

Фінансовий тижневик

НБУ знизив ставку одразу на 2 п.п.

Стислий виклад коментарів

ВІВТОРОК, 16 ЧЕРВНЯ 2020

Внутрішня ліквідність та ринок облигацій

Термін обігу нових ОВДП зростає

Минулого тижня Мінфін успішно розмістив 1.5-річні ОВДП за ставкою 10.8% та вже сьогодні запропонує дворічні та трирічні папери.

Ліквідність зростає

Загальний обсяг ліквідності за минулий тиждень зріс до 201 млрд грн і, враховуючи відсутність значних податкових платежів, може продовжити зростати.

Валютний ринок

Гривня зберігає баланс

Курс гривні продовжив коліватися в межах коридору 26.5-27 грн /\$, без особливих спроб руху в бік 26 грн/\$. Цього тижня значних змін на валютному ринку ми не очікуємо.

Макроекономіка

НБУ знизив ставку одразу на 2 п.п.

Агресивне зниження ставки очікувалося на фоні низького рівня інфляції, але цикл зниження ставки високими темпами закінчився.

Споживча інфляція продовжила уповільнюватися

У травні загальна інфляція в річному вимірі знизилася до мінімального рівня з 2013 року – 1.7% р/р. Надалі інфляція залишатиметься низькою, повернення до цільового діапазону НБУ прогнозується нами лише в 4кв20.

Рада Директорів МВФ погоджує Stand-By для України обсягом \$5 млрд

МВФ збільшив перший транш до \$2.1 млрд і наголосив на великих ризиках для програми через невизначеність напрямків економічної політики української влади.

Макроекономічний огляд ICU - Поступове відкриття, хитке відновлення

Минулого четверга ми опублікували наш оновлений макроекономічний огляд економіки України.

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 15 червня 2020)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	6.00	-200бр	-1,150бр
Ставка О/Н ² (міжбанк)	7.07	-35бр	-921бр
Ставка О/Н ³ (грн/\$ своп)	5.14	-124бр	-952бр
Корражунки банків ³ (млн грн)	62,705	+38.06	+2.94
Деп. сертифікати ⁴ (млн грн)	137,951	-7.15	+0.00

Нотатки: [1] зміна за останні 12 місяців; [2] овернайт; [3] станом на 9 годину ранку [4] депозитні сертифікати НБУ на 9 годину ранку.

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Структура власників ОВДП (за 15 червня 2020¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	324,577	+0.00	-3.72
Банки	407,804	+4.10	+12.96
Резиденти ³	51,794	-2.43	+104.94
Фіз. особи ⁴	7,688	-2.14	-20.87
Нерезиденти ⁵	102,165	-3.16	+97.34
Всього	894,027	+1.28	+13.90

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 15 червня 2020)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	26.8240	+1.06	+1.45
EUR/USD	1.1273	-0.59	+0.58
Індекс долара ²	97.005	+0.71	-0.58
Індекс гривні ³	126.909	-0.34	+2.60

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 оvdп¹ (за 16 червня 2020)

Погашення	Придбання	Продаж
6 місяців	10.50	7.00
12 місяців	11.00	9.25
Два роки	11.25	10.00
Три роки	11.50	10.00
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

Термін обігу нових ОВДП зростає

Минулого тижня Мінфін успішно розмістив 1.5-річні ОВДП за ставкою 10.8% та вже сьогодні запропонує дворічні та трирічні папери.

На аукціоні 9 червня переважна більшість попиту на гривневі облігації зосередилася на 1.5-річних ОВДП, які дозволили залучити до бюджету 5.3 млрд грн за ставкою 10.8%. А от за 3-місячним випуском ставка знизилася завдяки обмеженням до 9%. Більше деталей у [огляді розміщення](#).

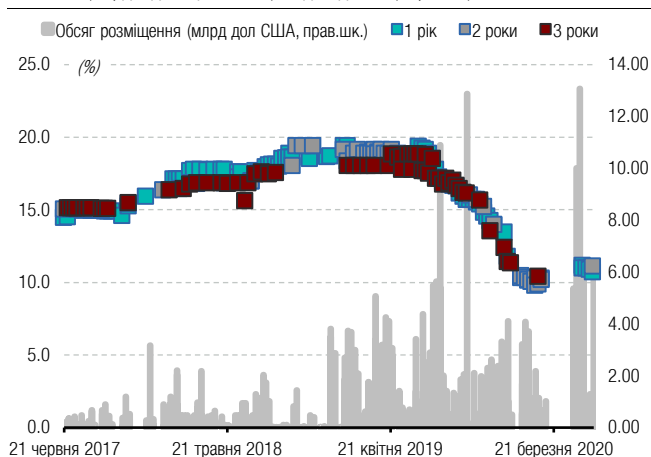
Найбільшу частину розміщених минулого тижня облігацій знову придбали банки. Саме вони викупили переважну більшість і гривневих, і валютних облігацій. Попри чимале погашення портфель банків зріс за тиждень на 15.5 млрд грн, а от інші категорії інвесторів тільки зменшували вкладення. Особливо це стосувалося нерезидентів, що зменшили портфель на 3 млрд грн.

Погляд ICU: Цього тижня ми знову очікуємо, що переважно банки формуватимуть попит на облігації. Особливо слід врахувати, що вартість рефінансування НБУ зменшилася й банки в п'ятницю отримали майже 2.7 млрд грн нових кредитів. Але ми очікуємо, що учасники розміщень не дуже поспішатимуть із зниженням ставок, а от емітент може досить жорстко знизити ставку відсікання, керуючись обліковою ставкою НБУ.

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

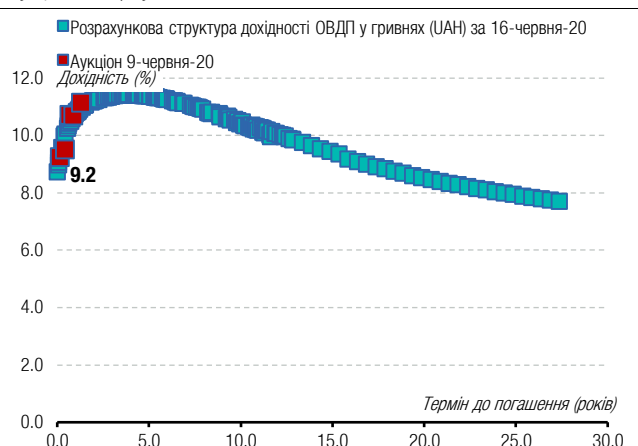
Графік 1. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

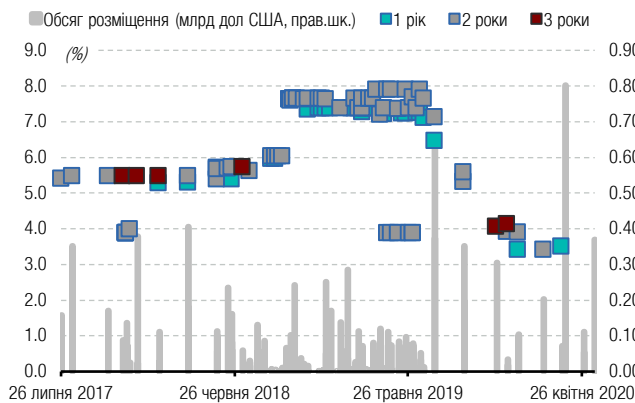
Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



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

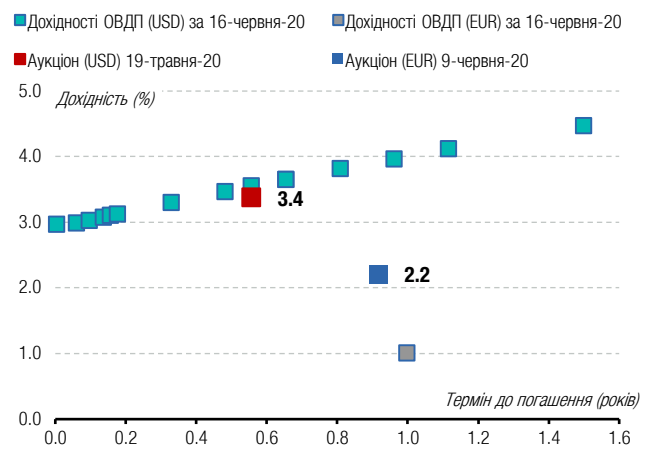
Графік 2. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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 зростає

Загальний обсяг ліквідності за минулий тиждень зріс до 201 млрд грн і, враховуючи відсутність значних податкових платежів, може продовжити зростати.

Валютний ринок минулого тижня був більш спокійним, саме тому НБУ обмежився досить невеликими обсягами викупу валюти, та його вплив на ліквідність був значно меншим, ніж тижнем раніше. Усього через операції з валютою НБУ надав до банківської системи 1.1 млрд грн. Додатково в п'ятницю НБУ видав банкам майже 2.7 млрд грн кредитів рефінансування переважно строком на до п'яти років.

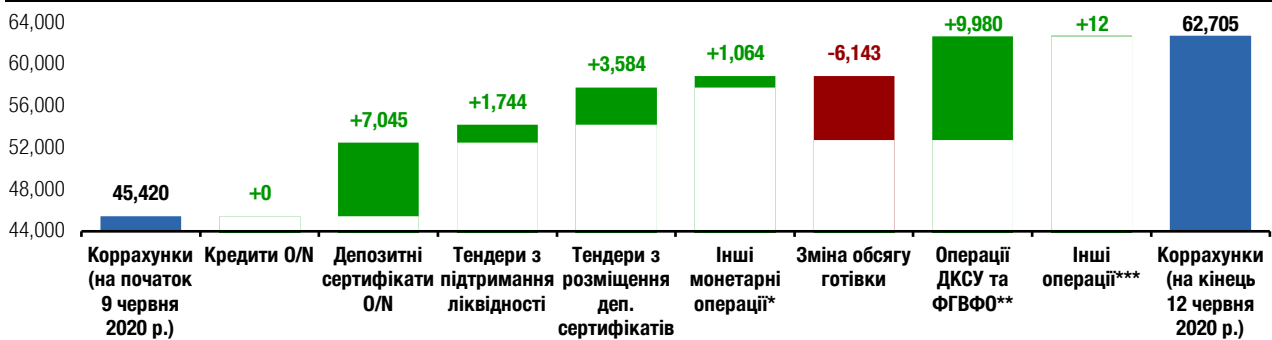
Але досить суттєву підтримку ліквідності надали операції з бюджетними коштами. Сальдо операцій Держказначейства за тиждень склало 10 млрд грн припливу коштів до банківської системи з урахуванням досить незначної різниці між борговими виплатами та новими гривневими позиками.

Лише операції банків з конвертації резервних грошей у готівку мали негативний вплив на ліквідність. Банки збільшували обсяги готівки, вилучивши з ліквідності 6.2 млрд грн.

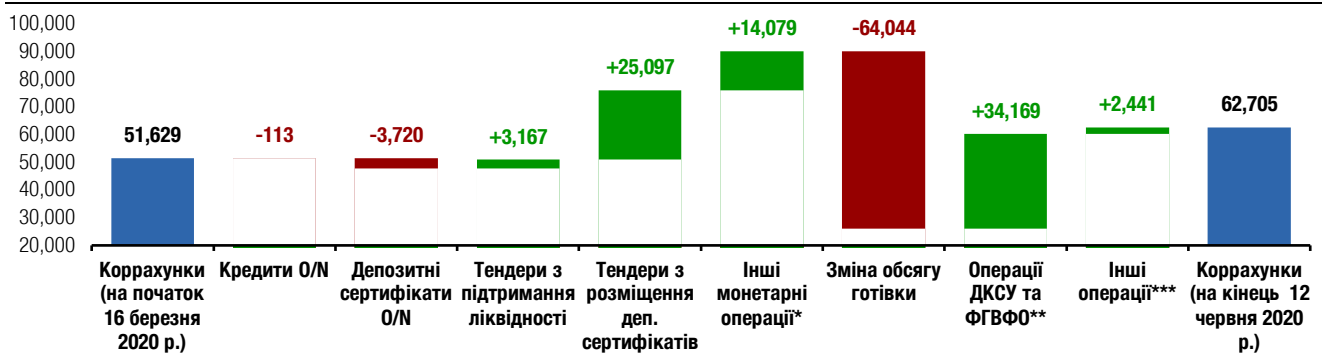
Погляд ICU: Цього тижня особливого відпливу коштів на бюджетні рахунки не відбудеться, тоді як, отримавши чималий обсяг зовнішнього фінансування, уряд і надалі буде збільшувати обсяги видатків. Баланс валютного ринку досить імовірно спонукатиме НБУ до викупу валюти, хоча й у невеликих обсягах. Тож ліквідність продовжить зростати, поступово закріплюючись вище рівня 200 млрд грн.

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 зберігає баланс

Курс гривні продовжив коливатися в межах коридору 26.5-27 грн /\$, без особливих спроб руху в бік 26 грн/\$. Цього тижня значних змін на валютному ринку ми не очікуємо.

Минулого тижня загалом ринок балансувався самостійно, залишаючи курс гривні в межах усе того ж коридору 26.5-27 грн/\$. НБУ хоч і викупував надлишок пропозиції валюти, загальний обсяг викупу скоротився удесятеро, до \$40 млн з \$411 млн тижнем раніше.

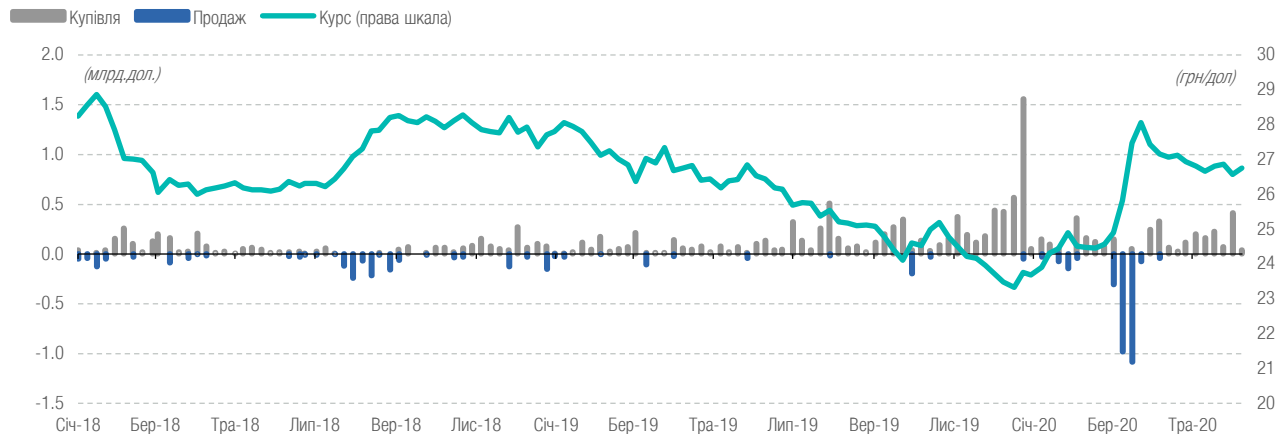
Тож минулий тиждень гривня завершила на рівні 26.75 грн/\$. Ослаблення курсу гривні за весь минулий тиждень склало 0.8%.

Погляд ICU: Цього тижня ми не очікуємо особливих коливань курсу гривні і він залишатиметься в межах все того ж коридору. Загалом ринок балансуватиметься самостійно, і НБУ лише іноді може виходити на ринок, згладжуючи можливі коливання. Не буде й особливих шоків моментів, адже відшкодування ПДВ та великі податкові платежі, найімовірніше, знову припадуть уже на наступний тиждень.

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

НБУ знизив ставку одразу на 2 п.п.

Агресивне зниження ставки очігувалося на фоні низького рівня інфляції, але цикл зниження ставки високими темпами закінчився.

НБУ знизив облікову ставку з 8.0% до 6.0%, що є рекордно низьким показником в історії України. Однак цей крок не можна розцінювати як ознаку того, що НБУ застосовує занадто м'яку монетарну політику. Зважаючи на низьку інфляцію – 1.7% р/р у травні, ex-post реальна ставка залишається однією з найвищих у світі.

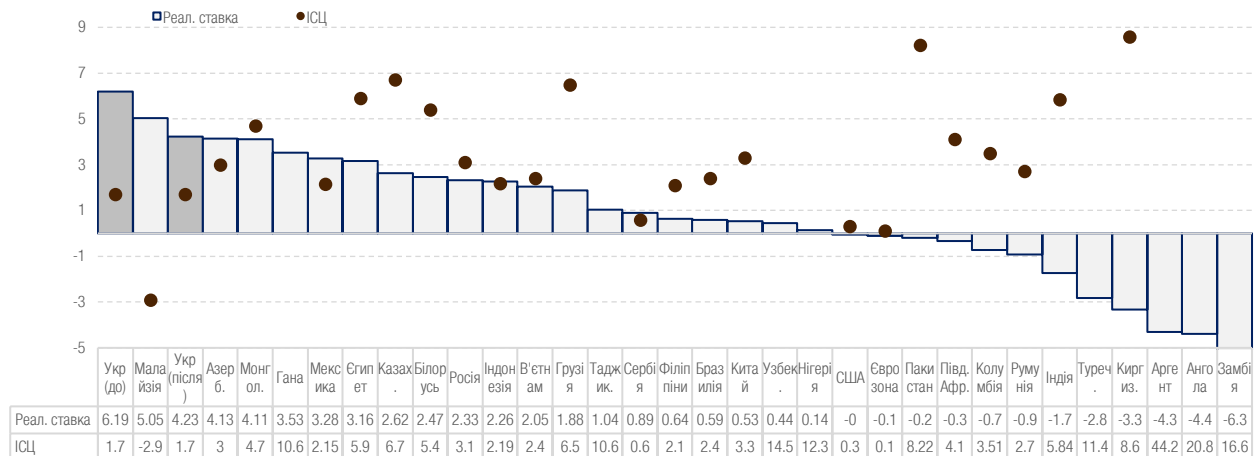
У своїх комунікаціях НБУ попередив про закінчення циклу різкого зниження ставки і дав нейтральний «forward guidance», натякнувши на можливість наступної зміни облікової ставки в обидва боки

Погляд ICU: Ми очікуємо, що до вересня облікову ставку знизять ще на 0.50 п.п. до 5.5% і вона залишиться на цьому рівні до кінця 2020 року. З прискоренням інфляції НБУ може почати м'яко підвищувати ставку в 2 кв 21, щоб не дати ІСЦ вирости вище цільового діапазону в $5\pm 1\%$.

Михайло Демків, м.Київ, (044) 377-7040 дод.723

Графік 6. Реальна відсоткова ставка

Незважаючи на агресивне зниження облікової ставки, реальна ставка в Україні залишається однією з найвищих



Джерело: Trading Economics, ICU.

Споживча інфляція продовжила уповільнюватися

У травні загальна інфляція в річному вимірі знизилася до мінімального рівня з 2013 року – 1.7% р/р. Надалі інфляція залишатиметься низькою, повернення до цільового діапазону НБУ прогнозується нами лише в 4кв20.

Споживчі ціни в травні зросли на 0.3% м/м, а в річному вимірі зростання уповільнилося з 2.1% р/р у квітні до 1.7% р/р. Такий результат повністю співпав з нашими оцінками й був дещо нижчий за консенсус прогноз Bloomberg (1.9%). Базова інфляція в річному вимірі становила 3.0% р/р, залишаючися майже незмінною із січня. Обидва показники залишилися нижче цільового діапазону 5% +/- 1 п.п. 5-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-травні ціни відновили зростання темпами близькими до 5%, якщо зважати на сезонно скориговані аннуалізовані темпи зростання порівняно з попереднім місяцем (м/м ссат). Водночас базова інфляція в травні уповільнилася до 1% м/м ссат.

Декомпозиція за компонентами демонструє незначне прискорення інфляції на продукти харчування до 2.8% р/р, зумовлене різким підвищенням цін на яйця та фрукти на тлі зниження цін на м'ясо. Водночас знову стрімко знизилась ціна на газ і паливо, а в річному вимірі їхнє падіння поглибилося.

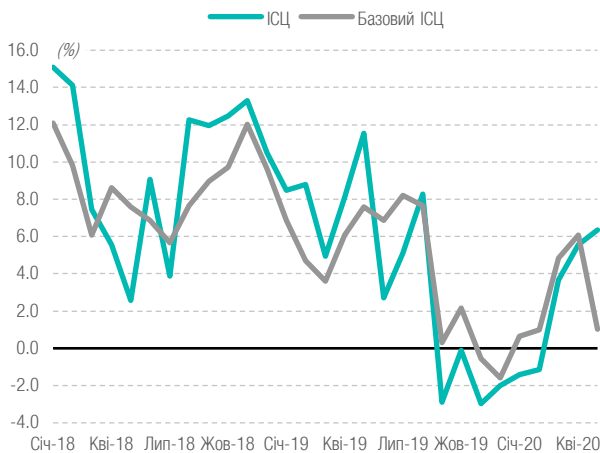
Погляд ICU: Наші очікування щодо переважаючого ефекту стиснення сукупного попиту на уповільнення інфляції поки що підтверджуються.

У найближчі місяці, закладаючи відносно стабільну курсову динаміку та все ще слабкий попит на тлі поступового послаблення карантинних заходів, ми очікуємо, що інфляція залишатиметься низькою. Інфляційний тиск повинен посилитися восени через ослаблення обмінного курсу, зростання світових цін на енергоносії та поступове відновлення внутрішнього попиту переважно на продукти харчування. Однак ми очікуємо, що споживча інфляція повернеться до цільового діапазону НБУ лише наприкінці 2020 року, закінчивши рік на позначці 4.2%.

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

Графік 7. ІСЦ і базовий ІСЦ, м/м ссат, %

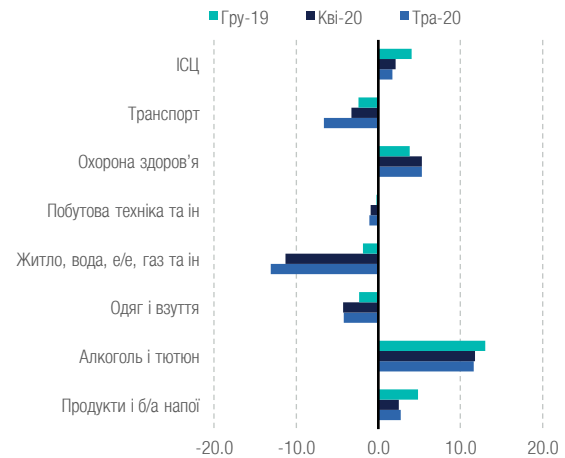
(сезонно скоригований аннуалізований темп зростання порівняно з попереднім місяцем)



Джерело: Держстат, ІСУ.

Графік 8. ІСЦ і його основні компоненти, р/р, %

(уповільнення інфляції порівняно з квітнем відбулось за рахунок транспорту та послуг ЖКГ)



Джерело: Держстат, ІСУ.

Рада Директорів МВФ погоджує Stand-By для України обсягом \$5 млрд

МВФ збільшив перший транш до \$2.1 млрд і наголосив на великих ризиках для програми через невизначеність напрямків економічної політики української влади.

Рада директорів МВФ погодила 18-місячний Stand-By для України загальним обсягом \$5 млрд. Метою програми у своєму прес-релізі МВФ зазначив забезпечення потреб платіжного балансу та бюджету, збереження попередніх досягнень та прогрес у невеликому наборі структурних реформ.

Також МВФ наголосив на високих ризиках програми, серед яких ключовими визначив глибину й тривалість глобального економічного спаду та невизначеність напрямків економічної політики української влади.

Перший транш за програмою був збільшений до \$2.1 млрд порівняно з попередньо очікуваними \$1.8-1.9 млрд і повністю перерахований до бюджету. Наступні транші заплановані на основі 2 квартальних переглядів у цьому році та ще 2 переглядів у наступному.

Також МВФ оприлюднив нові макроекономічні прогнози для України. Зокрема, МВФ погіршив прогноз падіння ВВП цього року до 8.2% (з 7.7% у квітневому WEO) та відновлення наступного року до 1.1% (з 3.6%). Водночас високими залишилися прогнози зростання ІСЦ: у середньому на 4.5% у цьому році і на 7.2% у наступному. Дефіцит поточного рахунку прогнозується на рівні 1.7% ВВП цього року та 2% ВВП наступного. При цьому МВФ прогнозує різке скорочення міжнародних резервів до \$19.3 млрд цього року та лише поступове відновлення наступного року до \$23.4 млрд.

Погляд ІСУ: Затвердження програми було довгоочікуваним, однак окремі рішення стали сюрпризом. З одного боку, збільшення обсягів першого траншу до \$2.1 млрд маржинально полегшує завдання уряду профінансувати дефіцит бюджету та виплати за зовнішніми боргами цього року. З іншого боку, у своїх комунікаціях МВФ незвично багато уваги зосередив на ризиках програми з боку України. Зокрема, йшлося про невизначеність економічної політики уряду, потенційний вплив пов'язаних інтересів і прийняття популістських рішень, замість виважених структурних реформ.

Провівши аудит попередніх програм, МВФ віддає належне їхній успішності щодо макроекономічної стабілізації, водночас підкреслив значні проблеми із

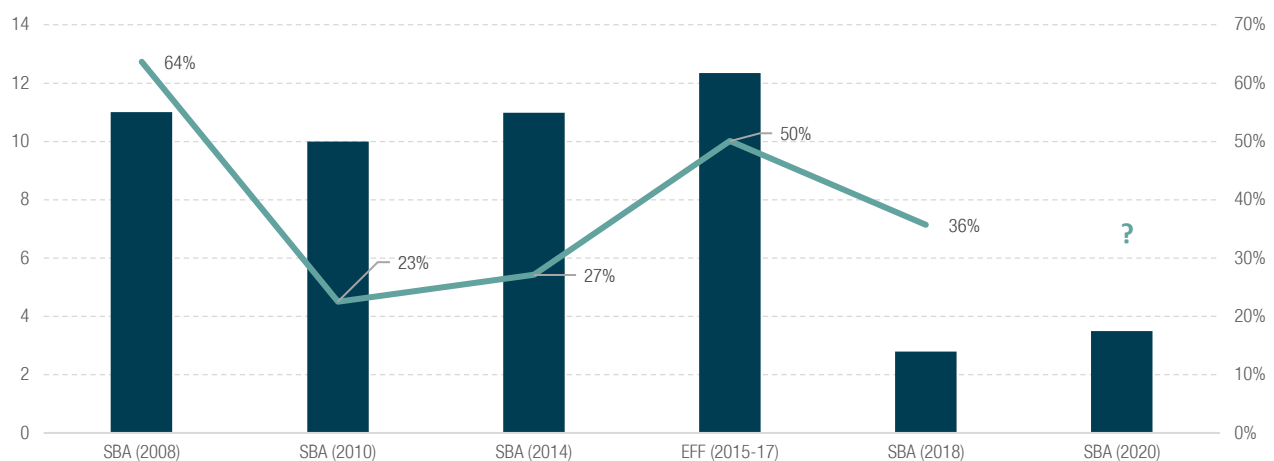
впровадженням структурних реформ. Зазвичай після отримання перших траншів і відновлення макрофінансової стабільності зацікавленість у їх проведенні суттєво знижувалася. Саме тому цього разу значна частина умов для запуску програми була попередніми заходами, і подальші структурні маяки не виглядають занадто проблемними.

Однак, враховуючи попередній досвід програм із МВФ, поділяючи окреслені ним ризики та прогнозуючи збереження макрофінансової стабільності в 2П20, ми не очікуємо нових траншів за SBA цього року. Однак значні фінансові потреби уряду на тлі все ще суттєвих дефіциту бюджету та виплат за зовнішніми боргами в наступному році забезпечать один-два успішних перегляди програми.

Оприлюднений прогноз МВФ виглядає дуже консервативним за більшістю показників як у порівнянні з нашими оцінками, так і консенсусними (див. наступну секцію). Ми розглядаємо його скоріше як сценарій для стрес-тестування, ніж як базовий сценарій.

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

Графік 9. Програми України із МВФ з 2008 року: виділені обсяги (млрд ЄПЗ) і відсоток вибірки (%)



Джерело: МВФ, ІСУ.

Макроекономічний огляд ІСУ - Поступове відкриття, хитке відновлення

Минулого четверга ми опублікували наш оновлений макроекономічний огляд економіки України.

Хоча національна економіка починає відкриватися після двох місяців жорсткого карантину, ми вважаємо, що відновлення буде поступовим через слабкий попит та негативний вплив від решти постпандемічних обмежень на повернення рівня потенційного ВВП до передкризового показника та темпи його подальшого зростання. Ми прогнозуємо, що реальний ВВП України впаде на 6.7% у 2020 р. та відновиться на 5.7% у 2021 р. Таким чином, ми песимістичніші за консенсус у 2020 р., але очікуємо більш швидкого зростання наступного року.

Інфляція зростатиме поступово, й політика НБУ залишатиметься «голубиною». Прогнозоване зростання ІСЦ цього року на 4.2% та наступного на 5.3% дозволить НБУ продовжити пом'якшення монетарної політики, проте набагато повільніше після чергового рішучого кроку минулого четверга. Ми прогнозуємо, що НБУ знизить свою облікову ставку до 5.5% до вересня. Здається, що ми перебуваємо в таборі експертів, які прогнозують слабку інфляцію та агресивну реакцію НБУ цього року. Однак після

публікації травневого показника ІСЦ та останнього рішення НБУ багато інших можуть приєднатися до цього табору.

Більші стимули очікуються з боку бюджету. Ми прогнозуємо розширення дефіциту державного бюджету цього року до 6% ВВП (дещо нижче порівняно із запланованим рівнем у 7.5% ВВП через стримування певних видатків унаслідок обмеження ресурсних джерел). Незважаючи на значне збільшення бюджетного дефіциту цього року, державні фінанси видаються стійкими. Ми плануємо лише помірне збільшення співвідношення державного боргу до ВВП – до 57%.

Зовнішня позиція економіки України виявилася достатньо стійкою до ефектів коронакризи завдяки значному покращенню умов торгівлі та різкому скороченню імпорту. Ми очікуємо, що профіцит поточного рахунку становитиме близько 1% ВВП у 2020 р., і повернеться до помірному дефіциту в 1.2% ВВП у 2021 р. Тут ми є одними з найбільших оптимістів, оскільки більшість інших експертів усе ще прогнозують дефіцит цього року.

Враховуючи домовленості щодо офіційного фінансування, очікуване повернення уряду на міжнародний ринок капіталу та відновлення припливу приватного капіталу, ми прогнозуємо, що міжнародні резерви до кінця 2021 р. збільшаться до \$28.5 млрд (майже 100% композитної міри адекватності МВФ).

Повернення дефіциту поточного рахунку разом з подальшим пом'якшенням монетарної політики призведе до помірному послабленню гривні наприкінці цього року до 28–29 грн/дол. У 2021 р. ми не очікуємо значних змін обмінного курсу, оскільки дефіцит поточного рахунку буде більш ніж компенсований припливом капіталу за фінансовим рахунком. Наші прогнози обмінного курсу загалом співпадають з ринковим консенсусом.

Будь ласка, див. наш новий [Макроекономічний огляд](#) для отримання більш детальної інформації (наразі тільки англомовний варіант, незабаром буде опублікований україномовний переклад).

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.kotovyuch@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.

