

# Квартальний огляд

## Крізь рік виборів



**30 СІЧНЯ 2019**

ДАНИЙ ЗВІТ МАЄ ВИКЛЮЧНО ІНФОРМАЦІЙНЕ ПРИЗНАЧЕННЯ

## Зміст

<b>Резюме</b>	<b>3</b>
<b>Державний борг: МВФ допомагає пробратися крізь виборчий рік</b>	<b>5</b>
Програма МВФ розблоковує зовнішнє фінансування	5
Квітень-травень критичні в частині боргових виплат	6
Необхідність рефінансувати внутрішні виплати може збільшити вартість нових позик	7
<b>Фіскальна політика: Більш стримана</b>	<b>8</b>
<b>Платіжний баланс: Під меншим тиском</b>	<b>9</b>
Платіжний баланс: Дефіцит поточного рахунку знизиться	9
Гривня: Помірне зниження продовжується, але вибори привносять невизначеності	10
<b>ВВП та інфляція: Уповільнення</b>	<b>11</b>
Економіка: Під впливом монетарної та фіскальної політик	11
Інфляція: Уповільнення через жорстку монетарну політику та нижчі ціни на сировинні товари	12
<b>Банківський сектор: Назад до прибутковості на фоні високих ставок</b>	<b>13</b>
Процентні ставки почнуть знижуватися	14
Ставки за корпоративними позиками не дозволяють розраховувати на значний ріст кредитування	14
Споживче кредитування набирає обертів, пік ще попереду	15
<b>Річні прогнози на 2018–19 рр.</b>	<b>17</b>

---

## Резюме

**МВФ: Програма стенд-бай допоможе Україні пробраться крізь рік виборів і розрахуватись за значними боргами.** Схвалення МВФ нової програми стенд-бай суттєво підвищує здатність України здійснити виплату валютного боргу в розмірі \$9 млрд у 2019 р. Проте навіть за наявності зовнішнього фінансування від Євросоюзу та гарантій Світового банку (загалом \$1.2 млрд) уряду буде необхідно рефінансувати 100% деномінованих у валюті ОВДП, а також запозичити на зовнішніх ринках \$1-2 млрд. У 2019 р. уряд має погасити ОВДП (валютні та гривневі) на суму \$8.3 млрд, із яких \$5.4 млрд — у першому півріччі. У разі несприятливих умов на зовнішніх ринках уряду доведеться просити МВФ перенаправити один із траншів до державного бюджету. Квітень-травень будуть ключовими для уряду в питанні пошуку фінансування, оскільки пікові виплати в розмірі \$1.6 млрд випадають на вересень.

**Фіскальна політика: Більш стримана через ризики недовиконання бюджету за доходами.** МВФ високо оцінив державний бюджет України на 2019 р., врахувавши консервативність прогнозів за доходами, стримане зростання видатків та цільовий дефіцит бюджету на рівні 2.3% від ВВП. Однак ризики недовиконання бюджету за доходами є достатньо високими, що може змусити уряд витратити цього року ще менше. Зрештою, стримана фіскальна політика негативно позначиться на внутрішньому попиті та посприяє уповільненню інфляції, хоч і за рахунок економічного зростання.

**Монетарна політика: Залишиться жорсткою з обережним зниженням ставок.** НБУ продовжить проводити жорстку монетарну політику, спрямовану на приведення інфляції до цільових  $5 \pm 1\%$ . Прогнози НБУ та ICU передбачають інфляцію вище цільового рівня на кінець 2019 р. Зберігаються ризики значного перевищення цільового діапазону, і вони визначатимуть консервативність політики НБУ упродовж року. Зважаючи на риторику, регулятор може розпочати цикл зниження ставок уже в січні, зменшивши облікову ставку на 50 б.п., але буде утримуватися від різких знижень. Ми очікуємо ключову ставку на рівні 16% на кінець 2019 р. (-200 б.п.). Відсоткові ставки за депозитами поступово знизяться на 100 б.п. у 1кв19 і далі прямуватимуть у напрямку руху облікової ставки НБУ. Щодо корпоративного кредитування, середні ставки за гривневими кредитами можуть знизитися на 400 б.п. до 17% на кінець 2019 р.

**Банківський сектор: Відновлення прибутковості буде повільним, але стабільним.** У 2018 р. сектор повернувся до прибутковості завдяки помірним витратам на резервування та високій процентній маржі. Однак дефіцит кредитоспроможних корпоративних клієнтів усе ще стримує українські банки. Високі відсоткові ставки на тлі підвищення облікової ставки НБУ є ще однією ключовою перешкодою для зростання корпоративного кредитування. У той же час, в 2019 р. споживче кредитування може вирости на 30% р/р завдяки високому попиту домогосподарств на кредити та бажанню банків використати свої можливості.

**ВВП та інфляція: Під впливом жорсткої монетарної політики та погіршення ситуації на світових ринках.** Ми зберігаємо свій прогноз щодо росту економіки в 2018 р. на рівні 3.5% завдяки зростанню реальних доходів домогосподарств та інвестиціям. У 2019 р. темпи росту уповільняться до 2.3%. Головними причинами будуть стримана фіскальна політика, жорстка монетарна політика, уповільнення росту світової економіки та нижчі ціни на сировинних ринках. Ці ж чинники посприяють уповільненню інфляції до 8.5% на кінець 2019 р. Подальше зростання доходів та високі інфляційні очікування є головними ризиками, які можуть призвести до вищої інфляції, ніж передбачає прогноз НБУ.

**Гривня: Продовжить поступово послаблюватися, можлива більша волатильність через вибори.** Уповільнення росту дефіциту торговельного балансу, подальший ріст грошових переказів трудових мігрантів та менші обсяги репатріації дивідендів підтримають баланс поточного рахунку й, відповідно, гривню в

2019 р. Дефіцит поточного рахунку знизиться до 3.3% від ВВП у 2019 з 3.8% у 2018 р. Низький рівень ліквідності через жорстку монетарну та стриману фіскальну політику, а також значна пропозиція валюти з боку експортерів сільськогосподарської продукції мають утримати курс гривні близько рівня 28 грн/дол у 1кв19. Ми очікуємо сезонне зміцнення національної валюти у 2-3кв19, і поступове послаблення до 29.5 грн/дол до кінця року. Водночас девальваційні очікування та чинник подвійних виборів створюють суттєву невизначеність та ризики погіршення нашого валютного прогнозу.

## Державний борг: МВФ допомагає пробратися крізь виборчий рік

- Затвердження МВФ нової програми стэнд-бай суттєво покращує шанси України здійснити \$9 млрд боргових виплат у 2019 році
- Щоб виплатити борг, уряд має рефінансувати 100% виплат за валютними ОВДП, а також випустити принаймні \$1 млрд єврооблігацій або просити про транш від МВФ
- 1півр19 р. має загрозово великі обсяги виплат за внутрішнім боргом

*Угода з МВФ розблоковує зовнішнє фінансування від ЄС і Світового банку та дає доступ до фінансових ринків*

### Програма МВФ розблоковує зовнішнє фінансування

Затвердження МВФ нової програми стэнд-бай строком на 14 місяців у сумі \$3.9 млрд суттєво збільшує шанси, що Україна буде спроможна виконати валютні зобов'язання цього року. Унаслідок, у грудні 2018 р. Україна отримала транш від МВФ у сумі \$1.4 млрд, перший транш 500 млн євро макрофінансової допомоги ЄС та \$750 млн кредитних гарантій від Світового банку.

Меморандум про економічну і фіскальну політику, якого Україна планує дотримуватися протягом дії програми МВФ у 2018-2020 роках, включає вісім структурних маяків (Таблиця 1). Маяки враховують менші можливості країни проводити реформи упродовж виборчих перегонів і виглядають менш вимогливими в порівнянні з попередніми програмами.

**Таблиця 1. Структурні маяки нової програми співпраці України та МВФ**

Структурний маяк	Термін впровадження
1 Підвищення тарифів на опалення з 1 січня 2019 р.	Кінець грудня 2018
2 Зміна правил НБУ щодо зменшення регулятивного капіталу на обсяги кредитів, наданих пов'язаним особам	Кінець грудня 2018
3 Схвалення закону «Спліт», який перегляне розподіл повноважень з нагляду над фінансовими посередниками	Кінець березня 2019
4 Оприлюднення першого звіту за підсумками прогресу з відновлення активів і за судовими процесами, пов'язаними з чотирма державними банками	Кінець березня 2019
5 Консолідація підрозділів Державної фіскальної служби (ДФС) у дві окремі юридичні особи – Податкову службу та Митну службу	Кінець квітня 2019
6 Призначення після номінації кандидатів Вищою радою правосуддя принаймні 35 антикорупційних суддів ВАСУ	Кінець квітня 2019
7 Упровадження Нацбанком належних наглядових заходів проти банків, які не відповідають вимогам щодо капіталу	Кінець червня 2019
8 Завершення зовнішнього аудиту НАБУ, що проводиться групою експертів з міжнародним досвідом	Кінець липня 2019

Джерело: Міністерство фінансів України

Ми оцінюємо, що на рахунках уряду на початок 2019 р. сформувався залишок валюти на рівні \$1.4 млрд. Щоб забезпечити виплату \$9.2 млрд за боргами в 2019 р., уряд використовує всі \$1.2 млрд допомоги від ЄС та Світового банку. Якщо країна зможе рефінансувати всі \$4.3 млрд валютних ОВДП, що були в обігу на початок року, то потреба в залученні коштів на світових фінансових ринках складе \$1-2 млрд. Політична невизначеність через подвійні вибори та несприятливі ринкові умови можуть зробити випуск єврооблігацій ключовим викликом цього року. За негативного розвитку подій уряд може бути змушений звертатися до МВФ з проханням спрямувати наступний транш у державний бюджет.

**Таблиця 2. Валютні виплати за державним боргом і джерела фінансування, 2019 р. (\$млрд)**

<b>Залишки валюти на 1 січня 2019</b>	1.4		
<b>Джерела залучень валюти</b>	8.5	<b>Валютні виплати</b>	9.2
МВФ	1.0	МВФ	1.0
Єврооблігації	2.0	Єврооблігації	0.7
Світовий банк	0.6	Єврооблігації, гарантовані США	1.0
ЄС	0.6	Інші виплати за зовнішнім боргом	0.5
Валютні ОВДП	4.3	Валютні ОВДП	4.3
		Виплата відсотків	1.7
<b>Орієнтовний баланс на кінець 2019 року</b>	0.7		

Джерело: Міністерство фінансів України, Світовий банк, Європейська комісія, МВФ, ICU.

### Квітень-травень критичні в частині боргових виплат

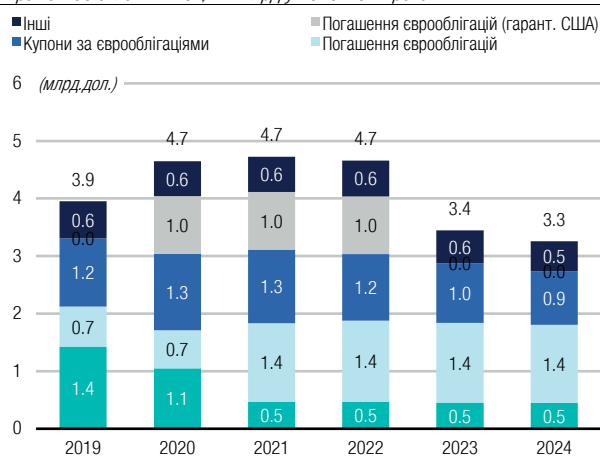
**Уряд може мати достатньо валюти для виплат за зовнішнім боргом у 1 півріччя, але має підготуватися до виплат, що припадають на вересень**

З наявним на початок року балансом валюти, очікуваною макрофінансовою допомогою від ЄС та позикою під гарантію Світового банку уряд може забезпечити боргові виплати протягом першого півріччя, але необхідною буде позика з фінансових ринків, щоб виконати зобов'язання, сплата яких припадає на вересень.

До сплати на цей рік припадає \$4.7 млрд зовнішнього боргу, з яких \$2.7 млрд потрібно сплатити в першому півріччі (Графіки 1 та 2). Україна має два пікових місяці за виплатами: це травень з \$1.4 млрд та вересень з \$1.6 млрд платежів. У травні Україна має повернути \$1 млрд за позикою, гарантованою США, а у вересні сплатити \$7 млрд за єврооблігаціями 2015 року, випущеними в ході реструктуризації зовнішнього боргу.

**Графік 1. Виплати за зовнішнім боргом, щорічно**

Україна має сплатити по \$4.7 млрд у 2019-2021 роках



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

**Нові зовнішні запозичення зможуть покрити виплати тільки при повному рефінансуванні виплат за валютними ОВДП**

Із валютними коштами, акумульованими на початок року, яких орієнтовно \$1.4 млрд, та запозиченнями, що можуть бути здійснені в перші місяці року – другий транш від ЄС та позика під гарантію Світового банку, уряд має бути спроможним здійснити виплати до кінця травня, але якщо тільки зможе забезпечити 100% рефінансування виплат за валютними ОВДП. Можливо, коштів вистачить і для виплат до вересня. Але щоб пройти пік, який припадає на вересень, уряду необхідно залучити щонайменше \$1 млрд на фінансових ринках. Тож найімовірніше уряду потрібно буде здійснити випуск єврооблігацій до травня, а в іншому випадку просити МВФ перенаправити другий транш у бюджет.

**Графік 2. Виплати за зовнішнім боргом, помісячно**

У 2019 році пік виплат припадає на травень \$1.4 млрд та вересень \$1.6 млрд



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

## Необхідність рефінансувати внутрішні виплати може збільшити вартість нових позик

**У 2019 році Мінфін має сплатити \$8.3 млрд внутрішнього боргу, у т.ч. \$4.5 млрд у іноземній валюті та 107 млрд у гривні**

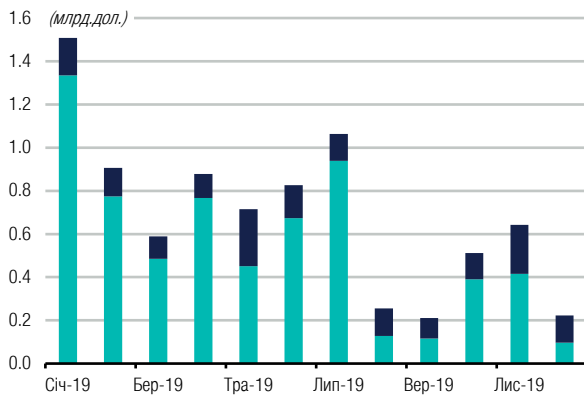
Маючи значне боргове навантаження в 2019 році, уряд робитиме все можливе для рефінансування 100% внутрішніх виплат як у іноземній валюті, так і у національній.

Протягом 2019 року уряд має сплатити \$4.5 млрд, враховуючи обслуговування боргу, за валютними ОВДП, у т.ч. \$2.7 млрд припадають на першу половину року. За боргом у національній валюті уряду необхідно сплатити 107 млрд грн, у т.ч. 76 млрд у першому півріччі (\$3.8 млрд та \$2.7 млрд відповідно). Отже, сплатити потрібно \$8.3 млрд упродовж року. І з них \$5.4 млрд у першому півріччі (див. графіки нижче).

**Графік 3. Виплати за внутрішнім боргом**

65% припадає на перше півріччя 2019 року

■ Внутрішній, погашення ■ Внутрішній, обслуговування



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

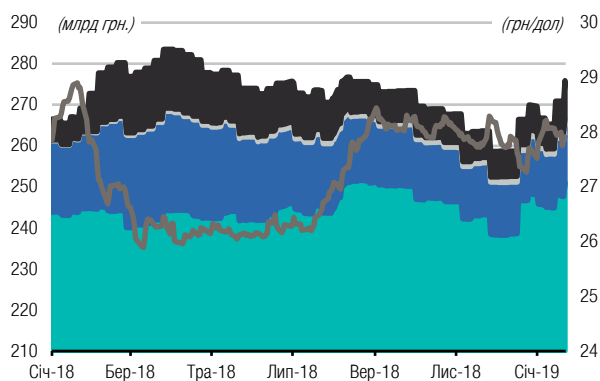
**Уряд має великі виклики, щоб рефінансувати всі внутрішні виплати, особливо у 1кв19**

У 2018 р. попит на внутрішні облигації мав значну й критичну підтримку від інвесторів у 3-місячні ОВДП. Але вони згодом зменшили інвестиції в ОВДП або змінили валюту вкладень з гривні на іноземну валюту (див. графіки 5 та 6). А втім, більшість таких інвесторів навряд чи повернуться в ОВДП, поки не матимуть чіткого бачення результатів виборів у квітні-травні. Тому, щоб зробити 3-місячні ОВДП привабливими у 1кв19, Мінфіну доведеться тримати ставку на рівні 19-19.5%, що значно вище 18% ставки за кредитами рефінансування, що надає НБУ банкам строком на 14 днів.

**Графік 5. Портфелі гривневих ОВДП**

Портфелі скорочувалися через девальваційні очікування

■ Банки ■ Резиденти  
■ Приватні інвестори ■ Іноземні інвестори  
— Курс грн/дол (пр. шкала)

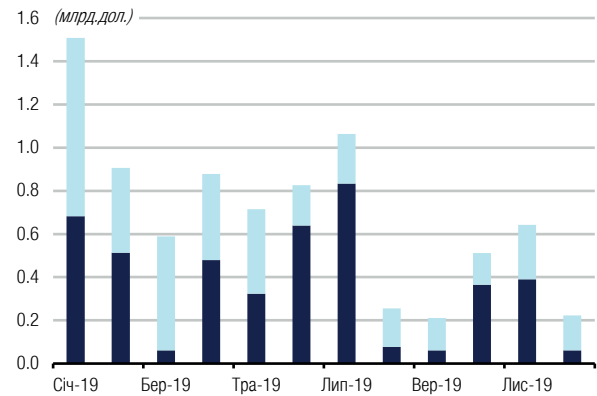


Джерело: Національний банк України, Bloomberg, ICU.

**Графік 4. Виплати за внутрішнім боргом в розрізі валют**

1 кв19 є найважчим в частині внутрішнього боргу — 45% усіх виплат 2019 р.

■ Внутрішній у валюті ■ Внутрішній у гривні

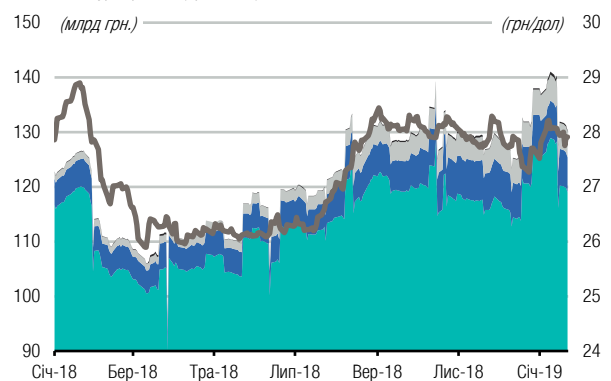


Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

**Графік 6. Портфелі валютних ОВДП**

Портфелі валютних ОВДП продовжували зростати

■ Банки ■ Резиденти  
■ Приватні інвестори ■ Іноземні інвестори  
— Курс грн/дол (пр. шкала)



Джерело: Національний банк України, Bloomberg, ICU.

## Фіскальна політика: Більш стримана

- Україна, схоже, закінчила 2018 рік з бюджетним дефіцитом нижче прогнозованих 2.5% ВВП через недовиконання плану видатків
- У 2019 році уряд планує втримати витрати, але через можливі виклики в зборі доходів може проводити ще більш стриману фіскальну політику

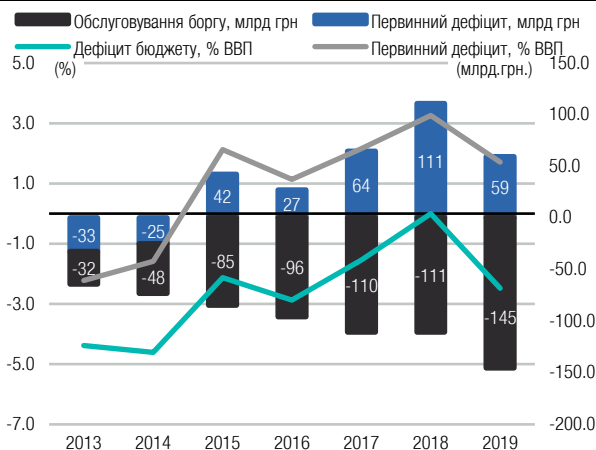
*Уряд досягає цілей бюджетного дефіциту, зокрема через недовиконання видатків*

Оскільки уряд традиційно досягає цільового дефіциту бюджету через недовиконання плану видатків, 2018 та 2019 роки не стануть виключеннями. За 10м18 р. уряд не виконав бюджетний план на 2% за доходами й на 8% за видатками.

Державний бюджет на 2019 рік відповідає рекомендаціям МВФ. Фонд високо оцінив бюджет 2019 року як надійний, оскільки він містить консервативні припущення щодо доходів, передбачає утримання поточних витрат і має бюджетний дефіцит на рівні 2.3% ВВП. А втім, дохідна частина бюджету все ще має численні ризики неефективності, що означає, що уряд, за діями якого уважно стежитиме МВФ, може бути ще більш обережним у порівнянні з 2018 роком.

**Графік 7. Дефіцит бюджету**

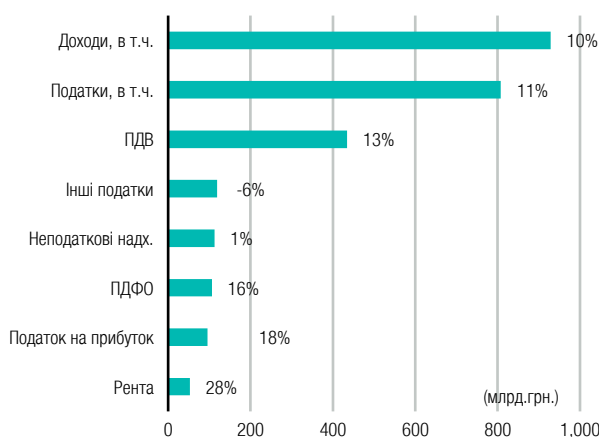
*Уряд планує низький дефіцит у рік з подвійними виборами*



Джерело: Міністерство фінансів України, ІСУ.

**Графік 8. Ключові статті доходів бюджету 2019 року**

*Ключові джерела росту доходів бюджету під суттєвим ризиком*



Джерело: Міністерство фінансів України, ІСУ.

*Уряд має бути ще більше стриманим з видатками в 2019 році, щоб досягти дефіциту 2.3% ВВП*

У 2019 році уряд планує збільшити доходи загального фонду державного бюджету на 10%, або на 86 млрд грн., до 928 млрд грн., а витрати – на 12%, або на 99 млрд грн. Основними джерелами зростання надходжень є податок на прибуток підприємств (+14 млрд грн., або 18% р/р), рента від видобутку природного газу (+11 млрд грн., або 28% р/р) та ПДВ (+50 млрд грн., або 13% р/р), див. Графік 8.

Проте послаблення експортних ринків, зокрема ринків сталі та залізної руди, а також уповільнення внутрішнього попиту можуть негативно вплинути на прибутки корпорацій. Оскільки ми очікуємо, що середні ціни на нафту та природний газ знизяться на 2-5% у порівнянні з попереднім роком, зростання внутрішнього видобутку газу та підвищення тарифів на газ для населення на вимогу МВФ можуть бути недостатніми для того, щоб підвищити рівень доходів від ренти на газ, як планується. Ті ж ризики уповільнення внутрішнього попиту та зниження цін на енергоносії можуть перешкодити плановому зростанню ПДВ. Додаткові високі ризики пов'язані з отриманням коштів від НБУ, які уряд планує збільшити на 36%, або на 12.7 млрд грн., до 47.6 млрд грн. Наявність таких коштів стане відомою лише після щорічного аудиту центрального банку. Нарешті, імовірність залучення запланованих 17 млрд грн. з приватизації є низькою у цей подвійний рік виборів.



# Платіжний баланс: Під меншим тиском

## Платіжний баланс: Дефіцит поточного рахунку знизиться

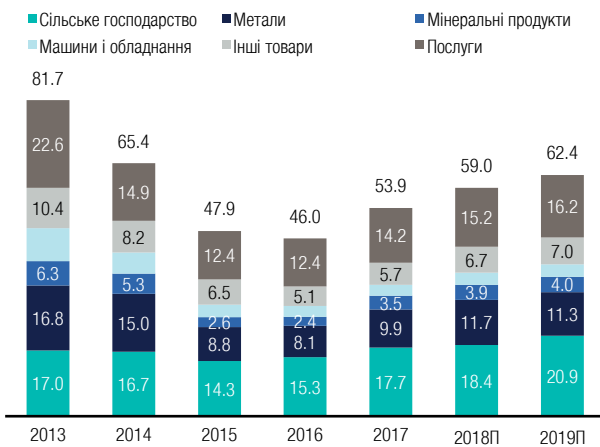
- Дефіцит торговельного балансу незначно виросте в номінальному вираженні, але знизиться в співвідношенні до ВВП завдяки нижчим об'ємам та цінам на енергетичний імпорт
- Дефіцит поточного рахунку в 2019 р. знизиться до 3.3% від ВВП на тлі подальшого росту грошових переказів та менших обсягів репатріації дивідендів

**Темпи росту експорту та імпорту уповільняться через нижчі ціни на метали й нафту**

У 2019 р. ми очікуємо зниження дефіциту торговельного балансу до 8.6% від ВВП (\$12.5 млрд) з 9.1% (\$11.9 млрд) у 2018 р. Минулого року зростання світових цін на нафту склало 29%, а ціни на головні експортні товари України вирости лише на 11-12% (див. графік 12), що негативно вплинуло на торговельний баланс. Наш прогноз передбачає незначну зміну світових цін на ці товари в 2019 р., таким чином, цього року їх вплив на торговельний баланс України буде незначним. Натомість зростання видобутку природного газу в Україні (+8%, до 23 млрд м. куб.) дозволить країні зменшити витрати на енергетичний імпорт на 5%. Отже, головним драйвером імпорту стане споживчий попит, а рушіями українського експорту буде продукція сільського господарства та послуги. Водночас зниження світових цін на залізну руду та сталь, а також подальше збільшення протекціоністських заходів є головними перешкодами для росту валютної виручки від експорту та матимуть подальші ризики.

**Графік 9. Експорт товарів і послуг з України (\$млрд)**

Зростання експорту в 2019 р. складе близько 6%, головним чином завдяки експорту с/г продукції та послуг



Джерело: Національний банк України, ICU.

**Графік 10. Імпорт товарів і послуг в Україну (\$млрд)**

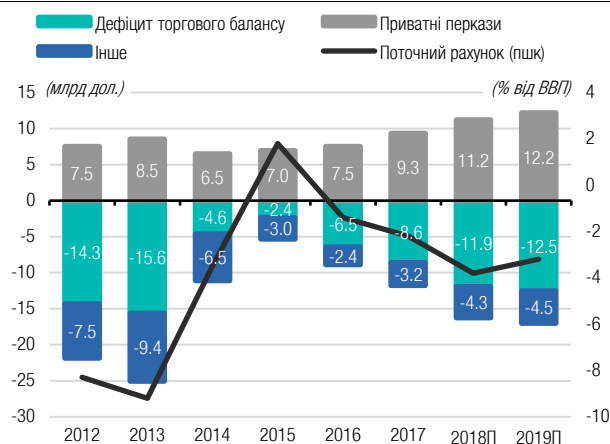
На тлі значного споживчого та інвестиційного попиту імпорт товарів і послуг в Україну збільшиться на 5%, а енергетичний імпорт впаде на 5%



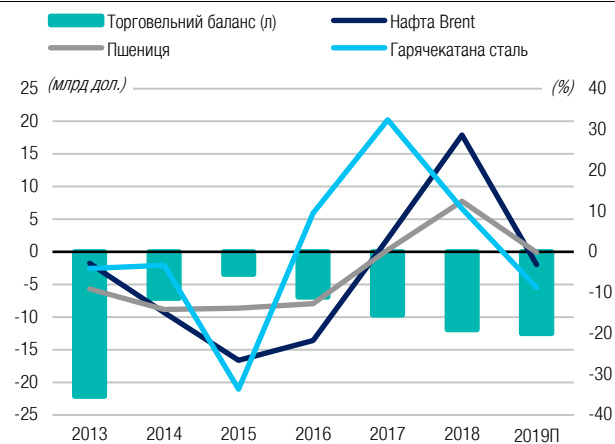
Джерело: Національний банк України, ICU.

**Зростання грошових переказів від трудових мігрантів та нижчі обсяги репатріації дивідендів посприяють зниженню дефіциту поточного рахунку**

Поточний рахунок платіжного балансу матиме підтримку від (1) подальшого зростання грошових переказів трудових мігрантів до \$12.2 млрд (+9% р/р) у 2019 р. з \$11.2 млрд (+23% р/р, оцінка ICU) у 2018 р. та (2) зниження обсягу репатріації дивідендів до \$3 млрд у 2019 р. з \$3.5 млрд у 2018 р. (оцінка ICU). Отже, ми очікуємо зниження дефіциту поточного рахунку в 2019 р. до 3.3% від ВВП (\$4.8 млрд) з 3.8% від ВВП (\$5.1 млрд, оцінка ICU) за підсумками 2018 р.

**Графік 11. Баланс поточного рахунку України (\$млрд, % від ВВП)**
*Дефіцит поточного рахунку знизиться до 3.3% від ВВП*


Джерело: Національний банк України, ICU.

**Графік 12. Торгівельний баланс України (\$млрд) та темпи росту цін на сировинні товари (% р/р)**
*Зниження цін на нафту, зернові та метали буде приблизно однаковим, що має зменшити тиск на торговельний баланс*


Джерело: Національний банк України, Bloomberg, ICU.

## Гривня: Помірне зниження продовжується, але вибори привносять невизначеності

- Завдяки підтримці НБУ та уряду малоімовірно, що гривня значно послабшає у 1кв19
- Вибори, девальваційні очікування й послаблені експортні ринки зберігають високі ризики для зниження курсу гривні
- Наш базовий сценарій припускає відсутність політичних шоків, отже, ми очікуємо, що національна валюта побачить сезонне укріплення в середньому до 27.5 грн/дол у 2кв19 і надалі знизиться до 29.5 грн/дол на кінець 2019 р.

*Ми очікуємо, що гривня тимчасово посилиться в 2кв19, але потім знизиться до 29.5 грн/дол на кінець 2019 р.*

Гривня закінчила 2018 р. на неочікувано сильному рівні 27.69 грн/дол. Ми вважаємо, що, незважаючи на традиційні негативні фактори кінця року, курс гривні підтримали успішне затвердження програми МВФ, валютні надходження від Фонду та інших міжнародних кредиторів, сильні продажі агроекспортерів, дефіцит гривневої ліквідності та стримане витрачання урядом бюджетних коштів у кінці року.

Упродовж 2019 р. ми очікуємо, що гривня продовжить помірне зниження у результаті девальваційних очікувань і розширення торгового дефіциту. Але останнє значно сповільниться завдяки падінню цін на енергоносії та меншому зростанню споживчого попиту. До того ж, жорстка монетарна й стримана фіскальна політика щонайменше в 1півр19 тиснутимуть на гривневу ліквідність і підтримають національну валюту. За відсутності політичних шоків поступове зниження курсу продовжиться в 2019 р. з традиційним сезонним укріпленням завдяки попиту на гривню від експортерів сільськогосподарської продукції в 2кв19.

Проте вибори привносять фактор непередбачуваності для валютного курсу. Ескалація політичної напруженості може посилити страхи девальвації в населення, та вітчизняних і іноземних інвесторів.

**Графік 13. Курс гривні до долара США в 2016–19 рр.**

Високі девальваційні очікування змінили сезонний тренд гривні у 2018 р., але за підсумками року гривня навіть зміцнилася порівняно з 2017 р.



Джерело: Національний банк України, Bloomberg, ICU.

**Графік 14. Прогноз курсу гривні до долара США**

Зважаючи на політичні ризики ми очікуємо поступове послаблення гривні впродовж 2019 р., але сезонне посилення у 2кв19 збережеться



Джерело: Національний банк України, Thomson Reuters, ICU.

## ВВП та інфляція: Уповільнення

### Економіка: Під впливом монетарної та фіскальної політик

- Економічне зростання уповільниться до 2.3% у 2019 р.
- Головні причини: жорстка монетарна та стримана фіскальна політики, а також менш сприятлива ситуація на зовнішніх ринках

**Споживання домогосподарств залишиться головним чинником росту в 2019 р.**

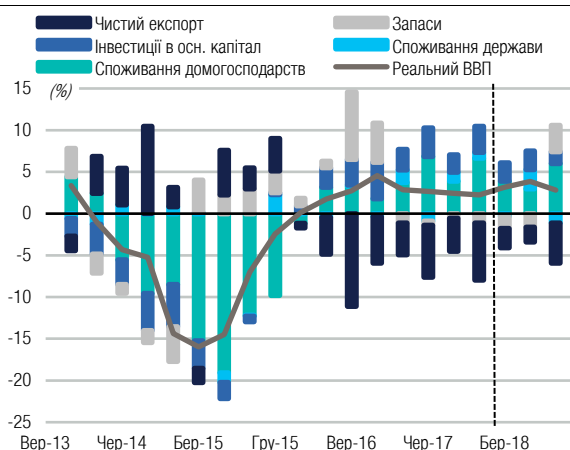
Завдяки подальшому зростанню номінальних та реальних доходів попит домогосподарств залишиться головним рушієм зростання економіки України в 2019 р. Однак темпи росту уповільняться до 2.3% насамперед через (1) жорстку монетарну політику центрального банку, яка збільшує вартість запозичень для бізнесу й домогосподарств, (2) уповільнення темпів росту основних торгових партнерів України на тлі негативних тенденцій у світовій економіці, (3) стриману фіскальну політику уряду через необхідність здійснення значних виплат за державним боргом та (4) стримані очікування бізнесу з огляду на політичну та економічну невизначеність у рік подвійних виборів.

**Зростання реального ВВП прискориться до 3.6% р/р у 4кв18**

Ми очікуємо, що в 4кв18 зростання реального ВВП прискориться до 3.6% р/р завдяки (1) рекордному врожаю (особливо пізніх зернових), (2) прискоренню витрат державного та місцевих бюджетів та (3) подальшому зростанню споживчого попиту. Таким чином, ми зберігаємо прогноз щодо росту економіки в 2018 р. на рівні 3.5%.

Графік 15. Компоненти росту реального ВВП (% р/р)

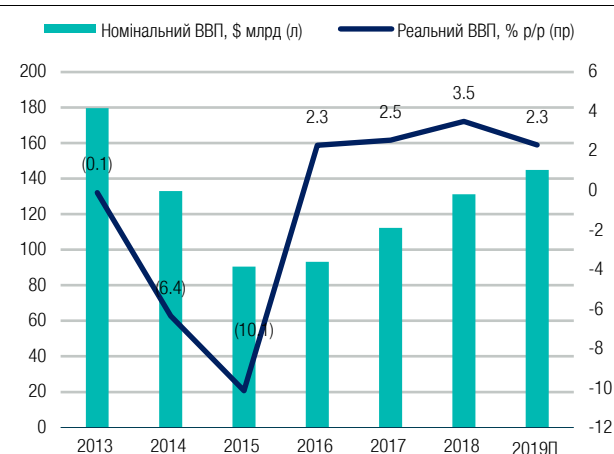
Споживання та інвестиції продовжать підтримувати зростання економіки



Джерело: Державна служба статистики України, ІСУ.

Графік 16. Темпи росту реального ВВП (% р/р)

... але воно уповільниться до 2.3% у 2019 р.



Джерело: Державна служба статистики України, ІСУ.

### Інфляція: Уповільнення через жорстку монетарну політику та нижчі ціни на сировинні товари

- Інфляція уповільнилася до 9.8% р/р у грудні 2018 р.
- Через жорстку монетарну та стриману фіскальну політики в 2019 р. зростання споживчих цін уповільниться до 8.5%

У 2019 р. інфляція  
уповільниться  
до 8.5%

Жорстка монетарна політика, обмеження витрат уряду та зниження цін на сировинні товари, особливо на енергоносії – усе це посприяє зниженню інфляції в 2019 р.

Зростання споживчих цін у грудні 2018 р. уповільнилося до 0.8% м/м та 9.8% р/р, а середній ріст за увесь рік склав 10.9%. Грудневий показник інфляції дещо перевищив як прогноз ІСУ (10.2%), так і оновлений прогноз НБУ (10.1%), переважно через неочікуване уповільнення темпів росту цін на транспорт на тлі падіння світових цін на нафту на 30% у 4кв18.

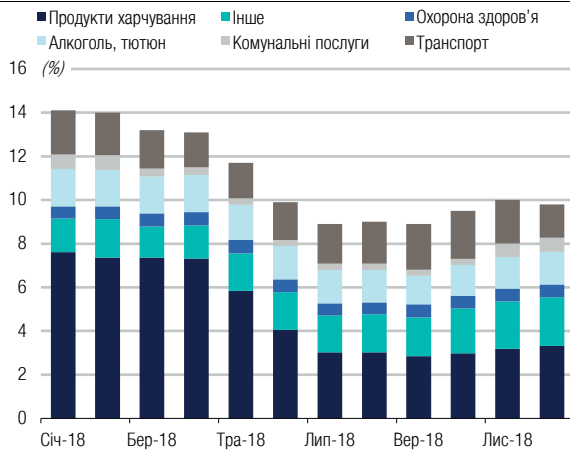
Подальшому уповільненню інфляції посприяють: (1) жорстка монетарна політика, (2) уповільнення економічного росту та (3) стримана фіскальна політика уряду у зв'язку з необхідністю утримання дефіциту бюджету на рівні 2.3% від ВВП під пильним наглядом з боку МВФ.

Уповільнення  
економічного росту та  
жорстка монетарна  
політика стримають  
інфляцію

Водночас споживчі ціни залишаться під тиском через: (1) високі інфляційні очікування бізнесу та домогосподарств з огляду на рік подвійних виборів, (2) значний споживчий попит та зростання номінальних зарплат, наслідком чого є перенесення частини витрат виробників на кінцевих споживачів, (3) високі девальваційні очікування та (4) подальше підвищення ціни на газ для населення, яке вимагає МВФ (+15% за нашою оцінкою). Ми вважаємо, що вищепераховані фактори несуть серйозні інфляційні ризики, тому очікуємо інфляцію на рівні 8.5% на кінець 2019 р., що вище 6.3% очікуваних Національним банком України.

Графік 17. Складники інфляції (% р/р)

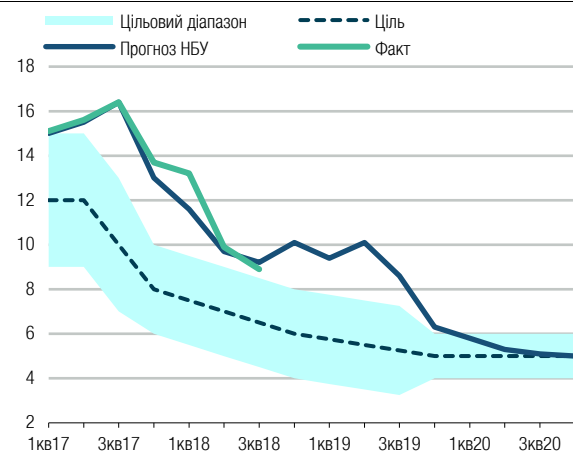
У 2018 р. інфляція уповільнилася до 9.8%, найнижчого рівня за останні п'ять років



Джерело: Державна служба статистики України, ІСУ

Графік 18. Інфляція: прогноз і цілі НБУ (% р/р)

НБУ очікує уповільнення інфляції до 6.3% у 2019 р., прогноз ІСУ – 8.5%



Джерело: Національний банк України.

## Банківський сектор: Назад до прибутковості на фоні високих ставок

- Чистий процентний дохід та відносно низька вартість ризику дозволили банкам вийти на прибуток у 2018 році
- Процентні ставки почнуть знижуватися в 2019 році
- Споживче кредитування залишається сектором, який розвивається найдинамічніше

2018 рік став першим роком, починаючи із 2013 р., коли банківська система показала прибуток, який за результатами 11 місяців склав 20 млрд грн. завдяки помірним витратам на резервування та високій процентній маржі. Проте ми очікуємо, що 2019 р. буде періодом стабільного, а не різкого подальшого росту. Після величезної кількості дефолтів як у корпоративному, так і в роздрібному секторі банки зіштовхуються з дефіцитом кредитоспроможних позичальників.

Після ряду вливань капіталу в попередні роки капіталізація банків є достатньою. Коефіцієнт достатності капіталу (N2) був понад 15% з червня 2017 р.. Стрес-тест 2018 р. виявив необхідність капіталу на суму 6.1 млрд грн. за базовим сценарієм, що становить 5% регулятивного капіталу системи. Більшості банків вдалося покрити потреби в капіталі до кінця року за рахунок реструктуризації та збільшення покриття заставою.

Стрес-тести не виявили необхідності вливання капіталу в жоден з державних банків за базовим сценарієм. Проте Ощадбанк стверджує, що для формування резервів на кредитний портфель до 2014 р. необхідно додаткове збільшення капіталу в розмірі 10 млрд грн. Це зробить банк більш привабливим для таких потенційних міноритарних інвесторів, як ЄБРР. Однак НБУ очікує, що банк буде більш інтенсивно працювати над поверненням та реструктуризацією проблемних кредитів.

**Цикл зниження відсоткової ставки може початися в січні 2019 р., але НБУ напевно чи опустить облікову нижче 16% до кінця року**

## Процентні ставки почнуть знижуватися

**Цикл зниження ставок** може розпочатися ще в січні 2019 року, оскільки інфляція, імовірно, продовжить зниження у відповідь на жорстку монетарну політику НБУ. Однак минулорічний структурний профіцит гривневої ліквідності напевно чи повториться в першому півріччі, що означатиме більш повільне зниження відсоткових ставок. Регулятор намагатиметься уникнути помилкової практики надто швидкого зниження ставок. Тому ми очікуємо, що облікова ставка знижуватиметься поступово і досягне 16% у грудні. За нашим базовим сценарієм, НБУ дотримується інфляційного таргетування та залишатиметься незалежним. Обидві умови є ключовими в новому Меморандумі МВФ, і вони повинні залишатися в силі упродовж дії нової програми співпраці з Фондом.

Відсоткові ставки за депозитами будуть значною мірою дотримуватися траєкторії облікової ставки НБУ. Проте зниження напевно чи буде стрімким, як це було в 2016 р., оскільки ставки за депозитами для фізичних суттєво відстали від облікової ставки в поточному циклі її підвищення. У 1півр19 ми не очікуємо повторення структурного профіциту гривневої ліквідності, що дещо стримуватиме зниження ставок за депозитами.

Ставки за корпоративними кредитами в гривнях більш чітко підвищувалися відповідно до облікової ставки й навіть вище на кінець року у зв'язку із сезонним дефіцитом ліквідності на кінець року. Із зникненням сезонного фактора ставки почали знижуватися в січні й надалі слідуватимуть за динамікою облікової ставки. Ми очікуємо зниження на 400 б.п. до 17% до кінця 2019 р.

**Графік 19. Динаміка відсоткових ставок у гривні**

Ставки за кредитами слідують обліковій ставці Нацбанку



Джерела: НБУ, розрахунки ICU.

Більшість банків працює з хорошою чистою процентною маржею (у середньому 6%), яка поряд з помірною вартістю ризику (2.6%) є основним фактором, що зумовлює прибутковість сектора в 2018 р.. Однак такі окремі банки з винятково високим рівнем проблемних кредитів, як державні Укресімбанк та Ощадбанк, досі не є прибутковими на операційному рівні.

## Ставки за корпоративними позиками не дозволяють розраховувати на значний ріст кредитування

**Корпоративне кредитування зростатиме повільно через жорстку монетарну політику**

**Корпоративне кредитування росте повільно.** Кредити корпоративного сектору зросли на 7.2% р/р у жовтні 2018 р. з врахуванням ефекту зміни курсу. Кредитування в іноземній валюті зростає більш високими темпами на 8.4% р/р, ніж у гривні – на 6.2% р/р. Кредитування загалом стримується поточною жорсткою монетарною політикою НБУ, оскільки відсотки за гривневими кредитами корпоративному сектору зростали вслід за обліковою ставкою з 13% до початку циклу зростання й до нинішніх 21%. Попри

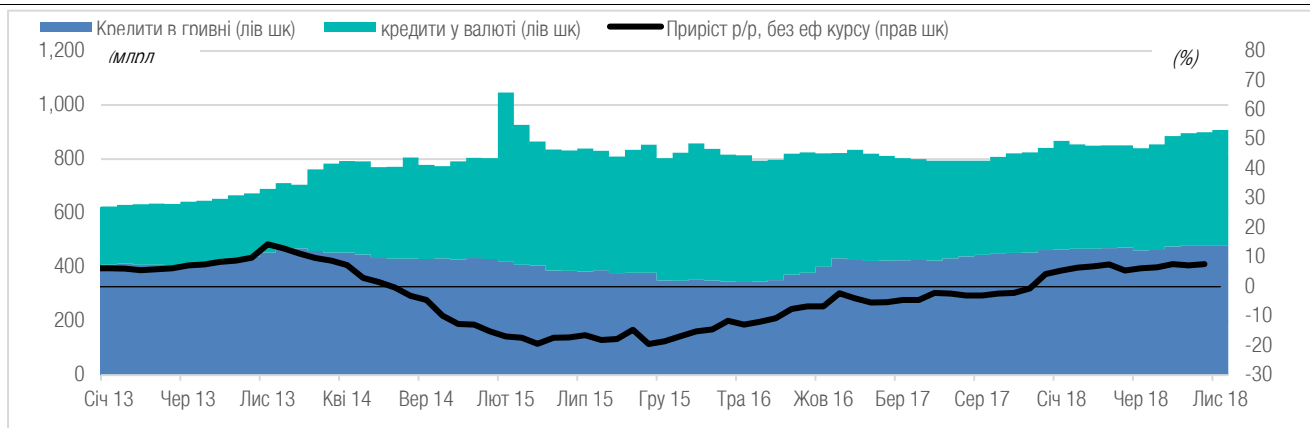
збереження ставки на незмінному рівні в 4кв18 вартість корпоративного кредитування продовжувала зростати на фоні зниження ліквідності банків.

Ще однією проблемою для банків є дефіцит відповідальних позичальників, за які вони повинні конкурувати. Такі окремі галузі, як хімічна промисловість та машинобудування, мають дуже невелику частку компаній, які здатні обслуговувати свої боргові зобов'язання. З іншого боку, аграрний сектор, виробництво електроенергії та легка промисловість мають значну кількість підприємств з низьким коефіцієнтом заборгованості та високими показниками EBITDA.

Зважаючи на жорстку макроекономічну політику, що, як ми очікуємо, збережеться в 2019 році, не передбачаємо швидкого зростання обсягів кредитування корпоративних клієнтів. Валовий портфель кредитів бізнесу в 2019 р., імовірно, збільшиться на 10-12%.

## Графік 20. Валові кредити юридичним особам

Корпоративне кредитування відновлюється повільно через брак платоспроможних позичальників



Джерела: НБУ, розрахунки ICU.

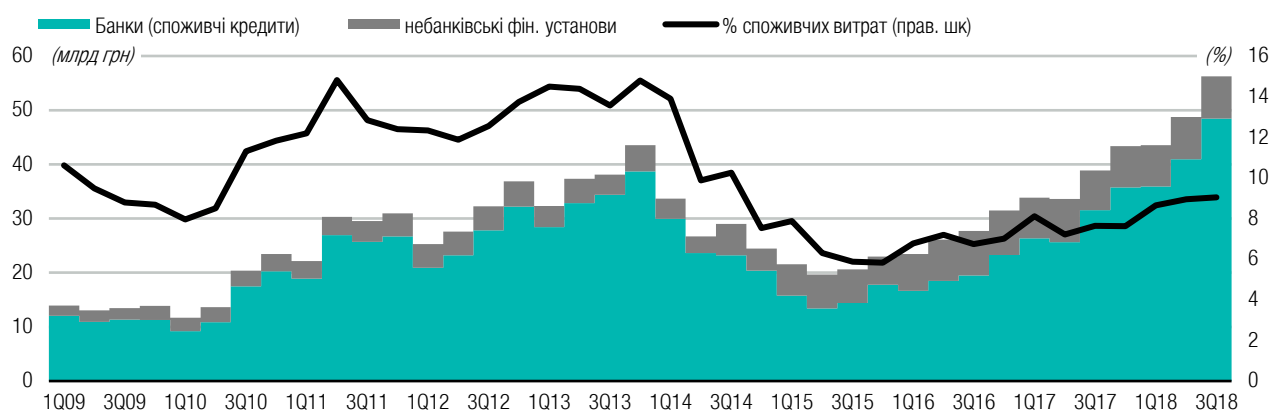
## Споживче кредитування набирає обертів, пік ще попереду

Незважаючи на значне зростання в річному вимірі, споживче кредитування ще далеке від буму

Роздрібне кредитування в гривні виростає на 30% у 2019 р. Банки збільшують обсяг споживчого кредитування, на який зріс попит. Під час кризи 2014-15 років банки значно скоротили кредитування, а багато банків із сильними позиціями в сегменті припинили своє існування. Як наслідок, небанківські фінансові установи збільшили свою частку від загального обсягу виданих кредитів, наростивши її до 32% під час піку в 2кв15. Незважаючи на дворазове зменшення цієї частки, небанківським фінансовим установам вдалося зберегти обсяг виданих кредитів у той час, як банки його суттєво збільшили.

## Графік 21 Співвідношення нових споживчих кредитів виданих до споживчих витрат

Попри значне зростання споживчого кредитування, позики становлять значно менший відсоток споживчих витрат, ніж у пікові 2011-13 роки

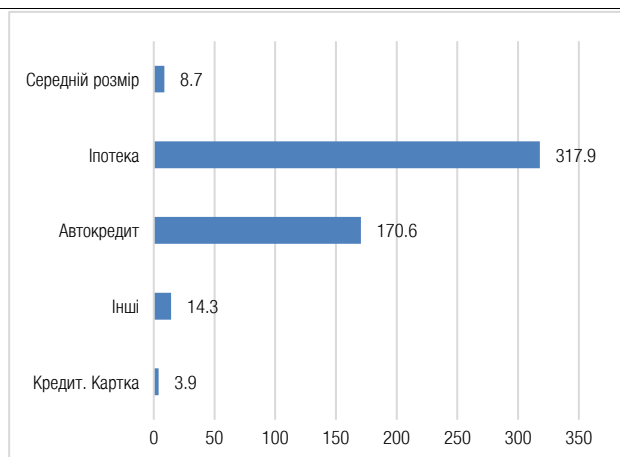


Джерела: НБУ, Нацкомфінпослуг, розрахунки ICU.

Ми очікуємо, що споживче кредитування банків у гривні зросте на 30% р/р у 2019 р., адже попит на кредити залишатиметься високим, а банки розглядають цей сегмент як перспективний напрям для нарощування портфелів. Нинішній рівень споживчого боргу ще далекий від того, що був під час кредитного буму 2011-13 рр., але НБУ вже оголосив про плани провести стрес-тестування цього сегменту. Обмеження на видачу споживчих позик навряд чи будуть упроваджені в 2019 р., але регулятор може запровадити додаткові пруденційні вимоги або накласти обмеження на доходи споживчого кредитування в 2020 р. по мірі того, як сегмент продовжить зростати високими темпами.

### Графік 22. Середній розмір кредитів у гривні

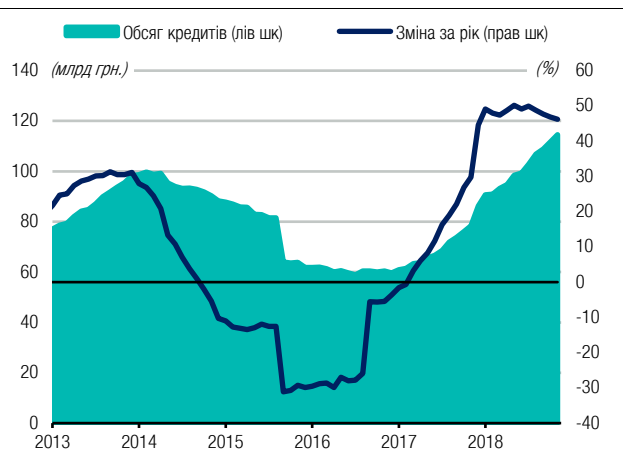
На жовтень 2018, банки, що працюють



Джерело: НБУ.

### Графік 23. Споживчі кредити населенню в гривні

Розрібні кредитні портфелі демонструють значний приріст



Джерела: НБУ, розрахунки ICU.



## Річні прогнози на 2018–19 рр.

Показник	Історичні дані за 2008-17 рр.										Прогноз ІСУ	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018П	2019П
<b>Показник</b>												
Реальний ВВП (% р/р)	2.6	-15.0	4.2	5.1	0.5	-0.1	-6.4	-10.1	2.4	2.5	<b>3.5</b>	<b>2.3</b>
Номінальний ВВП (млрд. грн.)	948.1	913.3	1,082.6	1,302.1	1,404.7	1,465.2	1,586.9	1,988.5	2,385.4	2,982.9	<b>3,571.6</b>	<b>4,058.0</b>
Номінальний ВВП (млрд. дол.)	147	113	136	162	173	178	108	90	93	112	<b>131</b>	<b>144</b>
<b>Інфляція</b>												
Індекс споживчих цін (% р/р, к.п.)	22.3	12.3	9.1	4.6	-0.2	0.5	24.9	43.3	12.4	13.7	<b>9.8</b>	<b>8.5</b>
Індекс цін виробників (% р/р, к.п.)	21.1	15.3	18.8	17.4	0.4	1.7	31.8	25.4	35.7	16.5	<b>14.2</b>	<b>11.3</b>
<b>Обмінний курс</b>												
Гривня/Долар США (к.п.)	7.80	8.00	7.94	8.00	8.05	8.24	15.82	24.03	27.10	28.10	<b>27.69</b>	<b>29.50</b>
Гривня/Євро (к.п.)	10.90	11.45	10.63	10.37	10.62	11.32	19.14	26.10	28.50	33.70	<b>31.71</b>	<b>35.40</b>
<b>Зовнішній баланс</b>												
Торгівельний баланс (млрд. дол.)	-14.4	-2.0	-4.0	-10.1	-14.3	-15.6	-4.6	-2.4	-6.5	-8.6	<b>-11.9</b>	<b>-12.5</b>
Торгівельний баланс (% від ВВП)	-9.8	-1.7	-2.9	-6.2	-8.3	-8.7	-3.5	-2.6	-6.9	-7.7	<b>-9.1</b>	<b>-8.6</b>
Баланс поточного рахунку (млрд. дол.)	-12.8	-1.7	-3.0	-10.2	-14.3	-16.5	-4.6	1.6	-1.3	-2.4	<b>-5.1</b>	<b>-4.8</b>
Баланс поточного рахунку (% від ВВП)	-14.4	-2.0	-4.0	-10.1	-14.3	-15.6	-3.5	1.8	-1.4	-2.2	<b>-3.8</b>	<b>-3.3</b>
<b>Відсоткова ставка</b>												
Облікова ставка НБУ (% к.п.)	12.00	10.25	7.75	7.75	7.50	6.50	14.00	22.00	14.00	14.50	<b>18.00</b>	<b>16.00</b>
<b>Фіскальний баланс</b>												
Баланс бюджету (% від ВВП)	-1.3	-3.9	-5.9	-1.8	-3.8	-4.4	-5.0	-2.3	-2.9	-1.5	<b>-2.4</b>	<b>-2.3</b>

Джерело: Державна служба статистики України, Національний банк України, ІСУ.





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

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



## 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)

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 прийнятними для всіх інвесторів. Вартість або дохід згаданих тут інвестицій можуть змінюватися або залежати від обмінного курсу. Історичні дані не можуть бути підставою для майбутніх результатів. Інвестори мають робити власні дослідження та приймати рішення, не покладаючись на цю публікацію. Лише інвестори зі значними знаннями й досвідом у фінансових питаннях, спроможні оцінити переваги та ризики, мають розглядати інвестиції в будь-якого емітента або ринок, а інші особи не повинні робити жодних дій на підставі цієї публікації.



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