

Фінансовий тижневик

НБУ залишив ставку на 6%

Стислий виклад коментарів

ПОНЕДІЛОК, 27 ЛИПНЯ 2020

Внутрішня ліквідність та ринок облигацій

Друга спроба випустити єврооблигації успішніша

З другої спроби Україна завершила угоду з викупу та розміщення єврооблигацій. Цього разу обсяг випуску було збільшено до \$2 млрд, а ставку встановлено на рівні 7.25%.

Портфель банків наближається до 50% всіх ОВДП

Минулого тижня банки продовжили збільшувати вкладення в ОВДП як за рахунок нових випусків, так і викупу облигацій у нерезидентів. Цього тижня банки знову стануть основними покупцями облигацій на ринку.

Ліквідність знову скорочується

Держказначейство та НБУ знову абсорбували чималий обсяг ліквідності, що призвело до її скорочення до 149 млрд грн. Але цього тижня ліквідність має стабілізуватися або навіть знову зростатиме.

Валютний ринок

Заспокійливі інтервенції

За минулий тиждень НБУ продав майже \$350 млн протягом трьох днів, чим зупинив послаблення гривні. Але таке заспокоєння може виявитися нетривалим, і вже цього тижня курс може знову спробувати перетнути рівень 28 грн/\$.

Макроекономіка

Економічна активність продовжує відновлюватися

За нашими оцінками, падіння ВВП уповільнилося до 8% р/р у червні завдяки покращенню показників промисловості та торгівлі. Достатньо стрімке відновлення внутрішнього попиту та світової економіки збільшують вірогідність кращого результату для ВВП за результатами року порівняно з нашим червневим прогнозом (-6.7%).

НБУ залишив ставку на 6%

На першому монетарному засіданні після зміни голови Правління НБУ було вирішено не змінювати ставку після сукупного зниження на 12 п.п. із квітня минулого року. Новий прогноз НБУ передбачає утримання ставки на поточному рівні протягом року та її підвищення до 6.5% у Зкв21.

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 24 липня 2020)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	6.00	+0bp	-1,100bp
Ставка О/Н ² (міжбанк)	5.67	+8bp	-1,006bp
Ставка О/Н ³ (грн/\$ своп)	N/A
Корражунки банків ³ (млн грн)	46,143	-18.21	-8.47
Деп. сертифікати ⁴ (млн грн)	98,750	-6.64	+117.37

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 24 липня 2020¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	324,577	+0.00	-3.72
Банки	426,244	+3.24	+22.46
Резиденти ³	28,888	+0.08	+12.99
Фіз. особи ⁴	7,105	-3.20	-25.45
Нерезиденти ⁵	93,040	-2.16	+30.31
Всього	879,853	+1.27	+11.13

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 24 липня 2020)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	27.8375	+1.48	+9.29
EUR/USD	1.1656	+2.00	+4.63
Індекс долара ²	94.435	-1.57	-3.37
Індекс гривні ³	120.628	-2.59	-5.58

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 ОВДП¹ (за 27 липня 2020)

Погашення	Придбання	Продаж
6 місяців	12.50	9.00
12 місяців	13.00	10.50
Два роки	13.25	10.75
Три роки	13.50	11.00
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

Друга спроба випустити єврооблігації успішніша

З другої спроби Україна завершила угоду з викупу та розміщення єврооблігацій. Цього разу обсяг випуску було збільшено до \$2 млрд, а ставку встановлено на рівні 7.25%.

Відставка Я.Смоля з посади голови НБУ призвела до скасування випуску єврооблігацій на початку липня. І таке рішення Мінфіну не принесло негативу для інвесторів, а скоріше, навпаки, стало сигналом до повторної спроби та можливості переглянути умови угоди.

Так все й відбулося. Зібравши \$6.3 млрд попиту, обсяг випуску було встановлено на рівні \$2 млрд, а ставку на рівні 7.25%. З цих коштів приблизно \$0.85 млрд буде спрямовано на викуп єврооблігацій 2021 та 2022 років погашення.

Погляд ICU: Загалом відмінністю другої спроби є збільшення обсягів розміщення та викупу порівняно з \$1.75 млрд та \$0.75 млрд відповідно, що могли мати місце на початку липня. Відсоткова ставка знизилася, але це не досягнення України, адже спред до бенчмарка залишився практично незмінним і склав цього разу 666 б.п. порівняно з майже 663 б.п. три тижні до цього. На користь ставки спрацювало зниження ставок за казначейськими зобов'язаннями США за цей час. Розрахунки за новими єврооблігаціями мають відбутися цього тижня, тож завершенню транзакції вже навряд чи щось може завадити.

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

Портфель банків наближається до 50% всіх ОВДП

Минулого тижня банки продовжили збільшувати вкладення в ОВДП як за рахунок нових випусків, так і викупу облігацій у нерезидентів. Цього тижня банки знову стануть основними покупцями облігацій на ринку.

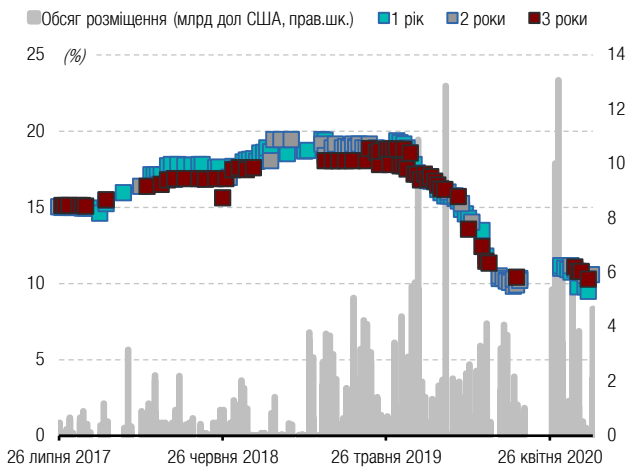
Розміщені ОВДП на первинному ринку минулого вівторка переважно були викуплені банками, що разом із придбаними облігаціями на вторинному ринку збільшили портфель до 426 млрд грн. І якщо загальний обсяг портфелю зростав зокрема і за рахунок переоцінки валютних ОВДП та збільшився на 12.5 млрд грн минулого тижня, то портфель гривневих ОВДП зріс на 7.7 млрд грн до 324 млрд грн, де 1.5 млрд грн міг скласти приріст за рахунок викупу облігацій у нерезидентів.

Погляд ICU: Банки продовжують збільшувати вкладення в ОВДП, зокрема зменшуючи обсяги депозитних сертифікатів НБУ. Цього тижня вони, імовірно, знову віддадуть перевагу на первинному аукціоні валютним облігаціям, тож з високою імовірністю їхня частка в загальному обсязі ОВДП в обігу може впритул наблизитися до 50%.

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, ІСУ.

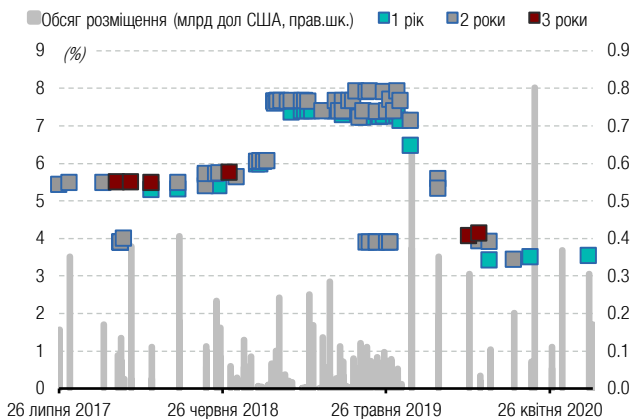
Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



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

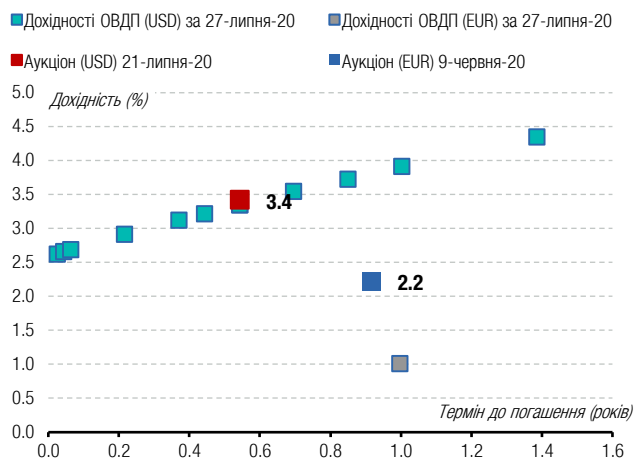
Графік 2. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: Міністерство фінансів України, ІСУ.

Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



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

Ліквідність знову скорочується

Держказначейство та НБУ знову абсорбували чималий обсяг ліквідності, що призвело до її скорочення до 149 млрд грн. Але цього тижня ліквідність має стабілізуватися або навіть знову зростатиме.

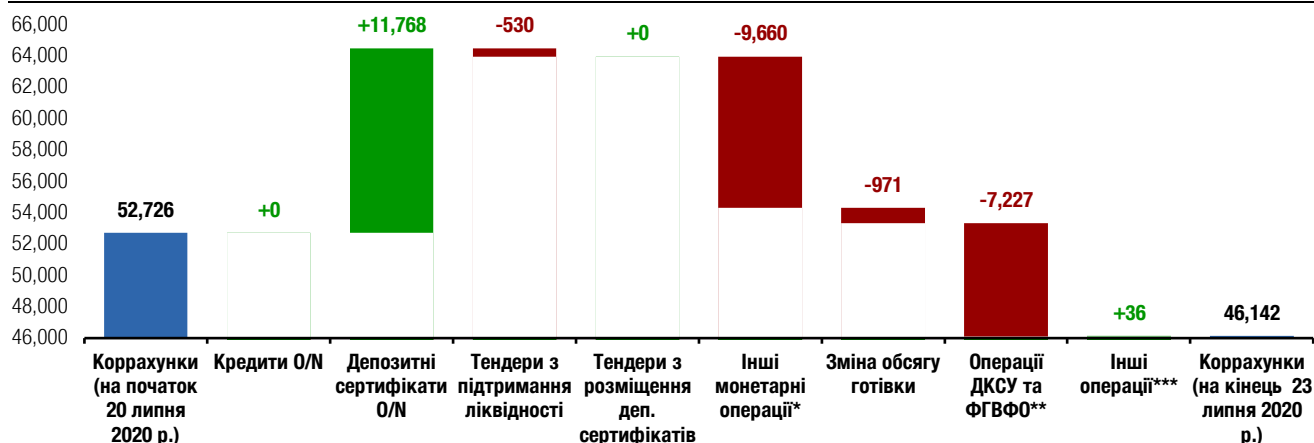
Повернення НБУ на валютний ринок з інтервенціями з продажу валюти значно посилило вплив ліквідності, що спричинили операції Держказначейства. До бюджету за тиждень було абсорбовано всього 4.2 млрд грн через продаж нових ОВДП та збір щомісячних податкових платежів. НБУ продав майже \$350 млн та вилучив ще 9.7 млрд грн з ліквідності. А от потреба банків у готівці зменшилася, і вони уповільнили конвертацію резервів у готівку до 1.2 млрд грн за тиждень, порівняно з 4 млрд грн ще тижнем раніше.

Погляд ІСУ: Цього тижня триватиме сплата щомісячних податків, а також відбудеться розміщення нових ОВДП. Такий вплив коштів матиме два джерела компенсації, які можуть навіть сприяти її зростанню: це виплата понад 13 млрд грн за гривневим боргом, а також відшкодування ПДВ, яке наразі

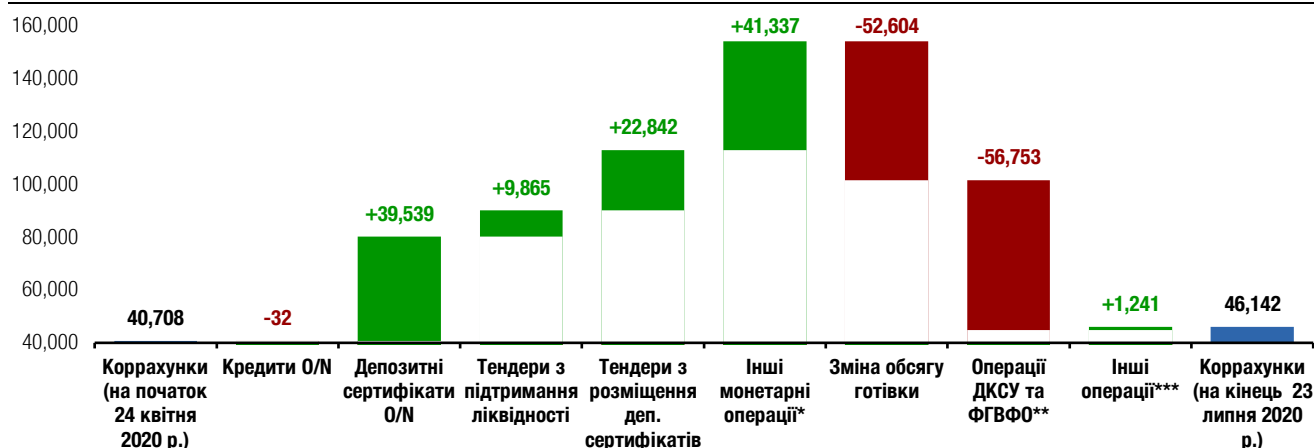
було досить повільним. Тож у підсумку загальний обсяг ліквідності в банківській системі має стабілізуватися або навіть збільшитися вище 150 млрд грн.

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

Заспокійливі інтервенції

За минулий тиждень НБУ продав майже \$350 млн протягом трьох днів, чим зупинив послаблення гривні. Але таке заспокоєння може виявитися нетривалим, і вже цього тижня курс може знову спробувати перетнути рівень 28 грн/\$.

Призначення нового голови НБУ не посприяло стабілізації курсу гривні, і НБУ у вівторок повернувся на ринок з інтервенціями приблизно на рівні \$100 млн. У середу продаж ним валюти було збільшено удвічі, а всього за три дні присутності на ринку НБУ продав \$347.8 млн.

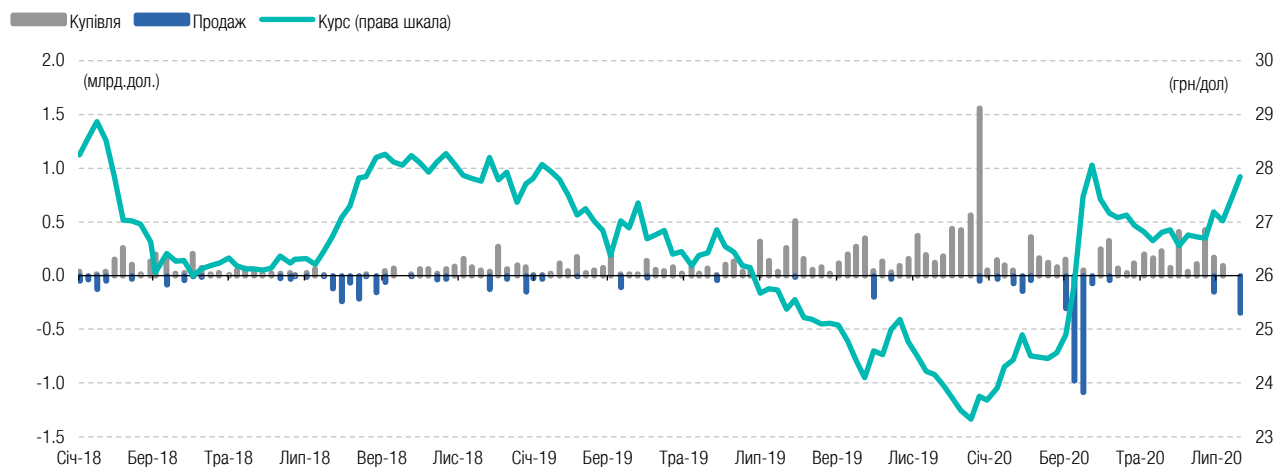
Ці інтервенції були посилені цілою низкою новин. У четвер НБУ зберіг облікову ставку на рівні 6% попри переважні очікування щодо її зниження. А на додаток до цього було підписано нову угоду з ЄС щодо 1.2 млрд євро фінансування та успішно завершено другу спробу розміщення єврооблігацій.

Погляд ICU: Стабілізація курсу гривні може виявитися короткочасною, оскільки цього тижня відбудуться значні виплати за ОВДП, і частина з цих коштів буде спрямована на валютний ринок. Хоча серед власників цього випуску навряд чи є нерезиденти. Значну роль відіграватимуть і інтервенції НБУ, адже через те, що не збігаються податкові платежі з відшкодуванням ПДВ, можуть відбутися чергові коливання курсу на ринку, що потребуватимуть втручання НБУ. Тому ми очікуємо, що курс продовжить коливатися і спробує перетнути позначку 28 грн/\$ у бік послаблення гривні.

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

Економічна активність продовжує відновлюватися

За нашими оцінками, падіння ВВП уповільнилося до 8% р/р у червні завдяки покращенню показників промисловості та торгівлі. Достатньо стрімке відновлення внутрішнього попиту та світової економіки збільшують вірогідність кращого результату для ВВП за результатами року порівняно з нашим червневим прогнозом (-6.7%).

Опубліковані дані Держстату щодо торгівлі, транспорту та промисловості в червні підтвердили наші очікування щодо продовження відновлення економічної активності відповідно послабленню карантинних обмежень та соціального дистанціювання.

Зокрема стрімко відновлюється торгівля. Після двох місяців падіння річні темпи роздрібною торгівлі повернулися до додатних значень – 1.4% р/р. За нашими оцінками, обсяги роздрібного товарообороту з урахуванням сезонності в червні були лише на 3% нижчими за максимальний рівень у січні. Переважно високі показники червня можуть пояснюватися реалізацією відкладеного попиту та збільшенням обсягів купівлі пального для особистого транспорту (на 11% р/р). Водночас показники споживчих настроїв залишаються пригніченими та навіть погіршилися порівняно з травнем.

Падіння оптового товарообороту уповільнилось до 0.5% р/р за 6М20 з 2.8% р/р у січні-травні. За нашими оцінками, у червні оптовий товарооборот зріс на 12% р/р і з урахуванням сезонності був вище, ніж на початку року, до пандемії.

Промислове виробництво також швидко відновлюється, і в червні сезонно скоригований показник був на 6.3% вище, ніж у квітні, і лише на 1.5% нижче, ніж у січні-лютому. У річному вимірі падіння уповільнилося до 5.6% р/р порівняно з 12.2% р/р у травні, унаслідок чого падіння за 6М20 становило 8.3% р/р. Вагому роль відіграло відновлення внутрішнього попиту, зокрема виробництво споживчих товарів тривалого користування зросло на 5% р/р, а короткострокового користування – знизилася лише на 1.1% р/р. Серед видів діяльності суттєво покращилися показники металургії (+7.5% м/м; -3.9% р/р), хімічної галузі (+10.1% м/м; +1.1% р/р) та вугледобування (+51.7% м/м; -12.7% р/р).

Водночас ефективність економіки все ще суттєво стримувалась обмеженою мобільністю населення. Так показники пасажирообігу хоча й суттєво покращились у порівнянні з квітнем-травнем, проте становили в червні лише 27% від минулорічного рівня. Зокрема для громадського транспорту в містах це співвідношення було 55-60%. А для пасажирообігу залізничного та авіаційного транспорту – лише 16% і 2% відповідно.

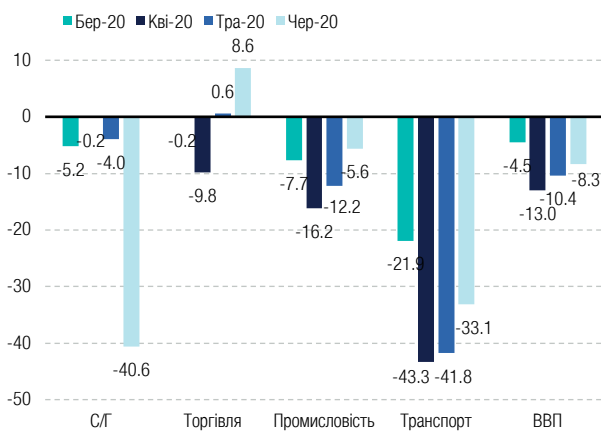
Крім того, на узагальненому показнику економічної активності негативно відобразився пізніший старт кампанії зі збору врожаю зернових порівняно з минулим роком. Унаслідок виробництва в сільському господарстві в червні було меншим на 40.6% р/р.

Погляд ICU: На основі місячних показників ми оцінюємо падіння ВВП у 2кв20 приблизно на 10-11% р/р (порівняно з 10% р/р у нашому прогнозі). Водночас більше 1 в.п. у це падіння забезпечене фактором пізнішого початку збору врожаю зернових, що має компенсуватися наступного кварталу. Натомість у багатьох інших сферах відновлення економіки відбувається швидше за наші попередні очікування.

Враховуючи суттєве зниження соціального дистанціювання та повернення до традиційних форматів роботи та відпочинку, активне відновлення світової економіки, особливо в країнах Південно-Східної Азії та Центрально-Східної Європи, та все ще досить сприятливі умови торгівлі, зростає вірогідність більш стрімкого економічного зростання в наступні квартали та відповідно перегляду нашого прогнозу падіння ВВП цього року (6.7%) у бік покращення. Однак ризики подальшого відновлення залишаються високими внаслідок нових хвиль зараження коронавірусом у окремих регіонах світу та можливого погіршення очікувань щодо перспектив економічного розвитку споживачами та бізнесом.

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

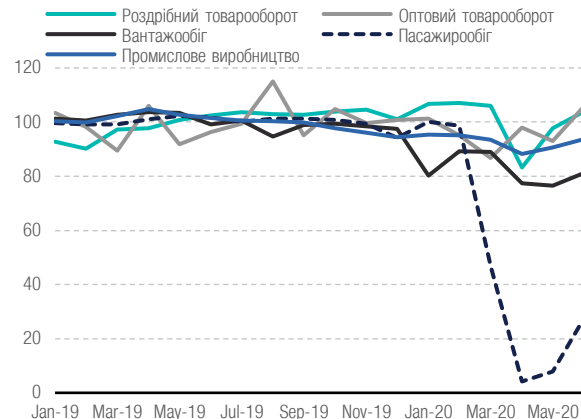
Графік 6. ВВП та випуск окремих видів діяльності, р/р, %



Джерело: Держстат, ІСУ.

Графік 7. Випуск окремих видів діяльності, індекси с/с

2019=100



Джерело: Держстат, ІСУ.

НБУ залишив ставку на 6%

На першому монетарному засіданні після зміни голови Правління НБУ було вирішено не змінювати ставку після сукупного зниження на 12 п.п. із квітня минулого року. Новий прогноз НБУ передбачає утримання ставки на поточному рівні протягом року та її підвищення до 6.5% у Зкв21.

За оцінками НБУ, така траєкторія ставки узгоджується із досягненням цілей по інфляції (5% +/- 1 в.п.) протягом наступних років. Зокрема НБУ знизив прогноз зміни ІСЦ до 4.7% на кінець цього року й підвищив до 5.5% на кінець наступного, наблизившись до наших оцінок (4.2% і 5.3% відповідно). Так само НБУ наблизив до наших свої оцінки темпів падіння ВВП цього року, переглянувши їх до 6% з 5% у квітневому прогнозі.

У своїй комунікації щодо майбутніх рішень НБУ сфокусував увагу на зміні соціальних стандартів, зокрема мінімальної заробітної плати, та темпах відновлення економіки. Водночас НБУ залишив певний ухил у бік пом'якшення, указавши на можливість надання додаткового імпульсу у випадку повільнішого відновлення споживчого та інвестиційного попиту.

Погляд ІСУ: Рішення НБУ стало певним сюрпризом, оскільки консенсусні оцінки аналітиків схилилися до незначного зниження ставки (на 25 б.п.). Фінансові журналісти та учасники ринку передбачали навіть більш агресивне зниження ставки – на 50-100 б.п. Такі очікування передусім обумовлювалися риторикою нового голови НБУ Кирила Шевченка до свого призначення щодо необхідності стимулювання економіки та кредитування через зниження процентних ставок.

Водночас, хоча ми раніше також очікували зниження ставки на 25 б.п. (і загалом до 5.5% на кінець цього року), нова інформація минулого тижня цілком виправдовувала збереження ставки. По-перше, опубліковані дані Держстатом щодо промисловості та роздрібною торгівлі в червні засвідчили, що внутрішній попит відновлюється досить стрімко. По-друге, валютний ринок залишався під значним тиском, курс гривні впевнено девальгував навіть за достатньо значних інтервенцій НБУ з продажу валюти. Крім того, Міністерство фінансів знову розпочало процес розміщення єврооблігацій, і суттєве пом'якшення політики НБУ напередодні могло б стати на заваді успішному розміщенню.

У подальшому динаміка ставки буде сильно залежати від функції реакції оновленого Правління НБУ (у четвер, уже після монетарного рішення,

ексзаступник міністра фінансів Юрій Гелетій замінив Олега Чурія на посаді заступника голови НБУ, що відповідає за ринкові операції). Минулого тижня Кирило Шевченко активно переконував громадськість, ринок і західних партнерів у збереженні фокусу монетарної політики НБУ на досягненні інфляційних цілей і рішення НБУ щодо ставки стало цьому логічним підтвердженням. За збереження такого фокусу й, враховуючи економічні фактори (більш швидке відновлення економіки, стрімкіше послаблення обмінного курсу), зростає імовірність того, що облікова ставка до кінця року дійсно залишиться на рівні 6%, як у прогнозі НБУ, а не знизиться до 5.5% відповідно до наших червневих оцінок. Крім того, на нашу думку, наступного року у випадку реалізації планів уряду щодо стрімкого підвищення мінімальної заробітної плати НБУ буде змушений підвищувати ставку більш агресивно, ніж закладено в поточні прогнози НБУ та ICU (наразі – до 6.5%).

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
sergiy.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.

