

# Фінансовий тижневик

## Україна й Росія домовилися щодо транзиту

### Стислий виклад коментарів

ВІВТОРОК, 24 ГРУДНЯ 2019

### Внутрішня ліквідність та ринок облігацій

#### Нерезиденти тримають 14% ОВДП

Як і очікувалось, минулого тижня нерезиденти вклали ще 5 млрд грн у ОВДП та збільшили свою частку на ринку до 14.15%. Цього тижня особливих змін у портфелі не очікується.

#### Притік коштів у ліквідність триває

Рішення Уряду призупинити частину видатків зменшило притік коштів від Держказначейства в банківську ліквідність. Але у суботу ліквідність установила новий рекорд, і далі зростатиме.

### Валютний ринок

#### Посилення гривні найбільше у світі

За повідомлення Bloomberg гривня найбільше посилилася цього року, додавши до своєї вартості 19%. Значний викуп валюти НБУ з ринку не тільки від нерезидентів дає підстави очікувати, що цей рік гривня закінчить у діапазоні 23-23.5 грн/\$.

### Макроекономіка

#### Реальний ВВП виріс на 4.1% р/р у 3кв19

Держстат погіршив оцінку росту економіки в 3кв19 на 0.1 в.п. до 4.1% р/р та 0.6% кв/кв (с/с дані). Нижчий р/р урожай та слабка динаміка промислового виробництва призведуть до подальшого уповільнення росту економіки в 4кв19.

#### Зростання економіки уповільниться у 4кв19

Споживчий попит та інвестиційна діяльність залишаються стійкими у жовтні-листопаді, однак падіння промислового виробництва та сільського господарства вказують на уповільнення темпів росту в 4кв19.

#### Україна й Росія домовилися щодо транзиту газу

Ключові досягнення цих домовленостей - менше скорочення надходжень від транзиту, ніж очікувалося ринком, отримання штрафів від Газпрому й усунення ризику переривання транзиту - покращують макроекономічні перспективи України на 2020 р.

### Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 23 грудня 2019)

|   | Останній рівень | Зміна за тиждень (%) | Зміна за рік <sup>1</sup> (%) |
|---|-----------------|----------------------|-------------------------------|
| Ключова оп. ставка НБУ (%)              | 13.50           | +0bp                 | -450bp                        |
| Ставка О/Н <sup>2</sup> (міжбанк)       | 11.16           | -79bp                | -562bp                        |
| Ставка О/Н <sup>3</sup> (грн/\$ своп)   | N/A             | ...                  | ...                           |
| Корражунки банків (млн грн)             | 68,551          | -3.35                | +35.82                        |
| Деп. сертифікати <sup>3</sup> (млн грн) | 97,293          | +4.41                | +0.00                         |

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

### Структура власників ОВДП (за 23 грудня 2019)

|                          | Останній рівень | Зміна за тиждень (%) | Зміна за рік <sup>1</sup> (%) |
|--------------------------|-----------------|----------------------|-------------------------------|
| НБУ                      | 337,065         | +0.00                | -3.17                         |
| Банки                    | 327,997         | +1.42                | -10.73                        |
| Резиденти <sup>2</sup>   | 25,797          | -0.48                | +34.90                        |
| Фіз. особи <sup>3</sup>  | 9,473           | +0.30                | +61.85                        |
| Нерезиденти <sup>4</sup> | 115,472         | +5.11                | +1,748.46                     |
| <b>Всього</b>            | <b>815,804</b>  | <b>+1.26</b>         | <b>+9.28</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 23 грудня 2019)

|                            | Останній рівень | Зміна за тиждень (%) | Зміна за рік <sup>1</sup> (%) |
|----------------------------|-----------------|----------------------|-------------------------------|
| USD/UAH                    | 23.2725         | -0.82                | -19.07                        |
| EUR/USD                    | 1.1089          | -0.55                | -2.49                         |
| Індекс долара <sup>2</sup> | 97.658          | +0.45                | +0.72                         |
| Індекс гривні <sup>3</sup> | 140.989         | +1.12                | +17.58                        |

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 24 грудня 2019)

| Погашення       | Придбання | Продаж |
|-----------------|-----------|--------|
| 6 місяців       | 13.75     | 11.75  |
| 12 місяців      | 13.75     | 11.50  |
| Два роки        | 13.50     | 11.25  |
| Три роки        | 13.50     | 11.00  |
| 12 місяців (\$) | 5.00      | 3.75   |
| Два роки (\$)   | 5.00      | 4.00   |

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

# Внутрішня ліквідність та ринок облігацій

## Нерезиденти тримають 14% ОВДП

Як і очікувалось, минулого тижня нерезиденти вклали ще 5 млрд грн у ОВДП та збільшили свою частку на ринку до 14.15%. Цього тижня особливих змін у портфелі не очікується.

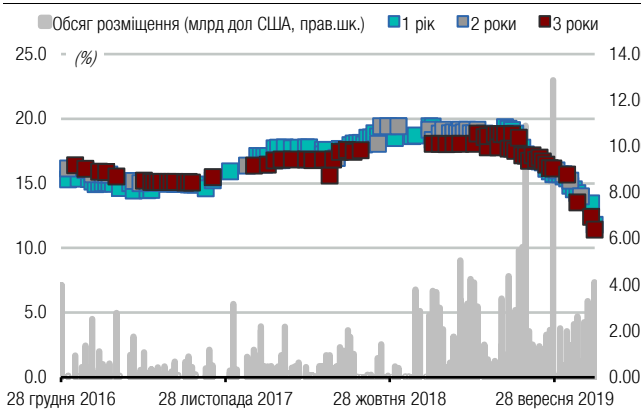
Минулого тижня Мінфін розмістив 4 млрд грн 4-річних ОВДП та ще 0.9 млрд грн з терміном обігу 2.6 роки (див. [огляд](#) аукціону). З високою ймовірністю більшість цих облігацій було викуплено нерезидентами, адже коротшими термінами обігу вони майже не цікавляться. Не виключено, що додатковий обсяг було придбано на вторинному ринку, адже приріст портфелю виявився більшим ніж ці два випуски. Унаслідок частка нерезидентів зросла до 14.15%, що є рекордним рівнем із серпня 2017 року, відколи нерезиденти почали активно цікавитися гривневим боргом. Загальний обсяг портфелю зріс цього року в 17 разів до 115.5 млрд грн, і 98.65% у ньому становлять саме гривневі інструменти.

**Погляд ICU: Цілком імовірно, що нерезиденти закінчать цей рік з портфелем на досягнутому рівні з можливими незначними змінами в ньому, оскільки обсяги розміщень та погашень цього тижня є незначними. Додатково знизить активність нерезидентів сукупність таких факторів, як початок святкових днів, формування звітів за рік та новорічні відпустки. Тож чергова хвиля інвестицій у гривневі облігації може розпочатись уже наступного року із відновленням розміщень ОВДП.**

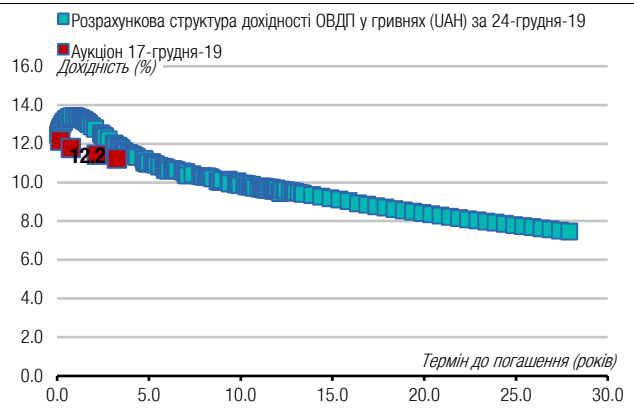
Тарас Котович, м.Київ, (044) 377-7040 дод.724

### 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)

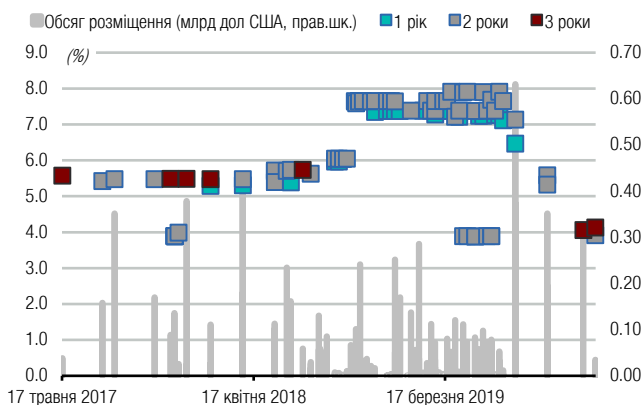


Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



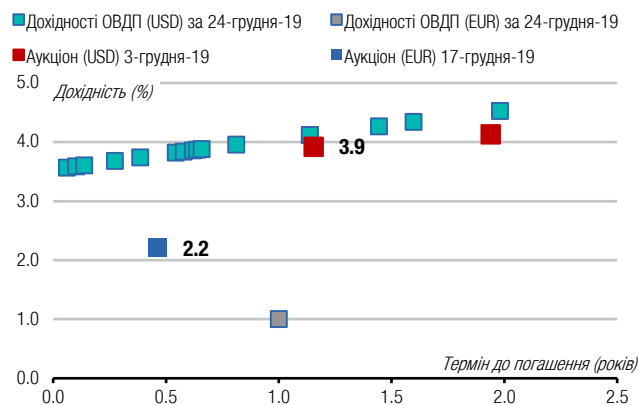
## Графік 2. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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.

## Притік коштів у ліквідність триває

Рішення Уряду призупинити частину видатків зменшило притік коштів від Держказначейства в банківську ліквідність. Але у суботу ліквідність установила новий рекорд, і далі зростатиме.

Минулого тижня Уряд ухвалив рішення призупинити частину незахищених видатків, і це стало причиною зміни балансу операцій Держказначейства з позитивного для ліквідності на негативний. Після притоку коштів сумою 2.8 млрд грн у понеділок і вівторок уже з середи, дня коли було прийняте рішення про призупинку, сальдо операцій ДКСУ стало від'ємним. Протягом середи-п'ятниці з банківської системи на бюджетні рахунки було вилучено 16.3 млрд грн, що стало першопричиною скорочення ліквідності до 154.4 млрд грн за підсумками п'ятниці. Але вже в суботу відбулася чергова хвиля видатків з бюджету, що змінило сальдо операцій на позитивне, та за підсумками тижня скорочення ліквідності через операції Держказначейства склало лише мінус 2 млрд грн.

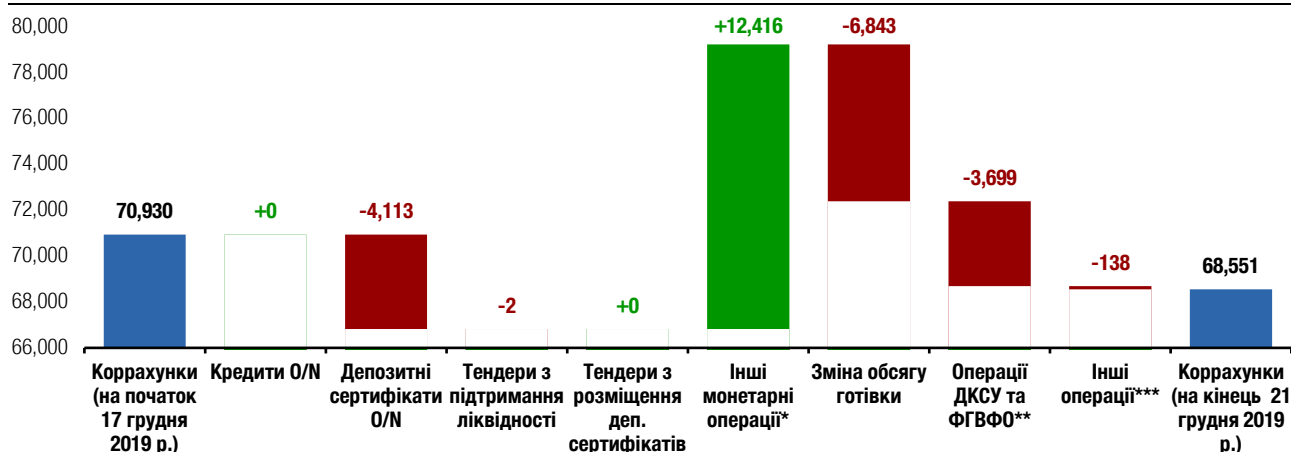
Паралельно з вилученням коштів на бюджетні рахунки банки продовжували конвертувати резервні гроші в готівку, можливо, через попит на неї напередодні свят та продаж валюти населенням. Відтік за цими операціями склав 7.7 млрд грн, тож негативний вплив автономних чинників був чималим - 9.8 млрд грн відтоку коштів.

Але ключову підтримку ліквідності надав НБУ, який викупив рекордний обсяг валюти з ринку й надав у банківську систему 13.2 млрд грн. Це дозволило компенсувати відтік за автономними чинниками, а також збільшити ліквідність до 165.8 млрд грн, що стало черговим історичним рекордним обсягом ліквідності в банківській системі. Переважна частина коштів – 97.3 млрд грн – вкладено в депозитні сертифікати НБУ, де лише 25 млрд грн строком овернайт, а решта депсертифікатів строком на два тижні.

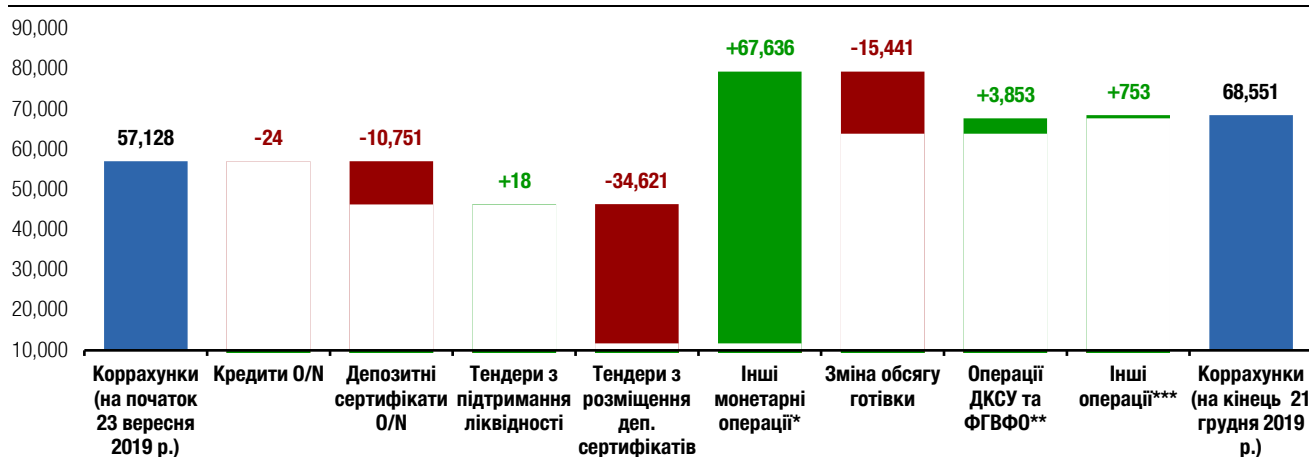
**Погляд ICU: Призупинення видатків мало короточасний вплив на ліквідність. Але в останній тиждень прискориться відшкодування ПДВ і може бути виплачено понад 5 млрд грн коштів за цією статтею, а також триватиме виділення коштів як за захищеними, так і за погодженими незахищеними статтями видатків бюджету. Тому ймовірність скорочення ліквідності низька, і загальний обсяг може продовжити зростати, особливо за умови викупу НБУ надлишку пропозиції іноземної валюти.**

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

### Посилення гривні найбільше у світі

За повідомлення Bloomberg гривня найбільше посилилася цього року, додавши до своєї вартості 19%. Значний викуп валюти НБУ з ринку не тільки від нерезидентів дає підстави очікувати, що цей рік гривня закінчить у діапазоні 23-23.5 грн/\$.

За минулий тиждень НБУ викупив \$564.6 млн, що є найбільшим обсягом викупу цього року, перевершивши рекорд початку серпня. Важливим є те, що за минулий тиждень нерезиденти придбали ОВДП лише на суму приблизно \$230 млн. Це означає, що укріплення гривні на 0.7% минулого тижня лише частково залежало від ринку ОВДП і інвестиції у облігації не були визначальними.

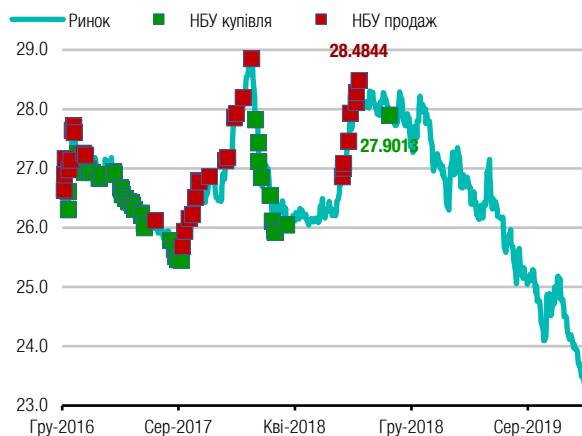
У підсумку гривня укріпилась до рівня приблизно 23.3 грн/\$, що складає понад 19% з початку року. Торгово-зважений індекс гривні, що враховує коливання обмінних курсів 27 країн торгових партнерів України й очищений від індексів споживчих цін даних країн, за минулий тиждень зріс на 0.8% до 140.6, а в річному вимірі зміцнився на 18.7%.

**Погляд ICU: Чимала пропозиція валюти на ринку від різних учасників створює передумови як не до подальшого посилення, то до стабілізації курсу на поточних рівнях. Низький обсяг розміщень гривневих ОВДП, продаж валютних облігацій і відшкодування ПДВ можуть зменшити пропозицію валюти, але недостатньо для значного ослаблення, тож гривня може закінчити рік у діапазоні 23-23.5 грн/\$.**

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

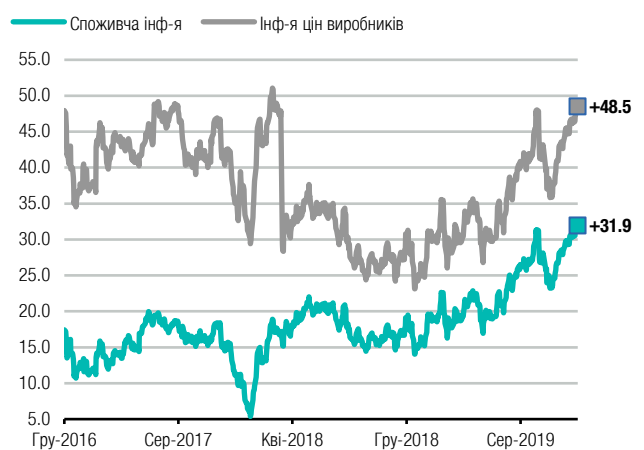
**Графік 5. Показники міжбанківського валютного ринку, історія за останні три роки**

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

### Реальний ВВП виріс на 4.1% р/р у 3кв19

Держстат погіршив оцінку росту економіки в 3кв19 на 0.1 в.п. до 4.1% р/р та 0.6% кв/кв (с/с дані). Нижчий р/р урожай та слабка динаміка промислового виробництва призведуть до подальшого уповільнення росту економіки в 4кв19.

Номинальний ВВП склав 1.1 трлн грн (+11% р/р), а дефлятор ВВП був на рівні 6.8% р/р. У річному вираженні ВВП склав 3.89 трлн грн (+14% р/р), що еквівалентно \$146 млрд (+15.6% р/р). Споживання домогосподарств залишилося головним драйвером росту економіки в 3кв19, однак темпи його росту уповільнилися до 8.4% р/р з 11.8% р/р у 2кв19. Іншими рушіями росту були експорт товарів та послуг (+13.5% р/р) на тлі рекордного врожаю та інвестиції, які прискорили зростання до 13.9% р/р з 7.9% р/р у 2кв19.

Виробничий метод показує, що головними рушіями росту були сільське господарство (+6% р/р), будівництво (+21% р/р) та торгівля (+4% р/р). У сфері послуг найбільший внесок у зростання економіки зробили операції з нерухомим майном (+7% р/р), ІТ сектор (+7% р/р) та фінансова та страхова діяльність (+4% р/р).

**Погляд ICU: На тлі слабкої динаміки в промисловому виробництві та нижчого р/р урожаю темпи росту економіки уповільняться до рівня наближеного до 3% р/р у 4кв19, але за підсумком року реальний ВВП виросте на 3.6%. Погіршення ситуації на світових сировинних ринках, обмежені можливості уряду щодо**

**стимулювання росту економіки через необхідність виплати за зовнішнім боргом та нижчі обсяги транзиту російського газу призведуть до уповільнення росту економіки до 3.2% у 2020 р.**

### **Зростання економіки уповільниться у 4кв19**

Споживчий попит та інвестиційна діяльність залишаються стійкими у жовтні-листопаді, однак падіння промислового виробництва та сільського господарства вказують на уповільнення темпів росту в 4кв19.

За даними Держстату, промислове виробництво скорочується шостий місяць поспіль — на 1.9% м/м (с/с дані) та 7.5% р/р у листопаді, падіння зафіксоване у всіх основних підсекторах — добувна промисловість (-7.9% р/р), переробна промисловість (-6.4% р/р), постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря (-12.3% р/р). Крім того, випуск сільськогосподарської продукції скоротився на 18.5% р/р у листопаді. З іншої сторони, минулого місяця прискорилося зростання роздрібної торгівлі до 12.8% р/р з 11% р/р у жовтні, та будівництва - до 18% р/р з 14% р/р у жовтні. Змішана динаміка була зафіксована в транспортному секторі: за нашими оцінками, у листопаді вантажообіг виріс на 4.5% р/р (+5% р/р у жовтні), однак пасажирообіг скоротився на 3.6% р/р після росту на 8.3% р/р місяцем раніше.

**Погляд ICU: Скорочення промислового виробництва (-6% р/р) та випуску сільськогосподарської продукції (-8% р/р) у жовтні-листопаді матимуть негативний вплив на показник росту економіки наприкінці року. З іншої боку, прискорення росту роздрібної торгівлі та будівництва свідчать про стійкий споживчий та інвестиційний попит, який і залишиться головним драйвером росту в 4кв19.**

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

### **Україна й Росія домовилися щодо транзиту газу**

Ключові досягнення цих домовленостей - менше скорочення надходжень від транзиту, ніж очікувалося ринком, отримання штрафів від Газпрому й усунення ризику переривання транзиту - покращують макроекономічні перспективи України на 2020 р.

За підсумками дводенних зустрічей представників Росії, України, ЄС, а також представників компаній «Газпром», «Нафтогаз України» і «Оператор газотранспортної системи України» у Берліні та Мінську був підписаний протокол, який засвідчує наміри сторін до 29 грудня 2019 р. врегулювати всі суперечні питання з метою продовження транзиту з 1 січня.

Сторони домовилися укласти контракт у рамках європейського законодавства на транзит газу територією України на п'ять років з можливістю пролонгації ще на 10 років. Мінімально гарантований об'єм транзиту - 65 млрд куб. м у 2020 р. і 40 млрд куб. м щороку упродовж 2021-24 рр.

В угоді між компаніями буде наперед визначений тариф. Його розмір не був проголошений. Утім, за словами міністра енергетики й захисту навколишнього середовища України Олексія Оржеля, сторони погодилися, що тариф має зростати й буде встановлений українським регулятором до кінця року.

Крім того, Росія погодилася виплатити Україні майже \$3 млрд боргу за рішеннями Стокгольмського арбітражу. Виплата відбудеться грошима, які можуть надійти в Україну до кінця 2019 р. Замість цього, Україна погодилася відкликати всі арбітражні та судові позови на суму до \$20 млрд, за якими не ухвалено остаточних рішень.

*Погляд ICU: Досягнення попередніх домовленостей між Україною та Росією щодо транзиту газу на таких умовах матиме здебільшого позитивний ефект на економічну ситуацію в Україні в 2020 р. Хоча скорочення об'єму транзиту призведе до зменшення валютних надходжень за експорт транспортних послуг, що було очікуваним, воно буде значно менше за передбачене багатьма спостерігачами – на 28% проти 50% згідно наших прогнозів, а також прогнозів НБУ. Це означатиме зниження наших прогнозів торгового дефіциту й дефіциту рахунку поточних операцій у 2020 р. на \$0.6 млрд або 0.3% ВВП. Отримання \$3 млрд боргу за рішеннями Стокгольмського арбітражу також є позитивним для державного бюджету. Підписання цієї попередньої угоди також усуває ризик переривання транзиту, що вже призводить до чергового падіння газових цін на європейському ринку і, таким чином, надає додаткову підтримку торговому балансу України. Надходження штрафів від Газпрому й менший торговий дефіцит також сприятимуть обмінному курсу гривні.*

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

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)



## АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

**Олександр Мартиненко**

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

**Михайло Демків**

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

**Тарас Котович**

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

