



Фокус
Україна

Сегмент
Макроекономіка

Аналітики
**Олександр Мартиненко,
Тарас Котович,
Михайло Демків,
Дмитро Дяченко**

Макроекономічний огляд

У процесі трансформації



19 ЛИПНЯ 2019

ДАНИЙ ЗВІТ МАЄ ВИКЛЮЧНО ІНФОРМАЦІЙНЕ ПРИЗНАЧЕННЯ

Зміст

Резюме	3
Політична трансформація триває	5
Державний борг: складно з валютою; великий попит на гривневі ОВДП	6
Рефінансування валютного боргу залежить від МВФ	6
Clearstream та високі ставки збільшили попит на гривневі ОВДП	7
Бюджет: Видатки обмежено	9
Поточний рахунок: Скорочення дефіциту	10
Гривня: На шляху до послаблення	11
Економіка: Прогнозоване уповільнення	12
Інфляція: Уповільнюється	13
Банки: В очікуванні рекордного прибутку	14
Дефіцит ліквідності позначається на ставках	14
Банки не нарощують портфель корпоративних кредитів, але дуже активно видають споживчі	15
Споживче кредитування забезпечує прибутковість банків	16
Макроекономічний прогноз	18

Резюме

Перехідний період у політиці: Невизначеність з новою угодою з МВФ. У зв'язку з достроковими парламентськими виборами є велика ймовірність, що Україна відновить співпрацю з МВФ у листопаді-грудні. Це наш базовий сценарій і ми очікуємо, що уряд отримає EUR500 млн макрофінансової допомоги від ЄС і залучить \$1-2 млрд на зовнішніх ринках до кінця 2019 р. Проте, створення коаліції, формування уряду і, нарешті, переговори з МВФ можуть зайняти більше часу ніж очікується і, в результаті, відтермінувати необхідний притік валюти до 2020 р. Ці невизначеності будуть стримувати інвесторів, обмежувати здатність Кабміну запозичувати і, отже, негативно впливатимуть на курс гривні та інфляцію.

Державний борг: Попереду значні виплати. Україні доведеться виплатити \$4.6 млрд у 2П19. Для фінансування цих платежів Україні знадобиться другий транш макрофінансової допомоги ЄС у розмірі EUR500 млн і також доведеться додатково випустити \$1-2 млрд єврооблігацій. Без цих запозичень золотовалютні резерви України знизяться до \$18 млрд, нижче трьох місяців покриття імпорту.

Державний борг: ОВДП мають попит. Привабливі 17-18% дохідності та спрощений доступ до ринку завдяки відкриттю лінку Clearstream сприятимуть подальшому попиту на гривневі ОВДП з боку іноземних інвесторів, які збільшили свої вкладення у 9 разів з початку року, до 57.2 млрд грн. (\$2.2 млрд) на кінець 1П19. Високий ризик девальвації гривні та затримка угоди з МВФ можуть призвести до зниження попиту на них. Тим не менше, до кінця 2019 р. обсяг придбаних іноземними інвесторами ОВДП може зрости до 85 млрд грн. (\$3 млрд), оскільки вони спробують пом'якшити ці ризики придбанням довгострокових інструментів у гривні.

Монетарна політика: НБУ готується до значного зниження ставок у 2020. Покращення макроекономічних очікувань дозволило НБУ в липні продовжити цикл зниження ставки, вдруге за рік зменшивши її на 50 б.п. – до 17%. Регулятор очікує поступове зниження ставки у 2019 до 16% й більш різне у наступному – до 9.5%. До кінця 2021 р. очікуваний розмір ставки – 8%, інфляції – 5%.

Реалізація такого прогнозу можлива за умови подальшого зменшення інфляції до рівня $5 \pm 1\%$, та збереження макроекономічної стабільності загалом. Для чого існують ризики як зовнішнього характеру (ціни на товари українського експорту, геополітичні протистояння навколо питання транзиту газу), так і внутрішні (збереження жорсткої монетарної політики).

Ми очікуємо, що Нацбанк може знизити облікову ставку на 100 б.п. – до 16% на кінець 2019 року. Однак, в 2020 році темпи зниження облікової ставки будуть повільнішими, ніж в прогнозі НБУ.

Банки: Ще один прибутковий рік. Загальний чистий прибуток банківської системи з початку року по травень включно склав 23 млрд грн, що вже перевищило загальну суму за 2018 р. (22 млрд грн). Це означає, що прибуток у 2019 р. значно перевершить результати попереднього року. На споживче кредитування припадає більша частина позитивного чистого процентного доходу, водночас витрати на резервування залишаються низькими, оскільки банки створили адекватні резерви щодо проблемних кредитів у своїх балансах. Збільшення прибутку призведе до пропорційного зростання дивідендів у 2020 р. З одного боку, це зробить українські банки привабливими для інвесторів в акції, з іншого — призведе до додаткового тиску на валютний ринок, коли іноземні банки будуть виплачувати дивіденди.

ВВП та інфляція: Сповільнюються. Ми очікуємо, що зростання реального ВВП уповільниться до 2.7% у 2019 р. з 3.3% у 2018 р., оскільки монетарна та фіскальна політики залишаються жорсткими, споживчий та інвестиційний попит уповільнюються, а ситуація на глобальних ринках погіршується. Ці чинники також посприяють зниженню

інфляції до 8% на кінець 2019 р. Водночас, послаблення гривні, волатильність на внутрішньому ринку нафтопродуктів та вищі ціни на продукти харчування створюють проінфляційні ризики.

Гривня: В очікуванні послаблення. Сезонна девальвація повинна початися у 2П19, коли тиск на гривню зростатиме на тлі збільшення попиту на валюту з боку імпортерів та платників дивідендів у іноземній валюті. Ми очікуємо, що гривня послабиться до 27 грн/\$ у серпні, та до 28.5 грн/\$ на кінець року. Зростання попиту з боку іноземних інвесторів на гривневій ОВДП може мати наслідком сильніший курс гривні, ніж ми очікуємо. З іншого боку, зважаючи на можливі затримки угоди з МВФ, непевні настрої інвесторів та можливе зростання репатріації дивідендів ми вважаємо, що ризики зниження курсу національної валюти є суттєвими.

Політична трансформація триває

Політична невизначеність і відсутність чіткої економічної політики від нової влади не покращують настрої бізнесу та інвесторів

Через парламентські вибори та формування нового уряду Україна все ще перебуває в процесі політичної трансформації, що підвищує ризики для економіки а, отже, і для інвесторів. Новий президент і його команда висловили прихильність реформам і співпраці з МВФ. Однак поки що ринок мало розуміє, як буде виглядати економічна політика нової адміністрації. Останні передвиборні опитування показали деяке зниження підтримки виборцями партії президента, Слуга народу, до 43-45%. Це означає зростання залежності партії від коаліції, яка в кінцевому рахунку вплине на склад нового уряду. Отже, економічна політика, швидше за все, викристалізуватиметься після формування нового Кабінету міністрів. До цього часу політична невизначеність продовжуватиме впливати на настрої інвесторів і бізнесу.

Україні вдасться домовитись про нову програму з МВФ, що розблокує макрофіндопомогу від ЄС та посприяє залученню коштів на фінансових ринках

Дострокові вибори, що були дозволені Конституційним судом, відкривають шлях до швидкого формування уряду. Після того, як результати парламентських виборів будуть оголошені наприкінці липня чи на початку серпня, новий парламент має зібратися до початку вересня і сформувати новий уряд у вересні чи жовтні. Тому Кабмін може мати близько двох місяців для проведення переговорів та розробки нової програми фінансової підтримки з боку МВФ. Наш базовий сценарій полягає в тому, що Україні вдасться домовитися з МВФ про нову програму розширеного фінансування, розблокувати отримання EUR500 млн від ЄС до кінця 2019 р., а також залучити на міжнародних ринках ще \$1-2 млрд через еврооблігації.

МВФ готовий обговорювати умови співпраці з новим урядом, але Фонд, імовірно, займе жорстку позицію щодо ключових проблем, як от: ринкове ціноутворення тарифів на природний газ, кримінальна відповідальність за незаконне збагачення, прийняття закону про «спліт», націоналізація Приватбанку та незалежність НБУ.

Таблиця 1. Ключові питання для діалогу Україна-МВФ

Питання	Примітки
1 Тарифи на природний газ для населення: повинні відповідати ринковим цінам та паритету імпорту	Може знову стати серйозною проблемою, коли ціни на газ для ЄС зростуть на 40-50% до кінця 2019 р.
2 Кримінальна відповідальність за незаконне збагачення: скасована Конституційним Судом	Скасовано Конституційним Судом
3 Закон про «спліт» про поділ фінансового нагляду над фінансовими посередниками: відкладається з квітня 2015р.	Один із невиконаних маяків програми стенд-бай
4 Судові рішення щодо оскарження націоналізації Приватбанку	Одна з ключових проблем на думку МВФ
5 Незалежність НБУ: оскаржується місцевими судами	Одна з ключових проблем на думку МВФ

Джерело: ІСУ

У 2019 р. Україні необхідно профінансувати різницю між \$4.3 млрд дефіциту поточного рахунку та \$2.1 млрд прямих іноземних інвестицій

За наявних понад \$20 млрд золотовалютних резервів НБУ, уряд може не поспішати з отриманням наступних траншів МВФ до 2020 р. Тим не менш, Україна має профінансувати різницю між \$4.3 млрд дефіциту поточного рахунку та \$2.1 млрд прямих іноземних інвестицій, що очікуються цього року. Затримка з новою програмою МВФ зменшить золотовалютні резерви до \$18 млрд, покриваючи трохи менше трьох місяців імпорту, що збільшить тиск на гривню та прискорить інфляцію.

Державний борг: складно з валютою; великий попит на гривневі ОВДП

Рефінансування валютного боргу залежить від МВФ

- Щоби забезпечити рефінансування \$4.6 млрд валютних виплат у 2П19, уряду необхідна нова програма співпраці з МВФ
- Найімовірніше, Мінфін зможе рефінансувати лише 70–80% виплат за валютними ОВДП у 2П19
- Без нових зовнішніх запозичень золотовалютні резерви можуть скоротитися до \$18 млрд до кінця 2019 р.

Без зовнішнього фінансування боргові виплати спричинять скорочення золотовалютних резервів до \$18 млрд на кінець року

У 2П19 Україна має сплатити \$4.6 млрд за валютним боргом. Щоби профінансувати ці виплати уряду потрібно отримати другий транш макрофінансової допомоги ЄС у сумі EUR500 млн та вийти на ринок з випуском єврооблігацій ще на \$1-2 млрд. Ми очікуємо, що ці джерела фінансування будуть доступними ще до кінця року після перезапуску програми співпраці з МВФ.

Таблиця 2. Валютні виплати з бюджету та джерела їхнього покриття, 2П19 (\$ млрд)

Баланс валюти на кінець 1П19	3.0		
Залучення фінансування	3.6	Валютні виплати	4.6
МВФ	0.0	МВФ	0.3
Єврооблігації	1.0	Єврооблігації	0.7
Макрофінансова допомога ЄС	0.6	Інші зовнішні виплати	0.3
Валютні ОВДП	2.0	Валютні ОВДП	2.6
Придбання валюти в НБУ	0.0	Обслуговування зовнішнього боргу	0.7
Очікуваний баланс валюти на кінець 2019 р.	2.0		

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

Водночас, процес формування коаліції у парламенті, призначення нового уряду та переговори з МВФ можуть створити затримки з отриманням фінансової допомоги та запозиченнями через випуск єврооблігацій. Без цих коштів валютні виплати призведуть до скорочення золотовалютних резервів до \$18 млрд на кінець року, суми, трохи меншої за три місяці імпорту.

Але після успішного випуску єврооблігацій на EUR1 млрд, отримавши у шість разів більше попиту, Мінфін може знову спробувати вийти на ринок запозичень до моменту досягнення згоди з МВФ. Щоправда, така спроба буде залежати від ситуації на глобальних ринках.

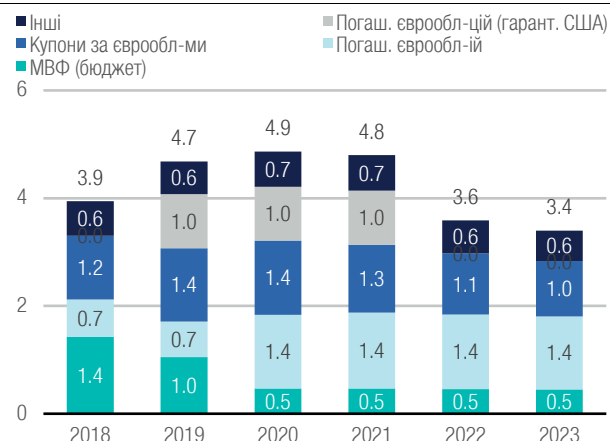
Можливості рефінансувати внутрішні валютні виплати залишаються недостатніми, потребуючи використання валюти з інших джерел

Можливості рефінансувати виплати за валютними ОВДП залишаються непевними. У першому півріччі, з типово для цього часу низьким попитом на валютні облігації, Міністерство фінансів змогло залучити лише \$2.2 млрд. Це вилилось у рефінансування лише 74% виплат. І відбулося це попри використання Мінфіном усіх можливостей запропонувати найбільш привабливі інструменти — від коротких термінів обігу до випусків з правом дострокового погашення будь-коли.

Незважаючи на те, що у червні попит дещо зріс, малоімовірно, що рівень рефінансування внутрішніх валютних виплат суттєво зросте у 2П19. Це означає, що близько \$600 млн внутрішніх валютних виплат доведеться покривати за рахунок валюти з інших джерел.

Графік 1. Виплати за державним зовнішнім боргом (\$ млрд)

Україна має сплатити по \$4.7-4.9 млрд щороку у 2019-21



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

Щоб забезпечити всі виплати у травні, уряд був змушений придбати біля \$3 млрд з золотовалютних резервів НБУ

На початку липня на рахунках уряду знаходилось \$3 млрд валютних коштів та 13 млрд грн (\$0.5 млрд) гривневих. Починаючи цей рік з \$2 млрд валюти на урядових рахунках, було залучено близько \$2 млрд через зовнішні запозичення. Тим не менше, Кабмін використав усі наявні кошти на боргові виплати і був змушений купувати валюту в Національного банку, як єдиного джерела валюти, що дозволяє не впливати на валютний ринок. За нашими підрахунками всього було придбано близько \$3 млрд.

Графік 2. Місячні обсяги виплат за зовнішнім боргом (\$ млрд)

Пікові виплати зовнішнього боргу цього року припадають на травень і вересень, \$1.4 млрд та \$1.6 млрд відповідно



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

Clearstream та високі ставки збільшили попит на гривневі ОВДП

- Іноземні інвестори збільшили портфель ОВДП у дев'ять разів з початку року, до 57.2 млрд грн на кінець червня і стали важливим учасником ринку гривневого боргу
- Ми очікуємо, що іноземні інвестори і надалі збільшуватимуть вкладення в ОВДП, до 85 млрд грн на кінець року, збільшуючи частку довгих термінів обігу

Іноземні інвестори володіли 57.2 млрд грн ОВДП на кінець червня

Завдяки привабливим дохідностям на рівні 17-18% річних, а також очікуванням сезонного укріплення гривні, обсяг внутрішнього боргу зріс на 2.3% з початку року, або на 17.6 млрд грн — до 773.3 млрд грн на кінець червня 2019 р. Іноземні інвестори за цей час вклали 50.9 млрд грн, збільшивши обсяг портфелю у 9 разів — до 57.2 млрд грн.

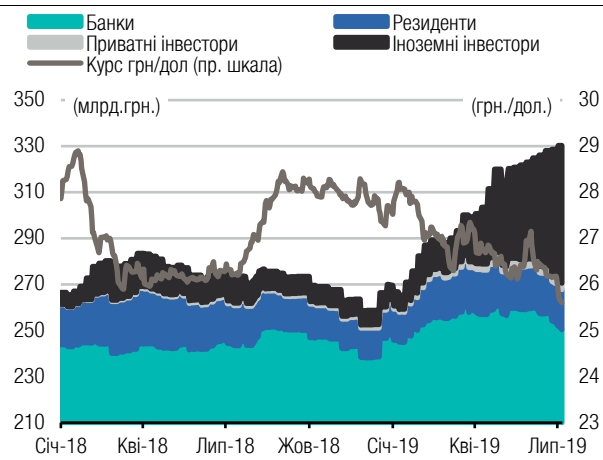
Відкриття лінку з глобальним депозитарієм Clearstream з 27 травня, спростило доступ для іноземців на український ринок державних облігацій. Тому ми очікуємо, що попит з їхнього боку продовжить зростати і в 2П19. Пропозиція гривневих облігацій має бути достатньою, адже одним з елементів стратегії уряду з управління боргом є збільшення протягом трьох років частки гривневого боргу у його загальному обсязі з поточних 32% до 50%. Хоча є ризик того, що попит дещо сповільниться у 2П19 через збільшення очікувань щодо сезонного послаблення гривні і невпевненості стосовно подальшої співпраці з МВФ.

У 2019–21 рр. уряд планує збільшити частку гривневого боргу до 50% з сьогоднішніх 32%

Щоби впоратися з цими ризиками, інвестори збільшать свій попит на довгострокові ОВДП. Ці інструменти дозволять їм отримувати високу дохідність протягом довшого періоду часу, особливо враховуючи очікування, що НБУ знизить свою облікову ставку до кінця року на 100 б.п. Загалом, за підсумками року портфель іноземних інвесторів може зрости до 85 млрд грн.

Графік 3. Портфелі гривневих ОВДП, 2018-19, (млрд грн)

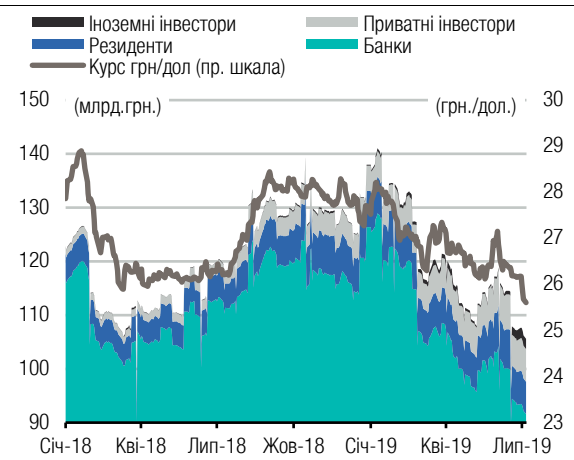
Іноземні інвестори різко збільшили вкладення в ОВДП — до 57.2 млрд грн за підсумками 1П19



Джерело: Національний банк України, Bloomberg, ICU.

Графік 4. Портфелі валютних ОВДП, 2018-19, (млрд грн)

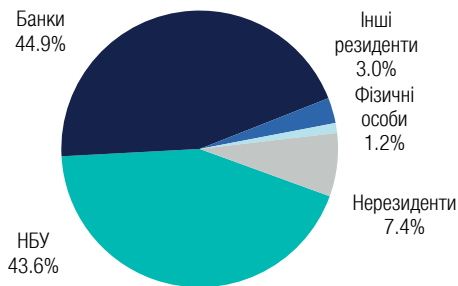
Обсяги валютних ОВДП у портфелях інвесторів скорочуються



Джерело: Національний банк України, Bloomberg, ICU.

Графік 5. Структура інвесторів ОВДП, 01.07.19 (%)

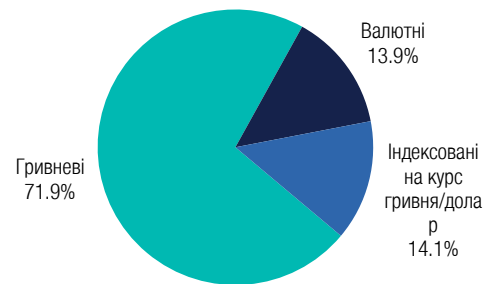
Частка іноземних інвесторів різко зростає — до 7.4% з 0.8% на початку року



Джерело: Національний банк України, ICU.

Графік 6. Валютна структура ОВДП в обігу, 01.07.19 (%)

Гривнева частка внутрішнього боргу зростає



Джерело: Національний банк України, ICU.

Бюджет: Видатки обмежено

- Уряд зменшуватиме видатки бюджету, щоби втримати бюджетний дефіцит нижче 2.5%
- Недовиконання доходів бюджету за 5М19 становить біля 2.6%

Недовиконання видаткової частини бюджету негативно вплине на ВВП

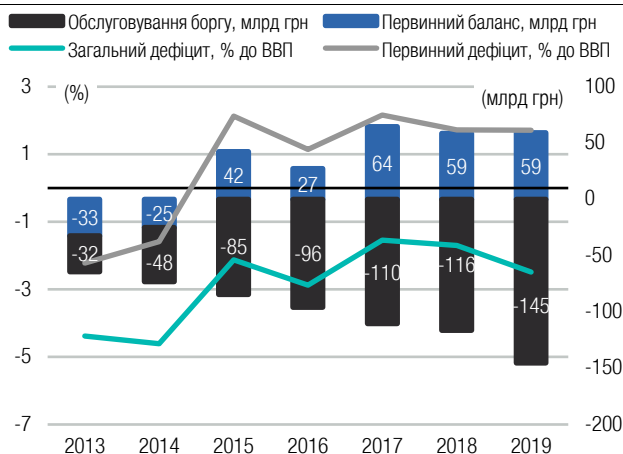
За рахунок недовиконання видатків уряд прагне звести дефіцит до рівня менше 2.5%

Потреба втримання дефіциту бюджету на рівні нижче 2.5%, щоби не виходити за рамки домовленостей з МВФ, а також недовиконання доходної частини бюджету – чинники, які обмежуватимуть урядові витрати протягом решти 2019 р. Сферами, що постраждають від недофінансування, найімовірніше, будуть економічна діяльність, безпека та охорона здоров'я. І це негативно вплине на економічне зростання. Загалом, за підсумками року дефіцит бюджету може скласти 2.4%.

За 5М19 доходи загального фонду державного бюджету були на 2.6% нижчими від запланованих через високий рівень відшкодування ПДВ і, в основному, через міцнішу, ніж планувалось, гривню. Саме курс гривні вплинув на надходження ПДВ з імпорту, акцизного збору та ввізного мита. Тим не менше, доходна частина бюджету була суттєво підтримана Національним банком шляхом перерахування перевищення доходів над витратами у 2018 р, в обсязі 64.9 млрд грн — більшому, ніж було заплановано і який склав 15% від доходів бюджету за 5М19.

Графік 7. Дефіцит бюджету (% , млрд грн)

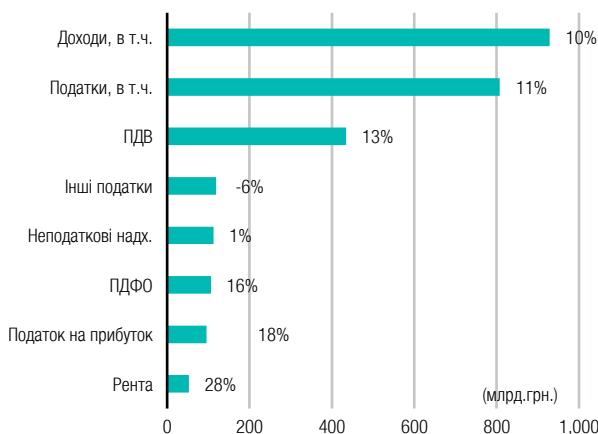
Уряд планує низький дефіцит у рік подвійних виборів



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

Графік 8. Ключові джерела доходів бюджету, 2019, (млрд грн)

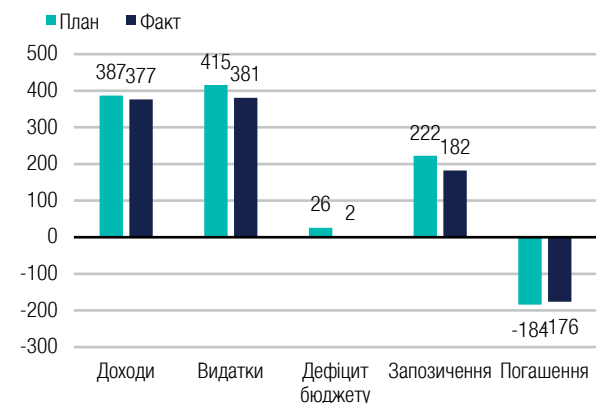
Ключові доходи водночас є ключовими ризиками виконання бюджету



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

Графік 9. План та виконання бюджету, 5М19 (млрд грн)

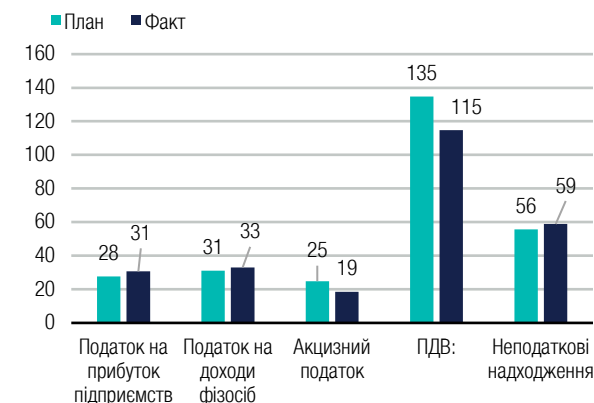
Виконання бюджету нижче плану за усіма складовими



Джерело: Державна казначейська служба України, ICU.

Графік 10. Ключові статті доходів бюджету 5М19 (млрд грн)

Виконання ключових доходів бюджету під суттєвим ризиком



Джерело: Державна казначейська служба України, ICU.

Поточний рахунок: Скорочення дефіциту

- Зниження цін на метали нівелює позитивний вплив низьких світових цін на енергоресурси
- Значний споживчий та інвестиційний попит продовжать тиснути на торговельний баланс
- Дефіцит поточного рахунку зменшиться до 2.9% від ВВП внаслідок подальшого росту грошових переказів

Дефіцит торговельного балансу знизиться до 8.1% від ВВП у 2019 р. з 8.6% від ВВП у 2018 р.

Річний дефіцит торговельного балансу склав \$11.4 млрд (8.3% від ВВП) у травні і ми очікуємо, що він виросте до \$12 млрд, але знизиться до 8.1% від ВВП за підсумками 2019 р., проти 8.6% від ВВП у 2018 р. Наш прогноз передбачає, що позитивний вплив на торговельний баланс України від нижчих світових цін на енергоносії нівелюють вищі обсяги закупівель природного газу, нижчі світові ціни на ключові товарні групи українського експорту (метали та зернові) та слабший попит з боку ключових торгових партнерів України.

Графік 11. Експорт товарів і послуг з України (\$ млрд)

Продукти харчування та послуги будуть головними рушіями експорту



Джерело: Національний банк України, ICU.

Графік 12. Імпорт товарів і послуг в Україну (\$ млрд)

Споживчий та інвестиційний попит підтримують імпорт



Джерело: Національний банк України, ICU.

Значне зростання імпорту з початку року викликане тимчасовими чинниками, їх вплив знизиться у 2П19

Головними драйверами зростання імпорту залишатимуться споживчий попит та інвестиційна активність (на тлі завершення будівництва об'єктів зеленої енергетики, оскільки ціни на альтернативну енергетику знижуються починаючи з 2020 р.); а також вищі обсяги імпорту природного газу (+59% р/р у квітні-травні), зважаючи на непевність ситуації з транзитом російського газу з наступного року. Головними чинниками росту українського експорту цього року (+8% р/р за 5М19) були зернові культури (завдяки рекордному минулорічному врожаю) та залізна руда (на тлі значного підвищення світових цін на неї). Очікуваний новий рекордний урожай та послуги продовжать підтримувати український експорт у 2019 р.

Дефіцит поточного рахунку знизиться до 2.9% від ВВП

Наш прогноз передбачає, що зростання дефіциту торговельного балансу буде врівноважено подальшим зростанням грошових переказів трудових мігрантів (+7.5% р/р). Таким чином, ми очікуємо, що у 2019 р. дефіцит поточного рахунку залишиться на рівні минулого року у номінальному вираженні (\$4.3 млрд), але знизиться до 2.9% від ВВП з 3.3% від ВВП у 2018 р. — завдяки росту номінального ВВП.

Графік 13. Баланс поточного рахунку України (\$ млрд, % від ВВП)

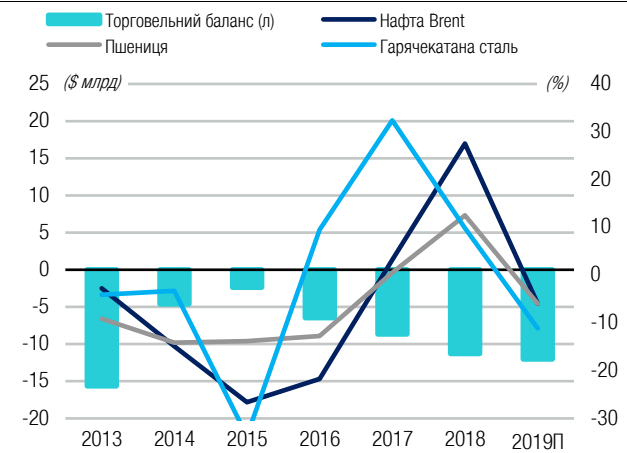
Дефіцит поточного рахунку знизиться до 2.9% від ВВП



Джерело: Національний банк України, ICU.

Графік 14. Торговельний 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: На шляху до послаблення

- Підвищення попиту на валюту від імпортерів та платників дивідендів призведуть до послаблення гривні у 2П19
- Курс національної валюти знизиться до 27 грн/\$ у серпні та 28.5 грн/\$ на кінець року
- Зростання виплати дивідендів, погіршення настроїв на світових ринках та затримки у відновленні програми МВФ створюють ризики для нашого прогнозу

Під тиском дефіциту платіжного балансу та виплати урядом зовнішніх боргів гривня почне послаблюватися у 3кв19

Зростання дефіциту поточного рахунку та суттєві погашення заборгованості в іноземній валюті матимуть негативний вплив на гривню у 2П19. Разом з тим, дорогі гривневі кредити та зростаючий попит від іноземних інвесторів на внутрішні облигації будуть пом'якшувальними чинниками. Після посилення у червні та на початку липня, гривня, швидше за все, почне слабшати у 3кв19, коли попит на долари з боку імпортерів та платників дивідендів у іноземній валюті перевершить надходження валюти від експортерів. Наш базовий сценарій передбачає послаблення гривні до 28.5 грн/\$ на кінець року за умови отримання траншу МВФ у листопаді-грудні.

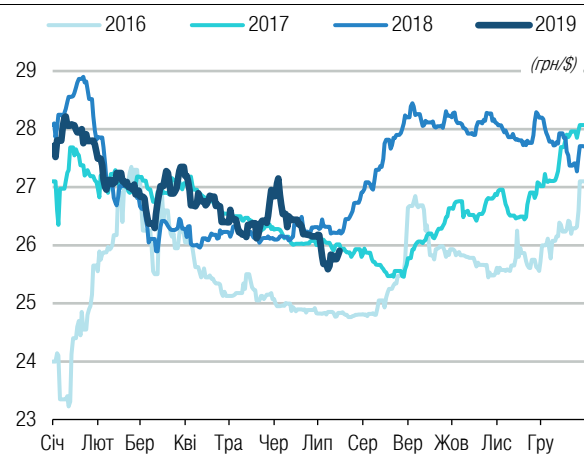
Ризиками для нашого прогнозу є невизначеність часових рамок надання допомоги міжнародними фінансовими установами, непередбачувані зміни у ринкових настроях та загальна незначна ліквідність українського валютного ринку. При середньому щоденному обсязі торгів, що не перевищує з початку року \$300 млн, значну волатильність валютного курсу можуть викликати навіть відносно незначні зрушення в ринковому балансі. Ми вважаємо, що девальваційні очікування посилять свій негативний вплив на гривню протягом решти 2019 р. Попит іноземних інвесторів на ОВДП є одним з небагатьох позитивних чинників для національної валюти. З іншого боку, традиційно несприятлива сезонність другого півріччя, можливі затримки зовнішнього фінансування і, як наслідок, погіршення настроїв — фактори, які створюють значно вищі ризики для зниження курсу.

У 1П19 гривня дотримувалася тенденції сезонного зміцнення з 28 грн/\$ у січні до майже 26 грн/\$ у червні. Дискусії щодо можливого дефолту України у ЗМІ призвели до швидкого послаблення національної валюти до 27.15 грн/\$ на початку червня, однак зусилля Міністерства фінансів та словесна підтримка МВФ заспокоїли побоювання інвесторів. Відкриття лінку Clearstream з внутрішнім ринком облигацій 27 травня також

допомогло відновити інтерес іноземних інвесторів до гривневих інструментів та підтримало гривню. Ми очікуємо, що під тиском попиту на валюту з боку імпортерів та платників дивідендів курс гривні знизиться до 27 грн/\$ у серпні.

Графік 15. Курс гривні до долара США в 2016-19 рр.

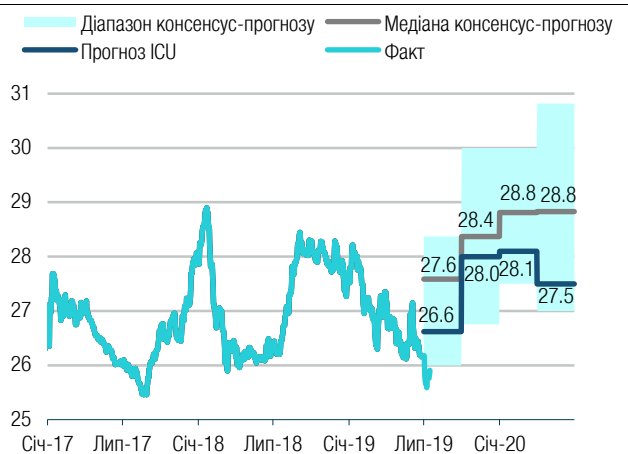
У 1П19 гривня дотримувалася тенденції сезонного зміцнення



Джерело: Національний банк України, Bloomberg, ICU.

Графік 16. Прогноз курсу гривні до долара США

Послаблення гривні почеться у 3кв19



Джерело: Національний банк України, Thomson Reuters, ICU.

Економіка: Прогнозоване уповільнення

- Зростання реального ВВП прискориться до 2.8% р/р у 2кв19
- Темпи росту економіки дещо уповільняться у 2П19 на тлі послаблення споживчого та інвестиційного попиту та нижчого урожаю пізніх зернових
- Незважаючи на уповільнення, споживчий попит та інвестиції залишаться головними чинниками росту економіки

У 1кв19 зростання ВВП уповільнилося до 0.3% кв/кв за сезонно-скоригованими даними, найнижчого показника за останні два роки

У 1кв19 темпи росту економіки України сповільнилися до переглянутих Держстатом 2.5% р/р з 3.5% р/р у 4кв18. Це сталося, головним чином, через вичерпання ефекту рекордного урожаю минулого року та слабкої динаміки промислового виробництва (-0.9% р/р). Чинниками росту залишалися значний споживчий попит та інвестиційна активність.

Зважаючи на відновлення росту промислового виробництва у квітні-травні (+3.3% р/р проти -0.9% р/р за 1кв19), позитивну динаміку інших секторів економіки, особливо роздрібного товарообороту (+8.7% р/р) та будівництва (+23% р/р), а також найвищий з 2013 р. рівень споживчих настроїв та значну інвестиційну активність — завдяки цим чинникам ми очікуємо прискорення росту реального ВВП до 2.8% р/р у 2кв19.

Зростання реального ВВП уповільниться до 2.7% у 2019 р.

Ми очікуємо, що зростання економіки у 2019 р. буде близьким до 2.7%, а драйверами росту залишаться попит домогосподарств та інвестиційна активність, яка значною мірою підтримується завершенням будівництва об'єктів зеленої енергетики, оскільки ціни на альтернативну енергетику знизяться починаючи з 2020 р. Ми очікуємо незначне уповільнення швидкості росту ВВП у 2П19 через послаблення споживчого попиту внаслідок зменшення темпів зростання номінальної та реальної заробітної плати і грошових переказів, а також через нижчий урожай пізніх зернових. Крім того, негативний вплив на економіку України матиме охолодження світової економіки та особливо головного торгового партнера України — ЄС. Консервативна фіскальна політика, обумовлена необхідністю здійснення великих платежів за державним боргом, та жорстка монетарна політика — чинники, які також стримуватимуть темпи росту економіки. Ризиками для нашого прогнозу є більший споживчий та інвестиційний попит у 2П19 та очікуваний загальний рекордний урожай.

Графік 17. Компоненти росту реального ВВП (% р/р)

Споживання та інвестиції продовжать підтримувати зростання економіки



Джерело: Державна служба статистики України, ІСУ.

Графік 18. Споживання домогосподарств (% р/р)

Споживання зменшиться через зниження темпів росту реальних доходів



Джерело: Державна служба статистики України, НБУ, ІСУ.

Інфляція: Знижується

- У червні інфляція відновила тенденцію до уповільнення
- Інфляція зменшиться до 8% на кінець 2019 р., на тлі стриманої фіскальної та жорсткої монетарної політик і низьких світових цін на газ
- Зростаючі зарплати, волатильність на ринку палива та зростання цін на продукти харчування чинитимуть тиск на споживчі ціни

Після прискорення у квітні-травні, інфляція уповільнилася у червні

У 1кв19 інфляційний тиск послаблювався завдяки нижчим світовим цінам на енергоносії, сильній гривні та кращій пропозиції продуктів харчування на тлі рекордного урожаю минулого року. Прискорення інфляції у квітні (+8.8% р/р) та травні (+9.6% р/р) було спричинене тимчасовими чинниками, як от підвищення цін на деякі сирі продукти харчування і на паливо, і не означає зміни тренду на зниження. Уповільнення інфляції до 9% р/р у червні та базова інфляція на рівні 7.4% р/р упродовж трьох останніх місяців підкріплюють наші очікування щодо подальшого зниження інфляції у 2019 р.

Інфляція уповільниться до 8% на кінець 2019 р.

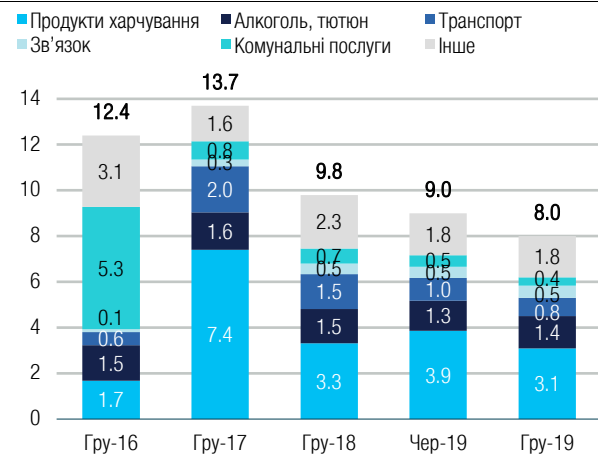
Ми очікуємо, що інфляція продовжить уповільнюватися у наступні місяці на тлі жорсткої монетарної політики, помірних витрат уряду, охолодження світових ринків сировини, а також завдяки низькій імпортованій інфляції. Водночас, зберігаються серйозні інфляційні ризики:

- усе ще значний споживчий попит і зростання (хоча й повільнішими темпами) номінальної заробітної плати, що призведе до перенесення виробничих витрат на кінцевих споживачів;
- очікуване зниження врожаю пізніх зернових та підвищення собівартості посівної цього року (+15% р/р за даними Міністерства аграрної політики та продовольства України), що спричинить зростання цін на продукти харчування;
- подальше зростання акцизів на алкогольні напої та тютюнові вироби, підвищення тарифів на зв'язок;
- волатильність цін на ринку нафтопродуктів України через обмеження, що накладаються РФ на постачання цих продуктів в Україну.

Таким чином, ми очікуємо уповільнення інфляції до 8% р/р на кінець 2019 р.

Графік 19. Складники інфляції (% р/р)

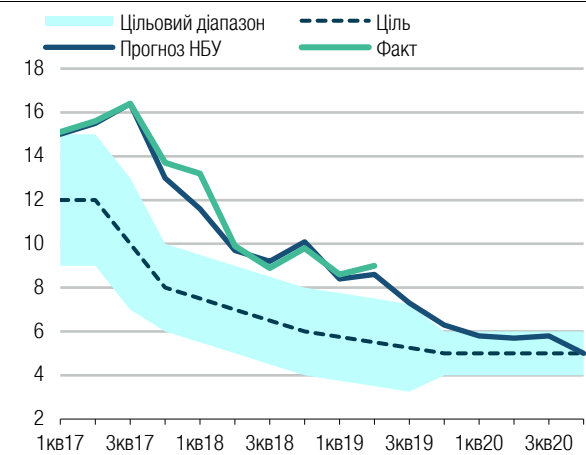
Продукти харчування залишається головним компонентом інфляції



Джерело: Державна служба статистики України, ICU

Графік 20. Інфляція: прогноз і цілі НБУ (% р/р)

НБУ очікує уповільнення інфляції до 6.3% у 2019 р., прогноз ICU – 8.0%



Джерело: Національний банк України.

Банки: В очікуванні рекордного прибутку

- Процентні ставки знижуватимуться слідом за обліковою ставкою до кінця 2019 р., але цей процес уповільнить низька ліквідність
- Через високі процентні ставки стагнує корпоративне кредитування і навряд чи банки зможуть його наростити у 2019 р.
- Банки демонструють хорошу рентабельність завдяки швидко зростаючому сегменту споживчого кредитування, але будуть стикатися з обмеженням на подальше зростання у 2020 р.

Дефіцит ліквідності позначається на ставках

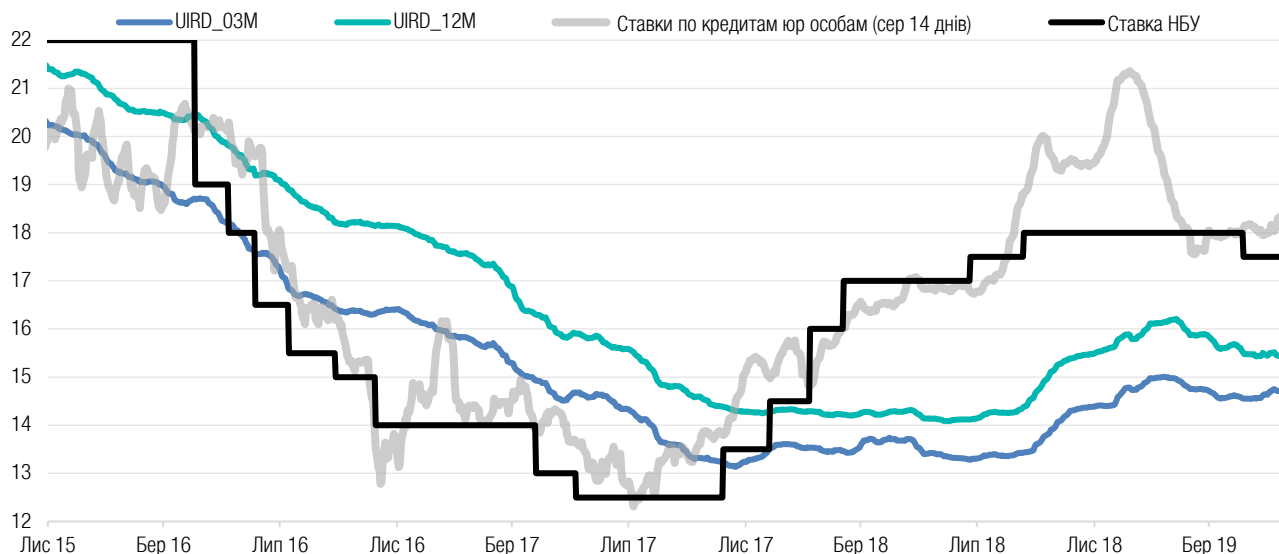
Внаслідок амортизації державних облігацій у портфелі Національного банку, гривнева ліквідність, імовірно, зменшиться ще в 2кв19. Крім того, Міністерство фінансів за потреби може продовжити купівлю іноземної валюти в НБУ у випадку затримок із підписанням нової угоди з МВФ, чим додатково зменшить ліквідність. Така ситуація призведе до значно повільнішого зниження процентних ставок, оскільки банки будуть конкурувати за депозити за допомогою ціни.

Ліквідність у гривні залишатиметься нижчою, ніж у 2018 р., стимулюючи цінову конкуренцію за депозити

За останні вісім місяців гривнева ліквідність у банківському секторі була дуже мінливою. Традиційне стиснення у 2кв18 було викликане нерівномірним розподілом бюджетних витрат протягом року. Воно завершилося дефіцитом ліквідності в самому кінці 2018 р. і тимчасовим стрибком процентних ставок (див. Графік 21). Ситуація змінилася у 1кв19, при цьому ліквідність досягла рекордного рівня у 125 млрд грн. (Див. Графік 22). Проте в квітні-травні 2019 р. ліквідність почала скорочуватися, оскільки компанії зробили великі податкові платежі в Держказначейство. Міністерство фінансів використало частину надходжень на купівлю валюти для платежів за зовнішнім боргом, тому вона не повернулася у банківський сектор, таким чином знижуючи рівень ліквідності.

Графік 21. Динаміка відсоткових ставок у гривні (%)

Брак ліквідності призвів до того, що ставки корп. кредитування зросли наприкінці 2018 р., попри те, що ключова ставка НБУ залишилася без змін



Джерела: Національний банк України, ICU

НБУ, ймовірно, до кінця року зменшить облікову ставку до 16%, якщо співпраця з МВФ продовжиться

НБУ продовжуватиме цикл зниження облікової ставки довівши її до 16% на кінець року, якщо реалізується базовий сценарій розвитку – продовження співпраці України з МВФ. З початком нового циклу зниження процентних ставок відразу після президентських виборів у квітні, регулятор вирішив зберегти ставку незмінною на наступному засіданні в червні але вирішив знизити вже в липні. Сумнівна постанова суду, що оскаржує націоналізацію Приватбанку та спекуляції про штучний дефолт викликали занепокоєння економічною політикою нової адміністрації. Крім того, розпуск парламенту призвів до рішення відкласти співпрацю з МВФ доти, доки не буде обрано новий, який і призначить новий уряд.

Враховуючи ці високі політичні ризики, НБУ, ймовірно, утримається від різкого зниження облікової ставки у 2019. Наш базовий сценарій — Україна продовжує співпрацю з Фондом і приймає бюджет на 2020 р. ще в цьому році. Це дозволить регулятору скоротити ставку до 16% до кінця 2019 р. і продовжити цикл зниження в наступному році.

Банки не нарощують портфель корпоративних кредитів, але дуже активно видають споживчі

Зниження обсягів кредитування юридичних осіб

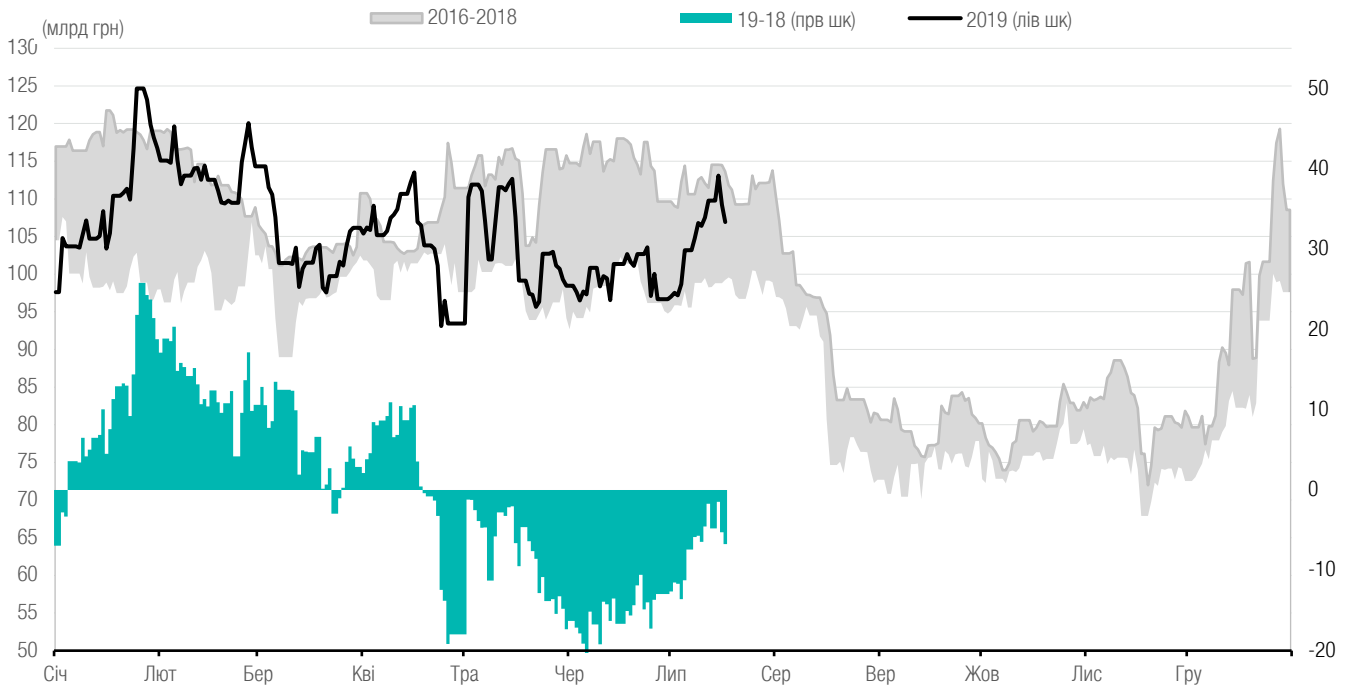
Заборгованість корпоративного сектору у травні 2019 р. знизилася на 4.0% р/р. Цьому є і статистичне пояснення – виключення із сукупного балансу банківського сектору кількох неплатоспроможних банків. Проте головною перешкодою для зростання портфеля були високі відсоткові ставки. Ми очікуємо, що у 2019 р. загальний валовий кредитний портфель збільшиться не більше ніж на 5% у річному вимірі, без ефекту коливань обмінного курсу.

Відсоткові ставки за кредитами у грудні зросли вище 21% (див. Графік 21) і знизилися лише після поповнення ліквідності банків. Ми не очікуємо помітного зниження відсоткових ставок за кредитами через дефіцит ліквідності в 2П19.

Високі відсоткові ставки ускладнюють нарощування корпоративного кредитування

Графік 22. Гривнева ліквідність – коррахунки в НБУ + депозитні сертифікати (млрд грн)

Дані за 2016-2018 рр. (сірим) і 2019 р. У порівнянні з попереднім роком (зеленим, надлишкової ліквідності гривні в 2кв19 не спостерігається)



Джерела: Національний банк України, ICU

Частка проблемних кредитів залишилася на високому рівні 51% на початок червня 2019 р., лише незначно низившись з 56% рік тому. Майже 70% усіх проблемних кредитів зосереджені в державних банках (41% у Приватбанку, 29% в УкрЕксімбанку, Ощадбанку та Укргазбанку разом), які були найповільнішими з точки зору їх реструктуризації. Фактично, ця група банків збільшувала абсолютну суму проблемних боргів. Враховуючи очікування дуже повільного зростання валового кредитного портфеля банківського сектору, рівень проблемних кредитів залишатиметься надзвичайно високим, у першу чергу для державних банків.

Споживче кредитування забезпечує прибутковість банків

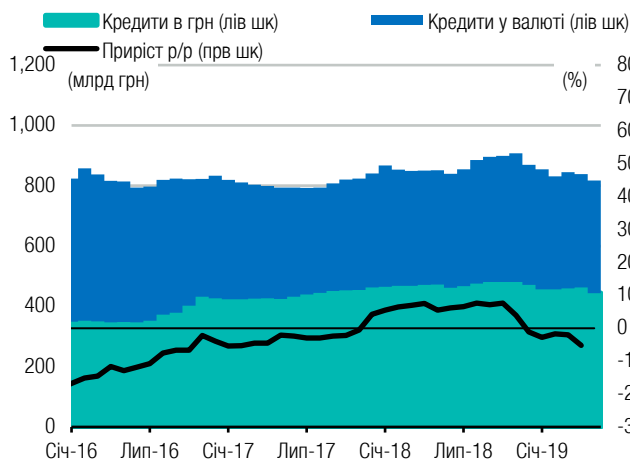
Споживче кредитування стрімко зростає, але через 1.5-2 роки досягне піку

Банки намагаються максимально скористатися активно зростаючим ринком споживчих кредитів. Портфель таких кредитів у гривні у травні зріс на 27.5% порівняно з попереднім роком, автокредитів — на 31.7%. Зростання загального портфелю кредитів населенню є менш вражаючим, оскільки валютна частина портфелю амортизується та реструктуризується. Ми очікуємо, що валовий портфель споживчих кредитів у гривні продовжуватиме зростати і до кінця грудня 2019 р. може сягнути 30% у річному вимірі.

Ключове питання на найближчі два роки: Чи нинішній рівень зростання загрожує фінансовій стабільності? Станом на 1кв19 кредитні ресурси становили менше 10% загальних витрат домогосподарств за період. Банки нарощують обсяги видач після надзвичайного сповільнення кредитування протягом 2014-15 рр., оскільки вони намагаються задовольнити відкладений попит. Якщо цей показник вийде за межі діапазону 12-14%, регулятор, імовірно, реагуватиме через збільшення вимог до капіталу для позик такого типу, або встановить обмеження на обсяг кредиту на основі доходів позичальника.

Графік 23. Динаміка корпоративного кредитного портфелю (млрд грн, %)

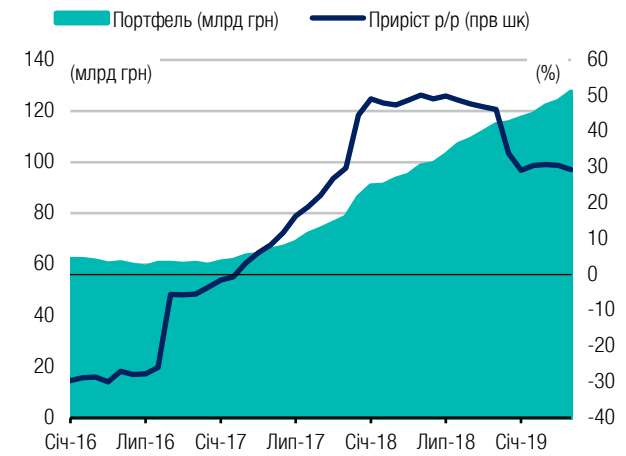
Корп. кредити стагнують через високі ставки



Джерела: Національний банк України, ICU.

Графік 24. Портфель споживчих кредитів у гривні (млрд грн, %)

Зниження темпів зростання через вищу базу порівняння



Джерела: Національний банк України, ICU.

Так чи інакше, до кінця 2020 р. банки зіткнуться з природним обмеженням зростання споживчого кредитування. За показника у приблизно 200 кредитних карт на 1000 дорослих рівень проникнення лише на 15% нижчий за історичний максимум. А враховуючи величезну кількість сезонних працівників за кордоном, фактичний показник може бути ще вищим. Споживче кредитування дозволить банкам нарощувати свої портфелі ще 1.5-2 роки – до моменту, коли цей сегмент не зможе ґенерувати зростання.

Дуже складним питанням є успішність політики Національного банку з інфляційного таргетування і чи вдасться довести процентні ставки гривні до однозначної цифри. Без цього неможливе поновлення іпотечного кредитування. Проте досягнення цієї мети відкріє новий рівень для банків України.

Макроекономічний прогноз

Показник	Історичні дані за 2008-18 рр.										Прогноз ICU	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Показник												
Реальний ВВП (% р/р)	2.6	-15.0	4.2	5.1	0.5	-0.1	-6.4	-10.1	2.4	2.5	3.3	2.7
Номінальний ВВП (млрд грн.)	948	913	1,083	1,302	1,405	1,465.2	1,587	1,988	2,385	2,983	3,559	3,998
Номінальний ВВП (\$ млрд)	147	113	136	162	173	178	108	90	93	112	131	148
Інфляція												
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	9.8	8.0
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	14.2	10.4
Обмінний курс												
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	27.69	28.50
Гривня/Євро (к.п.)	10.90	11.45	10.63	10.37	10.62	11.32	19.14	26.10	28.50	33.70	31.71	32.50
Зовнішній баланс												
Торговельний баланс (\$ млрд)	-14.4	-2.0	-4.0	-10.1	-14.3	-15.6	-4.6	-2.4	-6.5	-8.6	-11.3	-12.0
Торговельний баланс (% від ВВП)	-9.8	-1.7	-2.9	-6.2	-8.3	-8.7	-3.5	-2.6	-6.9	-7.7	-8.6	-8.1
Баланс поточного рахунку (\$ млрд)	-12.8	-1.7	-3.0	-10.2	-14.3	-16.5	-4.6	1.6	-1.3	-2.4	-4.3	-4.3
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	-3.3	-2.9
Відсоткова ставка												
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	18.00	16.00
Фіскальний баланс												
Баланс бюджету (% від ВВП)	-1.3	-3.9	-5.9	-1.8	-3.8	-4.4	-5.0	-2.3	-2.9	-1.5	-2.4	-2.3

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



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

WEB www.icu.ua



ІНВЕСТИЦІЙНО-БАНКІВСЬКІ ПОСЛУГИ

Макар Пасенюк, CFA, керуючий партнер
makar.paseniuk@icu.ua

Роман Нікітов, ACCA директор
roman.nikitov@icu.ua

Руслан Кільмухаметов, директор
ruslan.kilmukhametov@icu.ua

Іван Швиданенко, директор
ivan.shvydanenko@icu.ua

Юрій Камарицький, віце-президент
yuriy.kamarytskyi@icu.ua

Руслан Патлавський, директор
ruslan.patlavsky@icu.ua

УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

Григорій Овчаренко,
директор, управління активами
Grigoriy.Ovcharenko@icu.ua

Лілія Кубитович
керівник відділу маркетингу та продажів
liliya.kubytovych@icu.ua

ТОРГОВЕЛЬНІ ОПЕРАЦІЇ

Костянтин Стеценко
керуючий партнер
konstantin.stetsenko@icu.ua

Сергій Бєляєв
трейдер, ЦП з фіксованим доходом
sergiy.byelyayev@icu.ua

Віталій Сівач
трейдер, ЦП з фіксованим доходом, валюти
vitaliy.sivach@icu.ua

Влад Сінані, директор
стратегічний та корпоративний розвиток
vlad.sinani@icu.ua

Євгенія Грищенко
продаж ЦП з фіксованим доходом
yevgeniya.gryshchenko@icu.ua

Богдан Воротилін
фінансовий аналітик, АПК
bogdan.vorotilin@icu.ua

АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

Олександр Мартиненко
керівник підрозділу аналізу корпорацій,
небанківський сектор
alexander.martynenko@icu.ua

Тарас Котович
старший фінансовий аналітик,
державний борг
taras.kotovyich@icu.ua

Михайло Демків
фінансовий аналітик, банківський сектор
mykhaylo.demkiv@icu.ua

Дмитро Дяченко
молодший аналітик
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 ринку, 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.