



Фокус
Україна

Сегменти
Внутрішня ліквідність,
державні облігації,
валютний ринок,
макроекономіка

Аналітики

Олександр Мартиненко
Тарас Котович
Сергій Ніколайчук

Фінансовий тижневик

Програму МВФ змінять на Stand-by

Стислий виклад коментарів

ВІВТОРОК, 12 ТРАВНЯ 2020

Внутрішня ліквідність та ринок облігацій

Рефінансування виплат за ОВДП

Минулого тижня Мінфін провів успішний аукціон, рефінансувавши всі виплати за старими випусками, ще й поповнивши бюджетні рахунки. Але вже цього тижня через відсутність великих виплат попит може зменшитися. Хоча через можливість отримати кредити НБУ банки можуть більше цікавитися новими випусками.

Ліквідність близька до 200 млрд грн

Весь минулий тиждень ліквідність залишалась у діапазоні 190-200 млрд грн і лише у п'ятницю зросла вище 200 млрд грн. Цього тижня ліквідність коливатиметься поблизу цього рівня в залежності від операцій Держказначейства.

Валютний ринок

Гривня посилюється

Курс гривні за минулий тиждень дещо посилювся попри більший попит з боку нерезидентів та, імовірно, через потреби резидентів у гривневих коштах. Особливо це могло стосуватися секторів, що очікували послаблення карантину. Тож і цього тижня ми очікуємо досить міцний курс гривні, особливо за відсутності погашень ОВДП.

Макроекономіка

Споживча інфляція продовжує дивувати

У квітні загальна інфляція в річному вимірі неочікувано сповільнилася, надаючи додаткові аргументи НБУ продовжувати свій цикл монетарного послаблення високими темпами.

Україна та МВФ переключаються на програму Stand by

Україна та МВФ перейшли у своїх переговорах з програми розширеного фінансування на Stand by, яка є коротшою, легшою для виконання та менш сфокусованою на структурних реформах, сприятливих для економічного зростання.

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 8 травня 2020)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	8.00	+0bp	-950bp
Ставка О/Н ² (міжбанк)	7.26	+102bp	-896bp
Ставка О/Н ³ (грн/\$ своп)	6.46	-27bp	-775bp
Корражування банків ³ (млн грн)	47,812	-28.49	+12.06
Деп. сертифікати ⁴ (млн грн)	148,827	+10.67	+131.22

Нотатки: [1] зміна за останні 12 місяців; [2] овернайт; [3] станом на початок дня; [4] депозитні сертифікати НБУ на початок дня.

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Структура власників ОВДП (за 8 травня 2020¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	324,577	+0.00	-3.72
Банки	357,772	+4.67	+0.51
Резиденти ³	50,586	-2.84	+100.06
Фіз. особи ⁴	8,429	-1.45	-2.69
Нерезиденти ⁵	110,877	-1.42	+188.34
Всього	852,241	+1.52	+11.34

Нотатки: [1] на початок дня; [2] зміна за останні 12 місяців; [3] юридичні особи резиденти України (крім банків); [4] фізичні особи резиденти України; [5] нерезиденти-іноземні інвестори.

Джерело: НБУ, ICU.

Індикатори валютного ринку (за 8 травня 2020)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	26.8137	-0.37	+2.24
EUR/USD	1.0839	-1.29	-3.15
Індекс долара ²	99.734	+0.66	+2.16
Індекс гривні ³	130.944	+0.74	+4.42

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 ОВДП¹ (за 12 травня 2020)

Погашення	Придбання	Продаж
6 місяців	13.00	11.00
12 місяців	13.50	12.00
Два роки	13.50	12.00
Три роки	13.50	12.00
12 місяців (\$)	5.00	3.00
Два роки (\$)	6.00	3.50

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

Внутрішня ліквідність та ринок облігацій

Рефінансування виплат за ОВДП

Минулого тижня Мінфін провів успішний аукціон, рефінансувавши всі виплати за старими випусками, ще й поповнивши бюджетні рахунки. Але вже цього тижня через відсутність великих виплат попит може зменшитися. Хоча через можливість отримати кредити НБУ банки можуть більше цікавитися новими випусками.

Минулого тижня Мінфін розмістив понад 10 млрд грн 3-місячних облігацій, залишивши ставку відсікання на рівні 11.3% (більше деталей у [огляді розміщення](#)). Ці облігації переважно купили українські банки, які за вирахуванням погашення збільшили свій портфель за минулий тиждень на 6.7 млрд грн. А от інші групи інвесторів традиційно зменшували свої портфелі. Особливо нерезиденти.

Погашення облігацій суттєво вплинуло на темп виходу нерезидентів з гривневих ОВДП, адже вони зменшили портфель на 2.3 млрд грн, що удвічі більше ніж тижнем раніше.

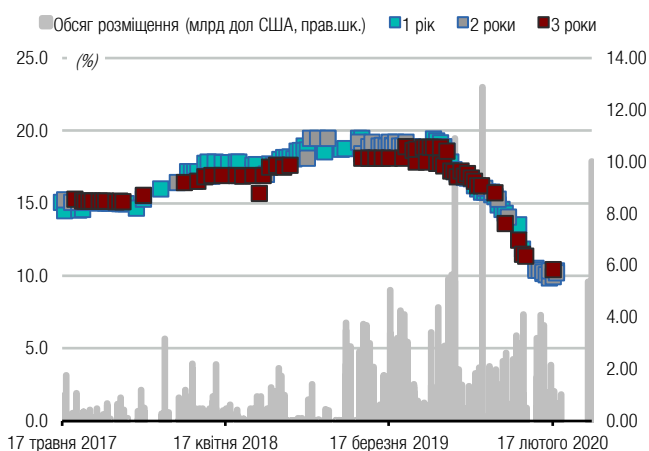
Тож переважним покупцем облігацій на аукціоні стали банки, але всупереч досить поширеній думці, що всі нові облігації були куплені за кошти кредитів НБУ, обсяги рефінансування були значно меншими.

Погляд ICU: Сьогодні Мінфін розміщує 3-місячні та піврічні облігації з погашенням у липні та листопаді. Це значно менш навантажені гривневими борговими виплатами місяці, ніж серпень. Тому навіть за досить високого попиту емітент матиме більше маневру в обсязі позик. Хоча ці всі залучення не вирішуватимуть питання фінансування бюджету цього року, адже потребуватимуть подальшого рефінансування ще цього року. Ми очікуємо, що за 3-місячним інструментом ставки не зміняться, а от за піврічним можуть бути встановлені на рівні 11.5-11.6% річних.

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

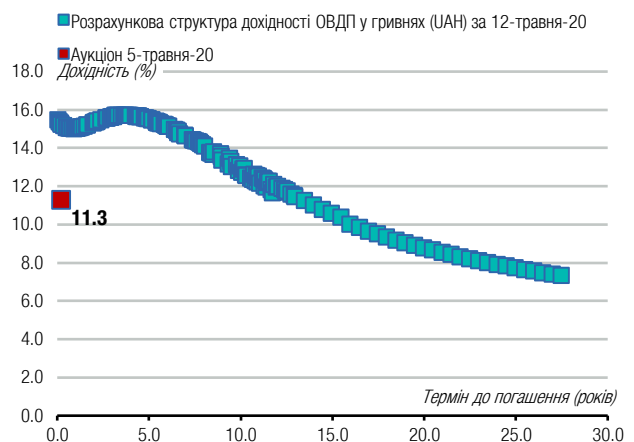
Графік 1. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

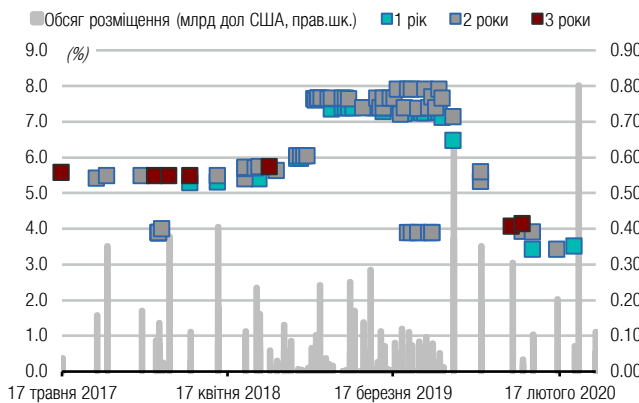
Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



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

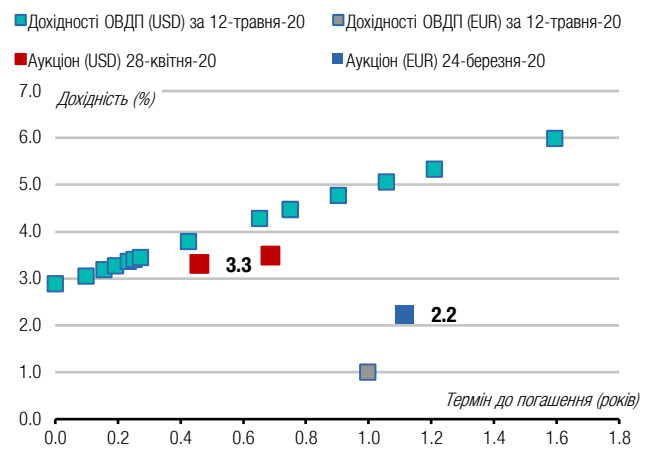
Графік 2. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



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

Ліквідність близька до 200 млрд грн

Весь минулий тиждень ліквідність залишалась у діапазоні 190-200 млрд грн і лише у п'ятницю зросла вище 200 млрд грн. Цього тижня ліквідність коливатиметься поблизу цього рівня в залежності від операцій Держказначейства.

Присутність НБУ на валютному ринку та викуп надлишку пропозиції валюти посилює позитивний вплив автономних чинників. НБУ викупив валюти на понад 5.3 млрд грн, тоді як вплив автономних чинників був майже збалансованим, з притоком у банківську систему у сумі 1 млрд грн.

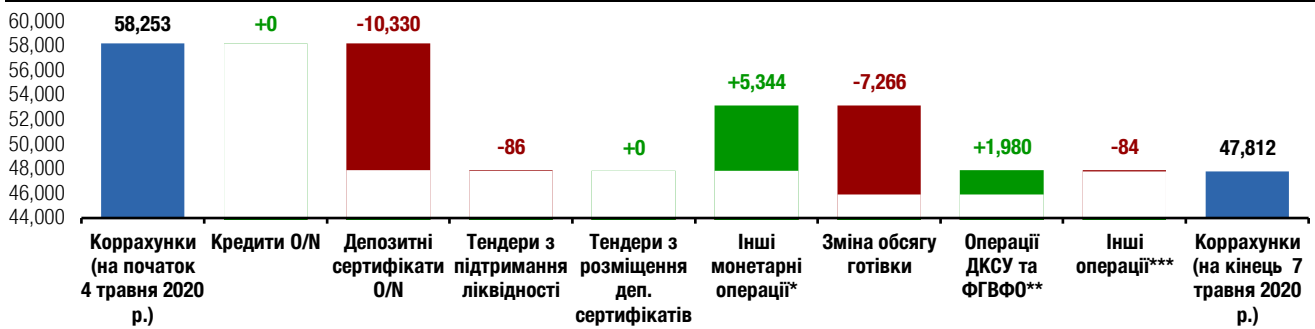
Відтік коштів з ліквідності був спричинений операціями банків з конвертації резервних грошей у готівку, що склали 10.1 млрд грн. Це типова тенденція для початку місяця, але такий обсяг є нетиповим для початку травня. Імовірно, дається взнаки карантин та витрати населенням більшого обсягу коштів на нагальні потреби. Водночас операції Держказначейства більшу частину тижня були досить збалансовані, але у п'ятницю обсяг бюджетних видатків зріс, і позитивний вплив операції бюджету склав 11.1 млрд грн за тиждень. Це дозволило компенсувати відтік коштів у готівку.

Додаткову підтримку ліквідності НБУ надав у п'ятницю, і з урахуванням наданих кредитів ліквідність зросла вище 200 млрд грн, хоча й лише трохи вище цього рівня. Загалом обсяг кредитів склав трохи більше 2.8 млрд грн – 0.5 млрд на три місяці та лише трохи більше ніж 2.3 млрд на строк від року до п'яти. Попри це, вартість міжбанківських кредитів ОН зросла та навіть у окремі моменти перевищувала облікову ставку НБУ.

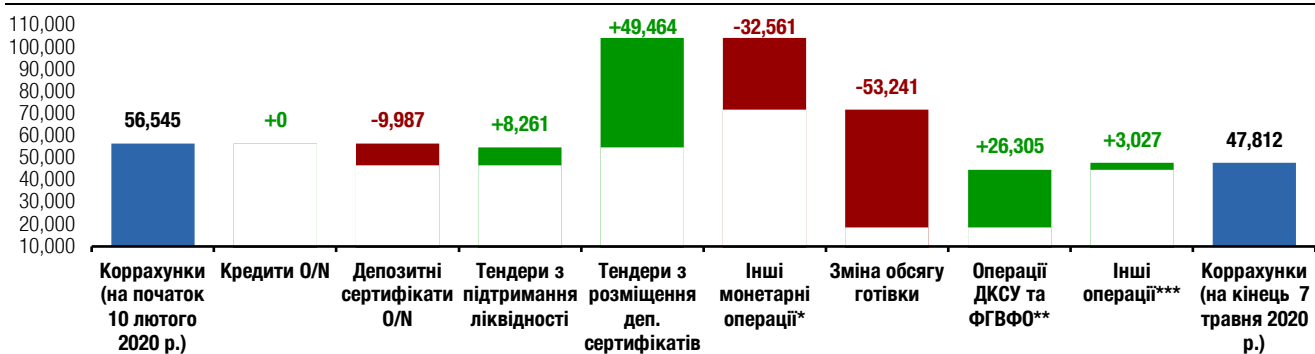
Погляд ICU: Цього тижня ми очікуємо, що основний вплив на ліквідність матимуть операції Держказначейства, а вплив НБУ з валютою та банків з конвертації резервних грошей у готівку буде другорядним. Сальдо бюджетних операцій буде залежати від обсягів витрачання бюджетних коштів, адже розпочався період сплати квартальних податків і відтік коштів на бюджетні рахунки зростає. Тому ліквідність, можливо, і залишиться вище 200 млрд грн, але близько до цього рівня та, імовірно, короткочасно.

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;

* 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

Гривня посилюється

Курс гривні за минулий тиждень дещо посилювся попри більший попит з боку нерезидентів та, імовірно, через потреби резидентів у гривневих коштах. Особливо це могло стосуватися секторів, що очікували послаблення карантину. Тож і цього тижня ми очікуємо досить міцний курс гривні, особливо за відсутності погашень ОВДП.

Минулого тижня Кабмін прийняв рішення про послаблення карантину для окремих секторів економіки, і цілком імовірно, що цей сегмент бізнесу розпочав завчасно готуватися до послаблень. А такі кроки потребували додаткових витрат, і цілком можливо – продажу валютних коштів для фінансування робіт та закупівель. Тож на валютному ринку більше переважала пропозиція валюти, навіть виплати за ОВДП та продаж нерезидентами облігацій не внесли свої корективи.

За підсумками минулого тижня посилення гривні склало 0.4%, а курс зміцнився до 26.81 грн/\$. Відбулось це навіть попри чималий викуп валюти Нацбанком: майже \$200 млн за тиждень, що є рекордом за останні чотири тижні.

Погляд ICU: Цього тижня ми не очікуємо особливих коливань курсу, а більше поступове його укріплення за участі НБУ на ринку з викупом надлишку пропозиції. Послаблення карантинних заходів посилюватиме продаж валюти

як з боку бізнесу, так і споживачів його послуг. І головним чинником підтримки гривні буде початок періоду сплати квартальних податків у бюджет. Тож курс залишатиметься у коридорі 26.5-27 грн з поступовим рухом до його нижньої межі.

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 обсяги інтервенцій НБУ



Джерело: Національний банк України, Bloomberg, ICU.

Макроекономіка

Споживча інфляція продовжує дивувати

У квітні загальна інфляція в річному вимірі неочікувано сповільнилася, надаючи додаткові аргументи НБУ продовжувати свій цикл монетарного послаблення високими темпами.

Споживчі ціни в квітні зросли на 0.8% м/м, що значно нижче консенсусу та наших оцінок (1.8% Bloomberg та 1.5% ICU). Річна інфляція знизилася з 2.3% р/р у березні до 2.1% р/р, досягши найменшого рівня з 2013 року, і залишилася нижче цільового діапазону 5% +/- 1 п.п. 4-й місяць поспіль.

Такий результат визначила в основному дуже низька інфляція (або навіть дефляція для загального ІСЦ) протягом періоду з вересня 2019 року по лютий 2020 року, тоді як у березні-квітні ціни відновили зростання темпами близькими до 5%, якщо дивитися на сезонно скориговані аннуалізовані темпи зростання порівняно з попереднім місяцем (м/м ссат).

Декомпозиція за компонентами демонструє незначне прискорення інфляції на продукти харчування до 2.5% р/р, зумовлене цінами на фрукти та цукор, а також фармацевтичних препаратів, тоді як комунальні послуги та паливо тягнули загальну інфляцію донизу через різке зниження цін минулого місяця. Окрім цього, падіння цін на одяг та взуття в річному вимірі поглибилося порівняно з попередніми місяцями.

Базова інфляція в річному вимірі становила 3.1% р/р, залишаючись майже незмінною з січня. Однак базовий ІСЦ зріс на 6.1% м/м ссат у квітні, значно прискорившись порівняно з періодом низьких темпів зростання протягом періоду з вересня 2019 року по лютий 2020 року.

Погляд ICU: Зміна цін у цілому відповідала очікуванням щодо наслідків пандемії та карантину: стрімко зросли ціни на продукти харчування та фармацевтичну продукцію, на які спостерігався ажіотажний попит, тоді як падіння світових цін на енергоносії активно переносилося на місцеві ціни (палива, газу, комунальних послуг). Однак загалом, схоже, стиснення сукупного попиту поки що перевищує згасаючий ефект нещодавнього послаблення гривні.

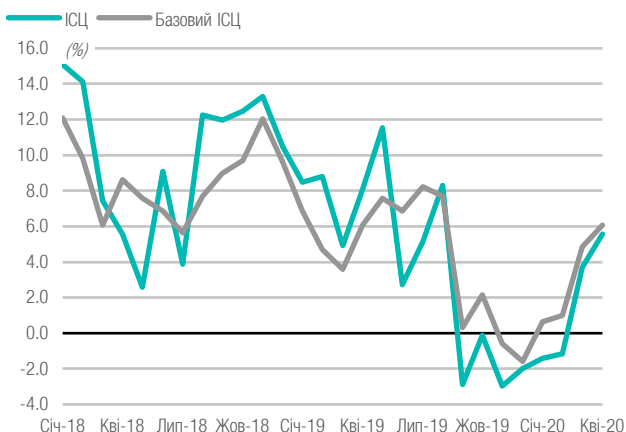
У найближчі місяці, закладаючи відносно стабільну курсову динаміку та все ще пригнічений попит на тлі поступового послаблення карантинних заходів, ми бачимо переважаючі ризики для інфляційних прогнозів у бік зниження (відповідно до поточних прогнозів і ICU, і НБУ інфляція прискориться до 6% до кінця 2020 року). Водночас висока частка продуктів харчування в кошику ІСЦ та важко передбачувані наслідки карантину для їхньої пропозиції зумовлюють надзвичайно високу невизначеність прогнозів та оцінок їхніх ризиків цього року.

Квітневі показники інфляції посилюють упевненість у продовженні Національним банком послаблення монетарної політики в червні. Більше того, якщо інфляція залишиться низькою в травні, зростає ймовірність того, що НБУ буде змушений опустити свою облікову ставку нижче оцінки нейтрального рівня 7%, щоб прискорити інфляцію до цільового рівня.

Сергій Ніколайчук, м.Київ, (044) 377-7040 дод.721

Графік 6. ІСЦ і Базовий ІСЦ, м/м ссат, %

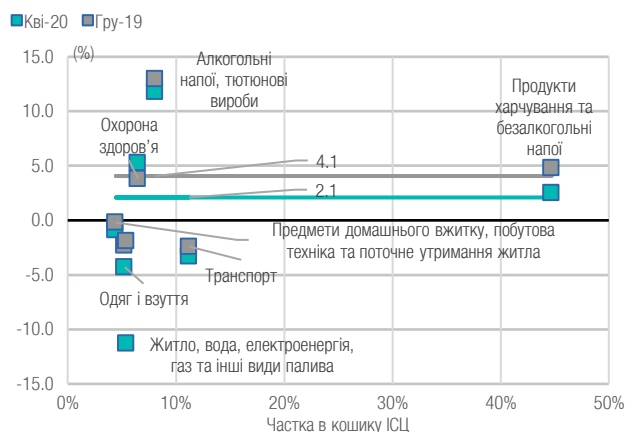
(сезонно скоригований аннуалізований темп зростання порівняно з попереднім місяцем)



Джерело: Укрстат, ICU.

Графік 7. ІСЦ і його основні компоненти, р/р, %

(річні зміни цін відображені на осі Y, частка компоненту кошика - на осі X)



Джерело: Укрстат, ICU.

Україна та МВФ переключаются на програму Stand by

Україна та МВФ перейшли у своїх переговорах з програми розширеного фінансування на Stand by, яка є коротшою, легшою для виконання та менш сфокусованою на структурних реформах, сприятливих для економічного зростання.

Під час чергового брифінгу прес-секретар МВФ Джеррі Райс оголосив, що в ході обговорення з Україною угоди перейшли на 18-місячну Stand by (SBA) з 3-річної програми розширеного фінансування (EFF), зважаючи на "на небачену невизначеність щодо економічних та фінансових перспектив і необхідність зосередити пріоритети політики на короткостроковому стримуванні та стабілізації". Також він додав: "Коли відбудеться відновлення, фокус може повернутися до проведення довгострокових

структурних реформ в Україні, які необхідні для стимулювання сильнішого та інклюзивнішого зростання".

І Міністерство фінансів, і представник України у МВФ Владислав Рашкован підтвердили, що обсяг фінансування протягом наступних 18 місяців залишається незмінним (5 млрд дол).

Одночасно новою очільницею Місії МВФ в Україні з 1 травня 2020 року була призначена болгарка Іванна Владкова-Холлар, яка змінила на цій посаді Рона ван Рудена. Раніше вона працювала в Місіях МВФ у Молдові та Північній Македонії.

Погляд ICU: Перехід на коротшу програму повністю виправданий розвитком глобальної кризи через пандемію і карантин та пов'язану із цим величезну невизначеність. Ми не вважаємо, що умови для запуску програми змінилися: для цього залишається необхідним затвердження банківського закону. Але перехід до SBA може полегшити завдання влади успішно продовжувати програму та отримати наступні транші. Однак відступ від програми EFF з посиленням фокусом на структурних реформах може бути свідченням уповільнення чи призупинення проведення реформ, сприятливих для економічного зростання.

Сергій Ніколайчук, м.Київ, (044) 377-7040 дод.721

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



АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

Сергій Ніколайчук

керівник підрозділу
макроекономічних досліджень
sergey.nikolaychuk@icu.ua

Тарас Котович

старший фінансовий аналітик,
державний борг
taras.kotovykh@icu.ua

Дмитро Дяченко

молодший аналітик
dmitriy.dyachenko@icu.ua

Олександр Мартиненко

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

Михайло Демків

фінансовий аналітик,
банківський сектор
mykhaylo.demkiv@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.

