'ятницю. Хоча Україна виграла тільки з питання необхідності розгляду аргументів щодо примусу у повному судовому процесі і прогала з питань дієздатності, повноважень, непрямих умов та контрзаходів, а також із питання наявності інших вагомих підстав для повного судового розгляду, — і тим не менше рішення суду першої інстанції винесене у 2017 році у порядку спрощеного провадження повністю скасовано. Про це повідомило Міністерство фінансів на своєму [сайті](#).

Тож тепер справа буде розглядатися за повноцінною процедурою, з викладенням аргументів української сторони. У прес-службі Мінфіну також повідомили, що очікують на рішення суду наприкінці 2019 року.

**Погляд ICU: Рішення щодо повторного розгляду справи відкладає можливі вимоги щодо цього боргу з боку РФ, а також вимагає від Росії повернути Україні раніше сплачені судові витрати. Враховуючи тривалість процедур, остаточне рішення може бути прийняте не раніше наступного року. І то за умови відсутності апеляцій після його прийняття. Тому за нашими оцінками питання боргу, — від реструктуризації якого Росія відмовилась у 2015 році, — відкладається щонайменше до кінця 2019 року. А враховуючи аргументацію та засудження судом дій РФ у Криму та на сході України, що вважається прямим порушенням зобов'язань Росії за міжнародними договорами — це дає підстави очікувати на позитивне для України рішення суду.**

**Тарас Котович, м.Київ, (044) 377-7040 дод.724**

## **Прогноз врожайності зернових підвищено до 63.1 млн т**

Зростання врожаю у комплексі з вищими світовими цінами на зернові підкріплюють наші очікування все більш позитивного впливу експорту аграрної продукції на торговий баланс України у 2018-19рр.

За оновленими даними Міністерства аграрної політики та продовольства України, врожай зернових культур в 2018/19 маркетинговому році очікується на рівні 63.1 млн тонн.

Підвищення прогнозу врожаю зернових забезпечується пізніми зерновими, адже врожайність виявилася кращою за попередні очікування. Відповідно, підвищено прогноз експорту зернових до 42 мт., що на 6.6% більше за результати минулого маркетингового періоду.

***Погляд ICU: Оновлений прогноз Міністерства аграрної політики відображає зростаючу ймовірність кращого врожаю зернових в Україні і означає ріст продукції зернових на 2% у порівнянні з 2017/18 маркетинговим роком. Крім цього, ми очікуємо, що світові ціни на пшеницю і кукурудзу можуть зрости на 7-10% і 3-5%, відповідно, у 2018р. Це підтверджує наші очікування зростаючого позитивного впливу агропромислового комплексу на експорт і на торговий баланс України у 2018-19рр.***

*Артем Гладченко, м.Київ, (044) 377-7040 дод.737*

Ця сторінка для нотаток





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

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



## ІНВЕСТИЦІЙНО-БАНКІВСЬКІ ПОСЛУГИ

**Макар Пасенюк, CFA**, керуючий партнер  
[makar.paseniuk@icu.ua](mailto:makar.paseniuk@icu.ua)

**Роман Нікітов, ACCA** директор  
[roman.nikitov@icu.ua](mailto:roman.nikitov@icu.ua)

**Руслан Кільмухаметов**, директор  
[ruslan.kilmukhametov@icu.ua](mailto:ruslan.kilmukhametov@icu.ua)

**Іван Швиданенко**, директор  
[ivan.shvydanenko@icu.ua](mailto:ivan.shvydanenko@icu.ua)

**Юрій Камарицький**, віце-президент  
[yuriy.kamarytskyi@icu.ua](mailto:yuriy.kamarytskyi@icu.ua)

**Руслан Патлавський**, директор  
[ruslan.patlavsky@icu.ua](mailto:ruslan.patlavsky@icu.ua)

## УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

**Григорій Овчаренко**,  
директор, управління активами  
[Grigoriy.Ovcharenko@icu.ua](mailto:Grigoriy.Ovcharenko@icu.ua)

**Лілія Кубитович**   
управління активами  
[liliya.kubytovych@icu.ua](mailto:liliya.kubytovych@icu.ua)

## ТОРГОВЕЛЬНІ ОПЕРАЦІЇ

**Костянтин Стеценко**   
керуючий партнер  
[konstantin.stetsenko@icu.ua](mailto:konstantin.stetsenko@icu.ua)

**Сергій Бєляєв**  
трейдер, ЦП з фіксованим доходом  
[sergiy.byelyayev@icu.ua](mailto:sergiy.byelyayev@icu.ua)

**Віталій Сівач**   
трейдер, ЦП з фіксованим доходом, валюти  
[vitaliy.sivach@icu.ua](mailto:vitaliy.sivach@icu.ua)

**Влад Сінані**, директор  
стратегічний та корпоративний розвиток  
[vlad.sinani@icu.ua](mailto:vlad.sinani@icu.ua)

**Євгенія Грищенко**   
продаж ЦП з фіксованим доходом  
[yevgeniya.gryshchenko@icu.ua](mailto:yevgeniya.gryshchenko@icu.ua)

**Богдан Воротилін**   
фінансовий аналітик, АПК  
[bogdan.vorotilin@icu.ua](mailto:bogdan.vorotilin@icu.ua)

## АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

**Олександр Вальчишен**   
керівник аналітичного департаменту  
[alexander.valchysheh@icu.ua](mailto:alexander.valchysheh@icu.ua)

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

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

**Михайло Демків**   
фінансовий аналітик, банківський сектор  
[mykhaylo.demkiv@icu.ua](mailto:mykhaylo.demkiv@icu.ua)

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

**Артем Гладченко**  
молодший аналітик  
[artem.gladchenko@icu.ua](mailto:artem.gladchenko@icu.ua)

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

## ЗАСТЕРЕЖЕННЯ / РОЗКРИТТЯ ДОДАТКОВОЇ ІНФОРМАЦІЇ

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



Будь-ласка надсилайте запит про додаткову інформацію із цього звіту на [research@icu.ua](mailto:research@icu.ua).