

Тематичний огляд

Гривневі ОВДП привабливі знову

СЕРЕДА, 24 ЛЮТОГО 2021

Ми дотримуємося позитивного бачення відносно гривневого українського боргу. Наш погляд підтверджується покращенням геополітичної ситуації, потужним макроекономічним відновленням, стійкими зовнішніми балансами та привабливим співвідношенням ризику-дохідності в глобальному середовищі, сприятливому для торгівлі на різниці процентних ставок (*carry trade*). Унаслідок підвищених фіскальних потреб українські облігації пропонують відносно високу дохідність на тлі помірних макроекономічних, кредитних та валютних ризиків, особливо на короткостроковому горизонті. Однак гальмування структурних реформ та повільний прогрес у переговорах із МВФ знижують економічний потенціал та можуть погіршити показники ризику в середньостроковій перспективі.

Високі реальні ставки, швидке відновлення економіки та сприятливі зовнішні умови підтримують обмінний курс гривні. На зовнішніх балансах України продовжують позитивно позначатися сприятливі умови торгівлі та обмеження туризму, а також відновлення припливу портфельних інвестицій. Це допомагає відновленню міжнародних резервів НБУ, які на кінець 2020 р. досягли \$29 млрд, що є найвищим рівнем за останні вісім років. За умови незмінності валютної політики НБУ сезонність та сприятливі умови торгівлі можуть зумовити зміцнення гривні в 1п21 навіть більше, ніж передбачалось у нашому прогнозі (27 грн/\$). Ми очікуємо, що обмінний курс гривні закінчить рік у діапазоні, наближеному до поточного рівня (27.5-28 грн/\$).

Сприятливе середовище для *carry trade*, високі реальні ставки та покращення перспектив обмінного курсу гривні відновили інтерес іноземних інвесторів до гривневих облігацій. Враховуючи все ще відносно низькі обсяги ОВДП у портфелі нерезидентів, є потенціал подальшого масового припливу портфельних інвестицій. Крім того, з кінця 2020 р. пришвидшилася купівля облігацій місцевими гравцями. На щотижневих аукціонах Міністерства фінансів попит залишається стійким, і з середини січня перепідписка призвела до певного зниження дохідності, найбільш помітного на короткому кінці кривої. Водночас збереження підвищених фіскальних потреб стримує Мінфін від більш агресивного зниження процентних ставок.

Облігації з терміном погашення 1-2 роки особливо привабливі з огляду співвідношення ризику-дохідності. До кінця 2021 р. ми бачимо можливість незначного зниження дохідності до 11% для 1-річних облігацій у гривні, тоді як дохідність 2-річних облігацій буде близькою до поточного рівня 11.7%. Навіть з урахуванням зростаючих інфляційних очікувань, такі ставки створюють сприятливі можливості для *carry trade*, враховуючи, які раніше, контрольовані валютні та кредитні ризики.

Основні ризики на даний час пов'язані з уповільненням реформ та невизначеністю щодо програми із МВФ. Ці ризики можуть погіршити настрої щодо України та зумовити девальваційний тиск у середньостроковій перспективі. Крім того, погіршення інфляційних очікувань може призвести спочатку до затримки монетарної реакції, а потім, відповідно, до агресивного підвищення облікової ставки в середньостроковій перспективі, що також вплине на дохідність облігацій. Ми вважаємо, що поточний спред між облігаціями з термінами п'яти та одного років (близько 120 б.п.) не забезпечує належної премії за такі ризики.

З іншого боку, існують також потенційно позитивні ризики, обумовлені кращим доступом іноземців до місцевого ринку облігацій завдяки вдосконаленню інфраструктури. Встановлення лінку з Clearstream у 2019 р. суттєво підвищило інтерес іноземних інвесторів до українського ринку облігацій. Разом із сприятливим режимом оподаткування це залишається конкурентною перевагою вітчизняних облігацій порівняно з такими аналогами, як Єгипет. До того ж минулого року НБУ запровадив механізм виходу на ринок державних облігацій через іноземних номінальних утримувачів. Це має спростити доступ іноземців до ринку, особливо для американських фондів, які не використовують Clearstream. Додатковий масовий приплив іноземних інвестицій також можливий у випадку включення українських облігацій у JP Morgan GBI-EM. Однією з перешкод для включення ОВДП до цього індексу є низький рівень інвестицій резидентів у довгострокові облігації, розміщені на ринку протягом останніх кількох років. Однак ситуація поступово покращується завдяки запуску НБУ довгострокового рефінансування та інструменту процентних свопів. Ми вважаємо, що зростання пропозиції довгострокових державних паперів та залучення вітчизняних банків до торгівлі ними покращить ситуацію та сприятиме включенню українських облігацій до JPI Morgan GBI-EM.

Локальний борг України виглядає надзвичайно конкурентоспроможним порівняно з іншими ринками, що розвиваються. Основними конкурентами є високодохідні облігації в місцевій валюті таких країн, як Єгипет, Туреччина, Грузія, Вірменія та окремих країн Африки на південь від Сахари, зокрема Кенії та Уганди. Однак, крім Єгипту та Туреччини, це нішеві ринки з низькою ліквідністю. До того ж у деяких з них виплата процентів на державні облігації обкладається податком. Наприклад, Уганда стягує 15% доходу від облігацій строком до 10 років і 10% - для облігацій з довшим терміном. Порівняно з Єгиптом, український ринок облігацій менш перенасичений іноземним капіталом, а країна має кращі показники боргу, фіскальних та зовнішніх рахунків, хоча програє у ефективності співпраці із МВФ. Туреччина пропонує привабливі інвестиційні можливості по 5-річним облігаціям; проте фінальний результат таких інвестицій критично залежить від здатності центрального банку відновити контроль над інфляцією та монетарною стабільністю, що не вдавалося протягом останнього десятиліття.

У решті огляду представлено графіки та таблиці, що підтверджують наші основні висновки.

Зміст

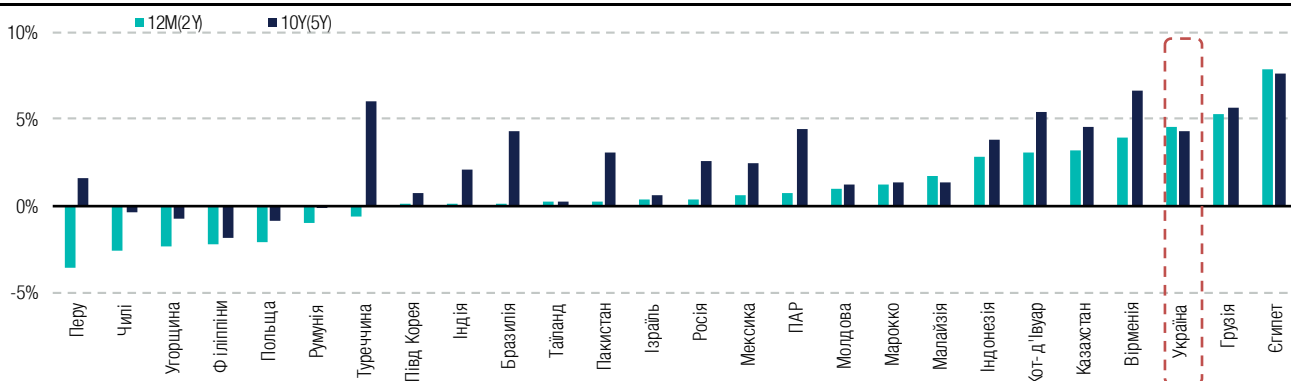
1. Українські облігації в нацвалюті в порівнянні з іншими ЕМ	3
2. Макроекономічний розвиток	5
3. Огляд державного боргу	7
4. Монетарна політика.....	11
5. Дохідності гривневих облігацій.....	14
6. Валютний прогноз.....	16
Макроекономічний прогноз	20

1. Українські облігації в нацвалюті в порівнянні з іншими ЕМ

- Реальна доходність українських облігацій виглядає привабливо порівняно з іншими ринками, особливо для облігацій з річним строком погашення
- Узагальнений ризик для України є помірним, валютний ризик – дещо підвищений
- Навіть враховуючи цей узагальнений показник ризику, реальна доходність 12-місячних паперів виглядає дуже привабливо, тоді як реальна доходність 5-річних паперів відповідає показнику ризику

Графік 1. Реальні процентні ставки в окремих країнах, що розвиваються (%)

Реальні процентні ставки в Україні є одними з найвищих серед аналогічних ринків, особливо для паперів з 12-місячним строком погашення



Примітка: для розрахунку реальних ставок ми дефлюємо номінальну доходність середнім між останнім рівнем річної зміни ІСЦ та прогнозом МВФ середньої річної зміни ІСЦ у 2021 р. для ставок на 12 місяців та середнім між останнім рівнем річної зміни ІСЦ та прогнозами МВФ середніх змін ІСЦ у 2021-24 рр для ставок 10Y (5Y).

Джерело: Bloomberg, IMF WEO (жовтень 2020), ICU

Таблиця 1. Україна та окремі країни, що розвиваються: ключові показники

Країна	ПРЕМІЯ ЗА РИЗИК					КРЕДИТНИЙ РИЗИК				РИЗИК ЛІКВІДНОСТІ			ВАЛЮТНИЙ РИЗИК			МАКРОРИЗИК		
	Национальна валюта					Іноземна валюта	Державний борг / ВВП	Сальдо бюджету / ВВП	Обслуговування боргу / Держ доходи	Резерви / К-с зовнішній борг за залишковим терміном	Обслуговування євробондів / Резерви	Обслуговування зовнішнього боргу / Державні доходи	Резерви / АРА-метрика	Сальдо поточного балансу / ВВП	РЕОК / Середнє РЕОК за ост. 5 років	ІСЦ	ВВП	ІР
	Номінальна дохідність	Реальна дохідність	Ставка центр. банку	Дохідність до погашення	2021		2021	2021	останні дані по резервам, 2020 по к-с зовнішньому боргу	останні дані по резервам, 2021 по обслуговуванню євробондів	2021	останні дані по резервам, 2019 для АРА-метрики	2021	останні дані	останні дані	4кв к/с	6м к/с	
	10Y(5Y)	12M(2Y)	10Y(5Y)	12M(2Y)	%	10Y	%	%	%	%	%	%	%	%	%	p/p %	p/p %	p/p %
Україна	10.0%	10.6%	4.4%	4.5%	6.0%	6.3%	63.8%	-7.8%	9.7%	89.0%	12.6%	8.4%	98.7%	-3.0%	3.6%	6.1%	-4.2%	-2.4%
Угорщина	2.3%	0.8%	-0.7%	-2.3%	0.6%	2.8%	76.6%	-8.3%	4.7%	222.7%	n/a	n/a	129.5%	-0.9%	-4.0%	2.7%	-3.0%	-0.6%
Польща	1.3%	0.3%	-0.8%	-2.1%	0.1%	0.8%	60.1%	-10.5%	3.4%	93.8%	n/a	n/a	132.0%	1.8%	0.9%	2.4%	-2.7%	4.3%
Румунія	2.7%	1.7%	0.0%	-1.0%	1.3%	2.2%	47.2%	-9.6%	4.8%	84.6%	n/a	n/a	107.6%	-4.5%	3.4%	3.0%	-2.2%	-2.1%
Ізраїль	0.9%	0.1%	0.6%	0.3%	0.1%	1.6%	78.3%	-12.9%	6.4%	n/a	n/a	n/a	371.0%	3.5%	4.6%	-0.7%	-1.2%	2.0%
Туреччина	18.1%	12.9%	6.1%	-0.6%	17.0%	5.2%	43.6%	-7.9%	9.6%	23.1%	24.4%	7.4%	32.6%	-0.9%	-18.6%	15.0%	1.9%	9.0%
Росія	6.5%	4.6%	2.6%	0.3%	4.3%	1.5%	19.0%	-5.3%	1.3%	370.5%	0.6%	0.6%	243.1%	1.8%	n/a	5.2%	0.0%	0.0%
Казахстан	10.0%	10.0%	4.6%	3.3%	9.0%	0.9%	23.8%	-5.3%	-1.3%	87.7%	2.4%	2.7%	65.0%	-2.8%	n/a	7.4%	-1.1%	-3.7%
Вірменія	9.7%	6.8%	6.7%	4.0%	5.5%	3.9%	61.2%	-5.8%	11.4%	354.9%	2.3%	11.8%	71.2%	-7.3%	n/a	3.7%	n/a	-2.8%
Грузія	8.5%	8.0%	5.7%	5.3%	8.0%	2.2%	58.7%	-8.1%	6.1%	121.0%	13.3%	64.8%	102.8%	-8.5%	n/a	2.8%	-3.0%	2.0%
Молдова	6.2%	5.7%	1.2%	1.0%	2.7%	n/a	38.5%	-8.0%	3.4%	142.2%	0.0%	6.0%	226.9%	-10.6%	n/a	7.1%	0.0%	0.0%
ПАР	8.5%	4.3%	4.4%	0.8%	3.5%	4.3%	80.8%	-14.0%	17.5%	85.3%	6.2%	5.0%	60.7%	-1.8%	-3.5%	3.1%	-5.7%	-4.7%
Єгипет	14.4%	13.2%	7.6%	7.9%	9.3%	6.1%	88.6%	-7.5%	46.5%	184.6%	4.7%	6.6%	57.2%	-4.2%	n/a	4.3%	n/a	-25.6%
Пакистан	10.1%	7.5%	3.1%	0.3%	7.0%	5.4%	86.6%	-8.0%	41.5%	124.7%	9.4%	19.8%	38.5%	-2.5%	-9.2%	5.7%	n/a	n/a
Індія	6.0%	4.0%	2.1%	0.1%	4.0%	n/a	89.6%	-13.1%	32.6%	190.8%	1.3%	2.8%	191.7%	-0.9%	-1.0%	4.1%	-6.1%	-2.3%
Індонезія	6.2%	4.4%	3.9%	2.9%	3.8%	2.0%	40.2%	-6.3%	15.4%	201.9%	9.0%	13.5%	121.3%	-2.4%	-1.6%	1.6%	-2.0%	n/a
Малайзія	2.8%	2.2%	1.4%	1.7%	1.8%	0.8%	66.8%	-6.5%	12.5%	85.5%	n/a	n/a	113.7%	1.8%	-3.1%	-1.4%	-5.6%	0.2%
Філіппіни	1.4%	1.4%	-1.8%	-2.2%	2.0%	1.8%	50.7%	-8.1%	12.0%	474.9%	2.2%	6.2%	252.7%	-1.5%	6.7%	4.2%	-9.3%	n/a
Півд. Корея	1.8%	0.9%	0.8%	0.1%	0.5%	1.3%	50.3%	-3.2%	-1.9%	226.0%	n/a	n/a	117.5%	3.4%	n/a	0.6%	0.0%	0.0%
Таїланд	1.4%	1.0%	0.3%	0.2%	0.5%	n/a	53.4%	-5.2%	2.1%	316.0%	0.3%	0.9%	238.2%	4.6%	2.5%	-0.3%	-6.2%	n/a
Бразилія	7.8%	3.9%	4.4%	0.2%	2.0%	3.4%	102.1%	-16.8%	17.0%	208.4%	1.8%	2.3%	142.3%	0.0%	-24.7%	4.6%	-3.4%	1.6%
Чилі	2.6%	0.3%	-0.4%	-2.6%	0.5%	1.8%	35.2%	-8.7%	3.1%	99.0%	n/a	n/a	83.3%	-2.9%	-3.0%	3.1%	-6.6%	-1.3%
Мексика	5.6%	4.1%	2.5%	0.6%	4.0%	2.6%	65.6%	-5.8%	15.7%	204.9%	14.0%	11.6%	116.0%	-0.1%	2.3%	3.5%	-8.3%	-5.9%
Перу	3.8%	-1.3%	1.6%	-3.5%	0.3%	2.0%	39.3%	-9.4%	8.1%	497.3%	1.0%	2.9%	266.3%	-0.3%	6.9%	2.7%	-10.2%	-8.6%
Колумбія	n/a	2.0%	n/a	0.1%	1.8%	2.7%	68.1%	-9.5%	12.7%	169.4%	9.6%	9.6%	147.7%	-3.9%	-5.7%	1.6%	-5.6%	-8.6%

Примітка: ВВП 4кв к/с вказує на темпи зростання ВВП, ковзне середнє за останні чотири квартали; ІР 6м к/с вказує на темпи зростання промислового виробництва, ковзне середнє значення за останні півроку.

Джерело: Bloomberg, IMF WEO (жовтень 2020), IMF International Investment Position, WB International Debt Statistics, IMF Assessing Reserve Adequacy DataMapper, ICU

Таблиця 2. Україна та окремі країни, що розвиваються: оцінка ризиків

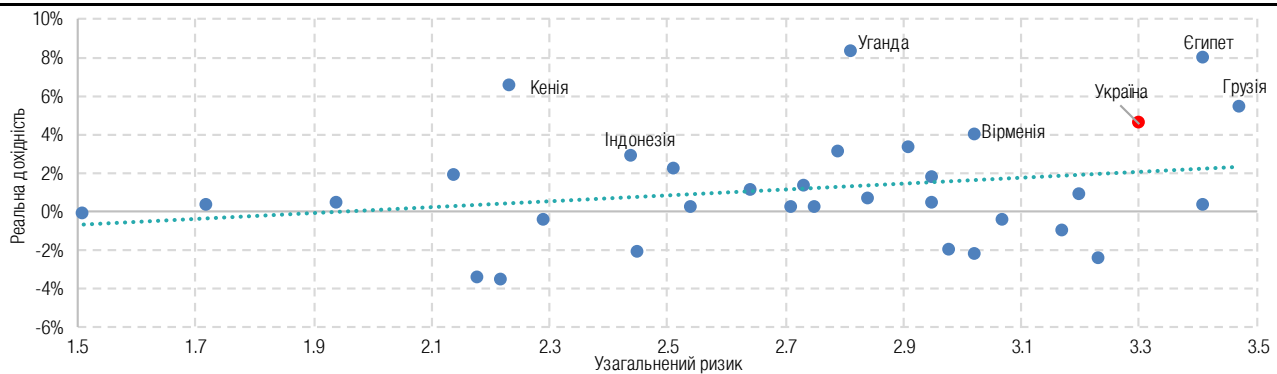
КРАЇНА	КРЕДИТНИЙ РИЗИК			РИЗИК ЛІКВІДНОСТІ					ВАЛЮТНИЙ РИЗИК				МАКРОРИЗИК				УЗАГАЛЬНИЙ РИЗИК
	Державний борг / ВВП	Сальдо бюджету / ВВП	Обслуговування боргу / Держ доходи	Середнє	Резерви / К-с зовнішній борг за залишковим терміном	Обслуговування євробондів / Резерви	Обслуговування зовнішнього боргу / Державні доходи	Середнє	Резерви / АРА-метрика	Сальдо поточного балансу / ВВП	РЕОК / Середнє РЕОК за ост. 5 років	Середнє	ІСЦ	ВВП	ІР	Середнє	
Україна	3	4	2	3.0	3	4	2	3.0	3	4	4	3.7	2	5	4	3.9	3.3
Угорщина	4	4	1	3.1	1	5	5	3.4	2	3	2	2.4	2	5	4	3.5	3.0
Польща	3	4	1	2.7	3	5	5	4.2	2	2	3	2.3	1	4	2	2.2	3.0
Румунія	1	4	1	1.9	4	5	5	4.6	2	4	4	3.4	1	4	4	3.1	3.3
Ізраїль	4	5	2	3.7	1	5	5	3.4	1	1	4	1.9	1	4	3	2.5	3.0
Туреччина	1	4	2	2.2	5	5	2	4.1	5	3	1	3.0	4	3	1	2.8	3.1
Росія	2	3	1	2.0	1	1	1	1.0	1	2	5	2.6	2	3	3	2.6	1.9
Казахстан	2	3	1	2.0	4	2	1	2.5	5	4	5	4.6	3	4	5	3.6	3.1
Вірменія	3	3	2	2.7	1	2	3	1.9	3	5	5	4.4	1	1	4	1.9	3.0
Грузія	3	4	2	3.0	2	4	5	3.5	2	5	5	4.1	1	4	3	1.9	3.5
Молдова	2	4	1	2.3	2	1	2	1.7	1	5	5	3.8	3	3	3	3.0	2.6
ПАР	4	5	3	4.0	3	3	1	2.4	4	3	2	3.6	2	5	5	3.8	3.4
Єгипет	4	4	5	4.3	1	2	2	1.6	5	4	5	4.6	2	1	5	2.6	3.4
Пакистан	4	4	5	4.3	2	3	4	2.9	5	4	2	3.7	3	1	1	1.8	3.5
Індія	4	5	4	4.3	1	2	1	1.3	1	3	3	2.4	2	5	4	3.8	2.8
Індонезія	1	3	3	2.2	1	3	3	2.2	2	4	3	3.1	1	4	1	1.9	2.4
Малайзія	3	3	2	2.7	3	5	5	4.2	2	2	2	2.0	1	5	3	3.1	3.0
Філіппіни	3	4	2	3.0	1	2	2	1.6	1	3	4	2.7	2	5	1	2.6	2.5
Півд. Корея	3	3	1	2.4	1	5	5	3.4	2	1	5	2.5	1	3	3	2.2	2.7
Таїланд	3	3	1	2.4	1	1	1	1.0	1	1	4	1.9	1	5	1	2.2	1.8
Бразилія	5	5	3	4.4	1	2	1	1.3	2	2	1	1.7	2	5	4	3.5	2.6
Чилі	2	4	1	2.3	3	5	5	4.2	3	4	2	3.1	2	5	4	3.5	3.2
Мексика	3	3	3	3.0	1	4	3	2.5	2	3	3	2.7	2	5	5	3.8	2.8
Перу	2	4	2	2.6	1	2	1	1.3	1	3	2	2.1	1	5	5	3.4	2.1
Колумбія	3	4	2	3.0	1	3	2	1.9	2	4	2	2.8	1	5	5	3.4	2.7

Примітка: ми призначаємо числовий бал від 1 до 5 з більшими числами, що відповідають вищій вразливості, на основі обраних порогових значень. Потім розраховуємо узагальнений показник ризику для кожної країни на основі середньозваженого значення за всіма категоріями. Ваги базуються на експертних оцінках щодо відносної важливості факторів та категорій факторів. Наприклад, показники макроекономічного ризику мають нижчі ваги порівняно з показниками інших категорій.

Джерело: Bloomberg, IMF WEO (жовтень 2020), IMF International Investment Position, WB International Debt Statistics, IMF Assessing Reserve Adequacy DataMapper, ICU.

Графік 2. Україна та окремі ЕМ: співвідношення ризику та доходності за 12-місячними облігаціями (%)

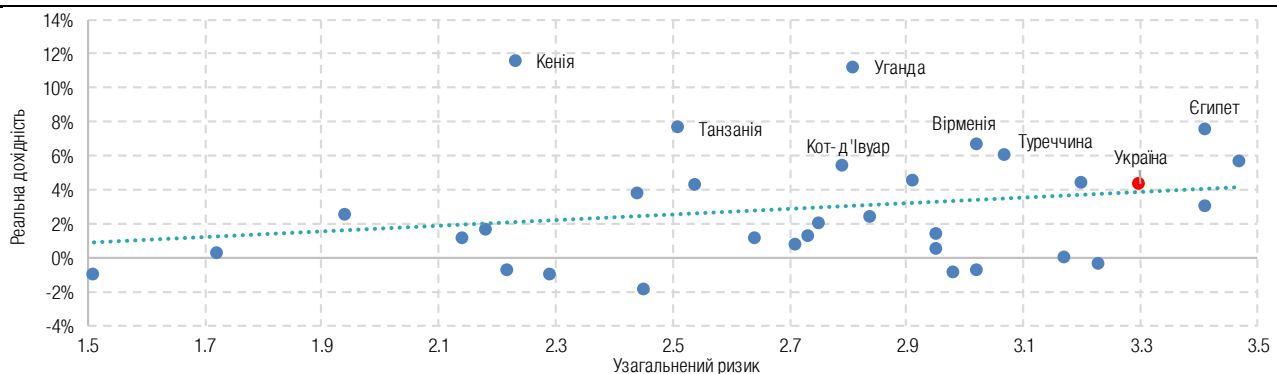
Доходність українських 12-місячних облігацій забезпечує високу премію відносно рівня, що узгоджується за показниками ризику



Джерело: Bloomberg, ICU

Графік 3. Україна та окремі ЕМ: Співвідношення ризику та доходності за 5(10)-річними облігаціями (%)

Доходність за 5-річними паперами України висока порівняно з аналогами, але відповідає величині ризику



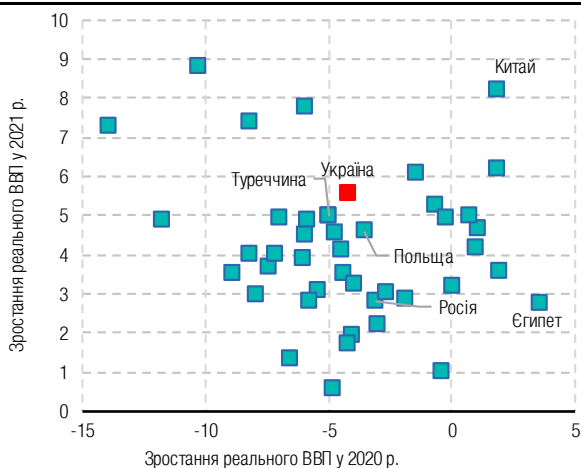
Джерело: Bloomberg, ICU

2. Макроекономічний розвиток

- Після різкого спаду, спричиненого введенням локдауну в 2кв20, українська економіка почала швидко відновлюватися, перевершивши очікування майже всіх економічних прогнозистів. Наразі ми оцінюємо зниження ВВП на 4.2% у 2020 р. та прогнозуємо зростання на 5.6% цього року, що є кращими показниками в порівнянні з більшістю країн, що розвиваються
- Зовнішні рахунки значно поліпилися в результаті кризи COVID-19, тоді як погіршення фіскальних показників є помірним і набагато меншим у порівнянні з аналогічними країнами
- У грудні 2020 р. загальна інфляція прогнозовано прискорилася і досягла цільового рівня НБУ у 5%. Ми очікуємо, що найближчим часом інфляційний тиск посилиться через сплеск світових цін на енергію та сільськогосподарську продукцію та підвищення мінімальної заробітної плати; однак інфляція має триматися близько верхньої межі цільового діапазону $5\% \pm 1$ в.п. в умовах затухання триваючого стрибка цін на продовольство

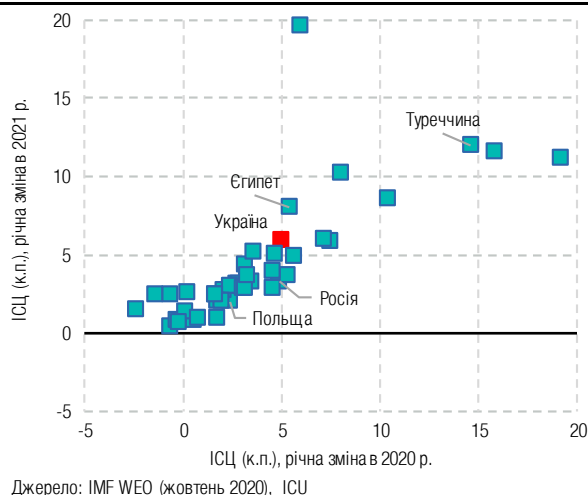
Графік 4. Реальний ВВП у 2020-21 рр. (% р/р)

Економічні показники України перевершують показники більшості ЕМ, відстаючи лише від окремих країн Азії та Африки



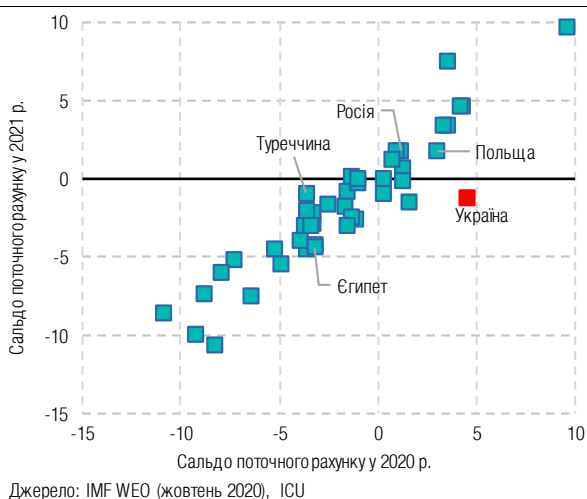
Графік 5. ІСЦ (к.п.) у 2020-21 рр. (% р/р)

Українська інфляція залишається близькою до 5%, уникаючи дефляції чи стрімкої інфляції, як у окремих країнах



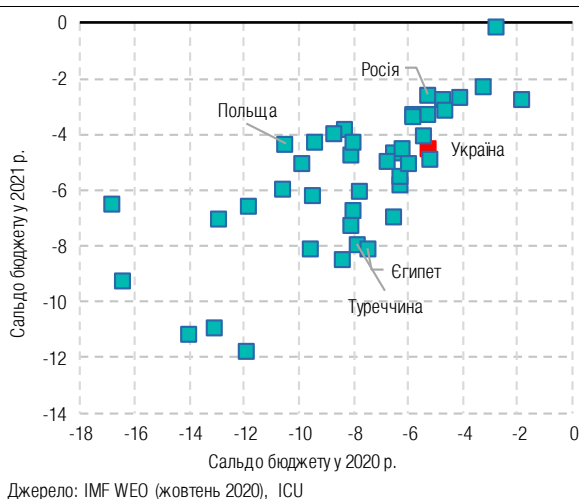
Графік 6. Сальдо поточного рахунку в 2020-21 рр. (% ВВП)

Після неочікуваного профіциту в 2020 р. прогнозується повернення поточного рахунку до дефіциту в 2021 р., однак на помірних рівнях



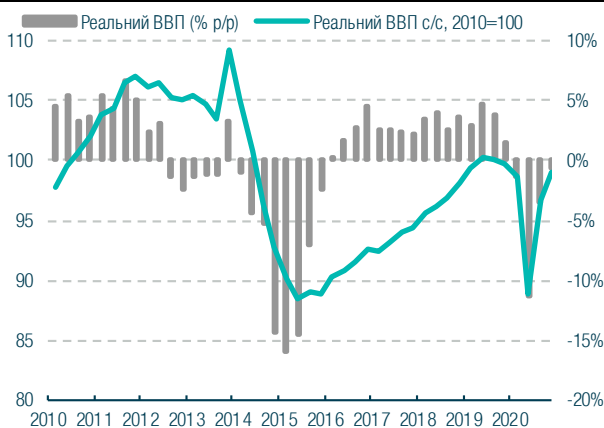
Графік 7. Сальдо бюджету у 2020-21 рр. (% ВВП)

Незважаючи на погіршення внаслідок пандемії та інфраструктурних проектів, фіскальна позиція в 2020-21 рр. є однією з найстійкіших серед ЕМ



Графік 8. Реальний ВВП

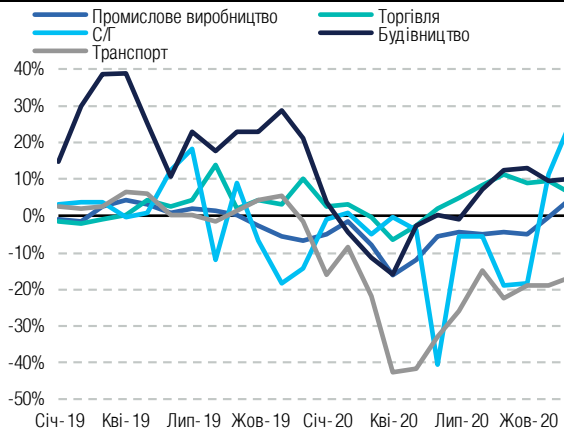
Після значного падіння внаслідок карантину в 2кв20 економічна активність майже повністю відновилися в 2п20



Джерело: Держстат, ICU.

Графік 9. Основні економічні показники (% р/р)

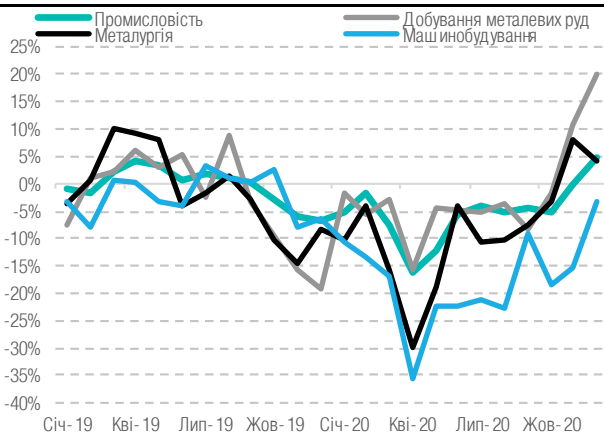
Торгівля та будівництво повернулися до додатного річного приросту в середині 2020 р., тоді як промислове виробництво лише наприкінці року



Джерело: Держстат, ICU.

Графік 10. Промислове виробництво (% р/р)

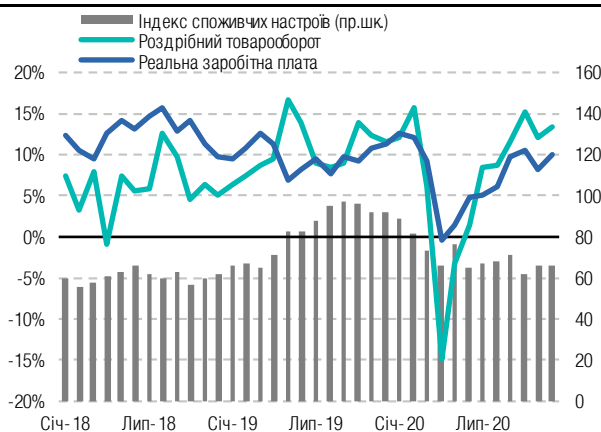
Промислове виробництво відновлюється на тлі сприятливих умов на світових ринках залізної руди та сталі, а також стійкого внутрішнього попиту



Джерело: Держстат, ICU.

Графік 11. Роздрібна торгівля та реальна заробітна плата (% р/р)

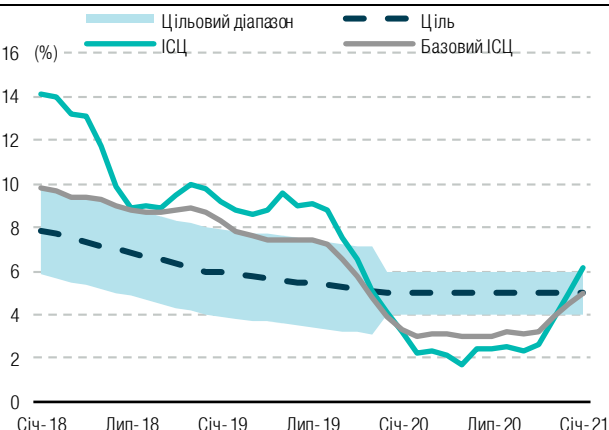
Роздрібні продажі повернулися до допандемічного тренду в середині 2020 р. на тлі швидкого відновлення доходів та переорієнтації витрат на внутрішній ринок



Джерело: Держстат, Info Sapiens, ICU

Графік 12. ІСЦ, базовий ІСЦ та цільові показники (% р/р)

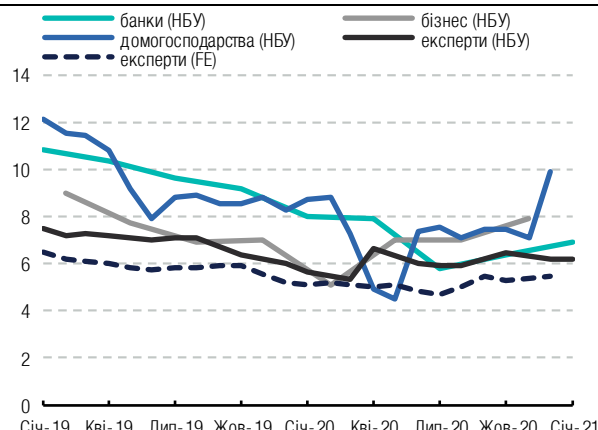
Споживча інфляція досягла 5% цільового рівня в грудні 2020 р., оскільки пом'якшення монетарної політики та фактори пропозиції та продуктів харчування сприяли зростанню цін наприкінці року



Джерело: НБУ, Держстат, ICU.

Графік 13. Інфляційні очікування (% р/р)

Інфляційні очікування залишаються відносно добре закріпленими, незважаючи на те, що наприкінці 2020 року дещо погіршилися на тлі підвищення цін на продовольство та енергію



Примітка: представлені очікування зміни цін протягом наступних 12 місяців, зібрані НБУ, та консенсус Focus Economics щодо зміни ІСЦ (к.п.) у 2021 р.

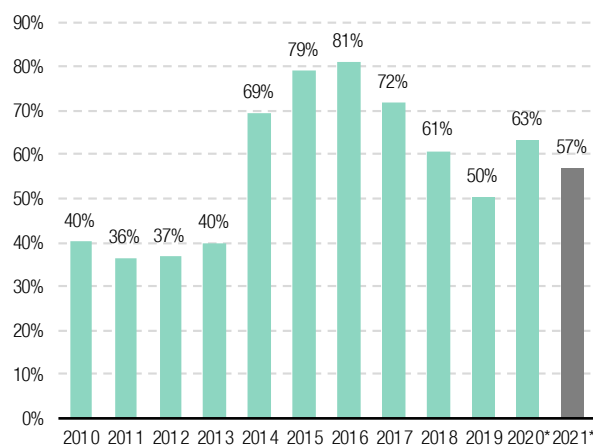
Джерело: НБУ, Focus Economics, ICU

3. Огляд державного боргу

- Боргове навантаження в Україні є відносно помірним. Після чотирьох років стрімкого скорочення відношення боргу до ВВП зросло в 2020 р. до 63%, відображаючи як 4% падіння реального ВВП, так і ослаблення гривні на тлі великої частки боргу в іноземній валюті
- За останні декілька років обсяг гривневого боргу стрімко зріс і досяг еквіваленту \$30 млрд на кінець 2020 р. Проте частка цього боргу в загальному обсязі державного боргу ледь перевищила 39%, що вказує на потужний потенціал для майбутнього зростання та заміщення валютного боргу
- Банки наразі сконцентрували в себе більшу частину внутрішнього боргу, тоді як НБУ продовжує поступово зменшувати обсяг облігацій у своєму портфелі через їх періодичне погашення. Частка іноземних інвесторів після їхнього часткового виходу в 2020 році є досить помірною в порівнянні з іншими країнами
- На цей рік уряд має амбітні плани щодо запозичень через гривневі ОВДП. Ми віримо, що ці плани мають високі шанси бути виконаними, якщо купівля облігацій триватиме тими ж темпами, що й у січні-лютому

Графік 14. Державний борг України (% ВВП)

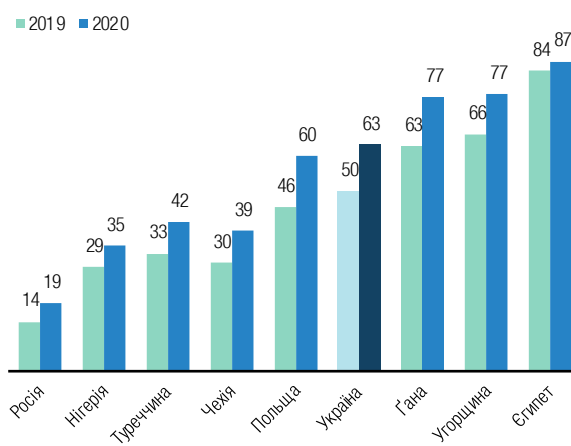
Стиійка тенденція до зниження змінилася в 2020 р. на тлі пандемічних наслідків, однак ми прогнозуємо зниження вже цього року



Джерело: Bloomberg, МВФ, ICU.

Графік 15. Державний борг в Україні та низці країн на кінець 2019 та 2020 рр. (% ВВП)

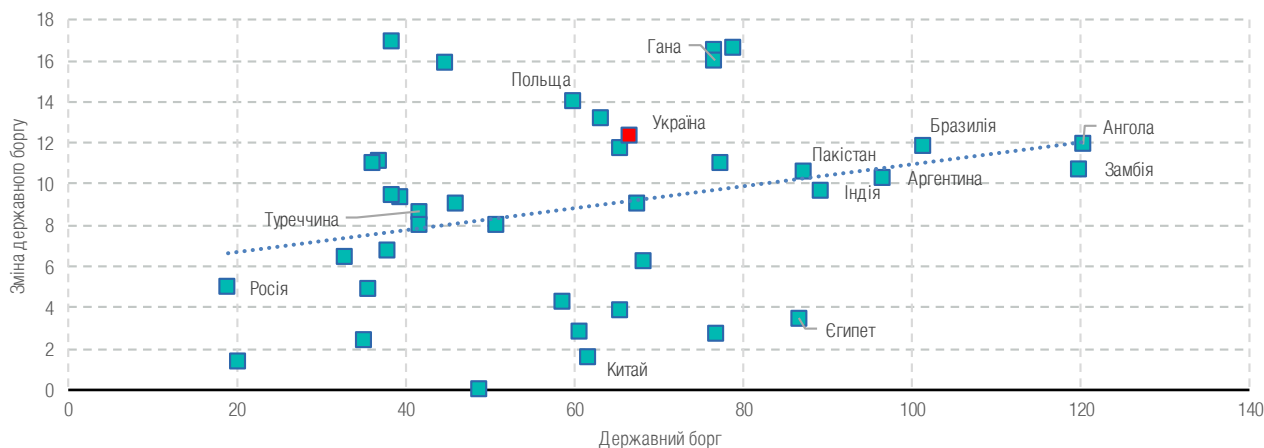
Україна не виглядає винятком, адже в 2020 р. погіршення боргових індикаторів було характерним для країн з ринками, що розвиваються



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 16. Україна та інші країни, що розвиваються: державний борг та його зміна в 2020 р. (% ВВП)

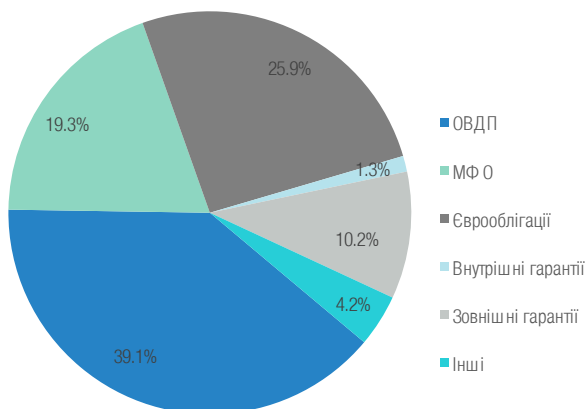
У 2020 р. збільшення боргу в Україні було відносно значним через реальне ослаблення національної валюти на тлі високої частки валютного боргу



Джерело: IMF WEO (Oct 2020), МВФ, ICU.

Графік 17. Структура державного боргу станом на 1 січня 2021 р. (%)

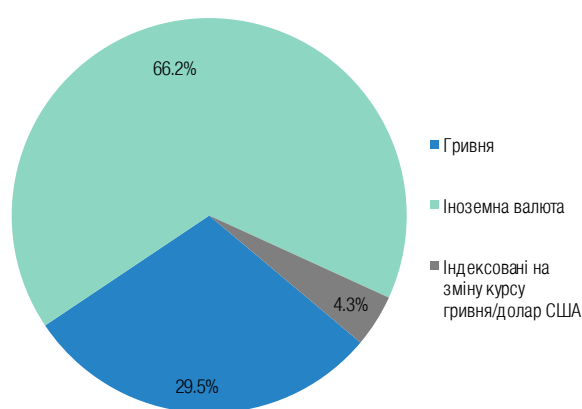
Більше четвертої частини боргу – це запозичення із зовнішніх ринків, тоді як офіційне фінансування від МФО наближаються до цієї суми



Джерело: МФУ, ICU.

Графік 18. Валютна структура державного боргу станом на 1 січня 2021 р. (%)

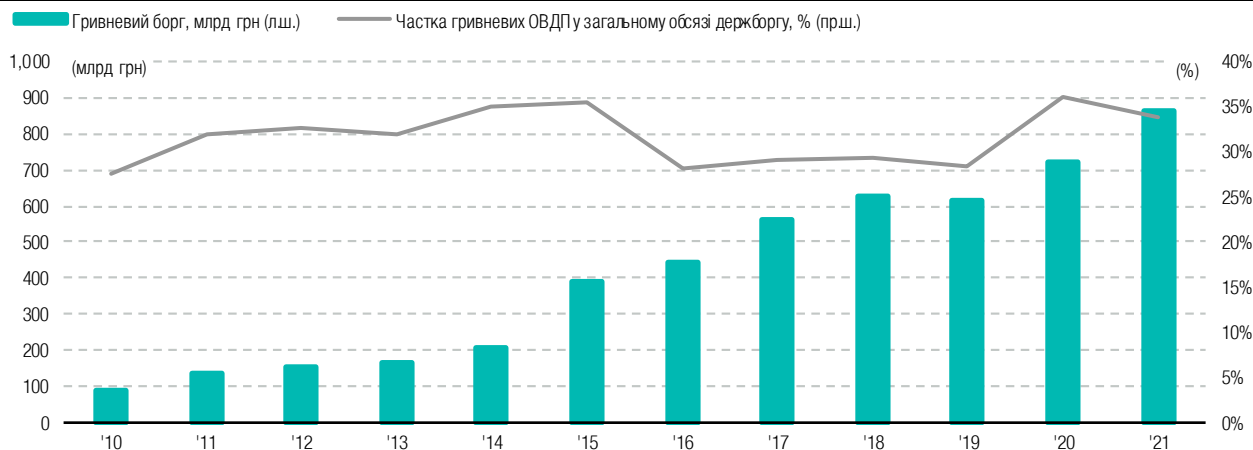
Менше 30% державного боргу номіновано в гривні, що показує високий потенціал для поступового заміщення зовнішнього боргу



Джерело: МФУ, НБУ, ICU.

Графік 19. Гривневі облігації: обсяги та частка в загальному обсязі боргу (на початок року)

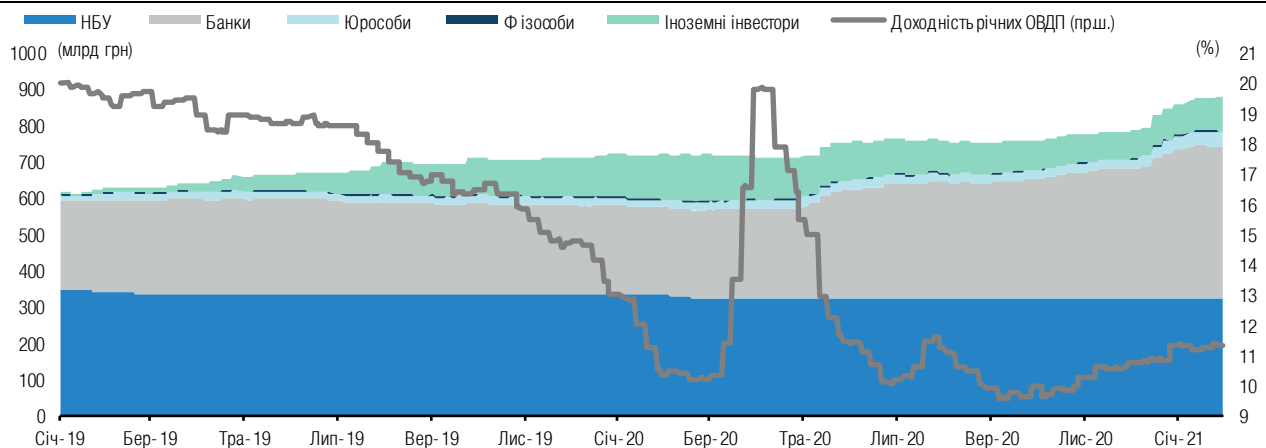
Останніми роками обсяг гривневих облігацій у обігу значно зріс, досягнувши еквіваленту \$30 млрд наприкінці 2020 р. А втім, частка в загальному борзі лише епізодично перевершувала 35%



Джерело: МФУ, ICU.

Графік 20. Портфелі гривневих ОВДП за групами інвесторів (млрд грн) та доходність річних ОВДП (%)

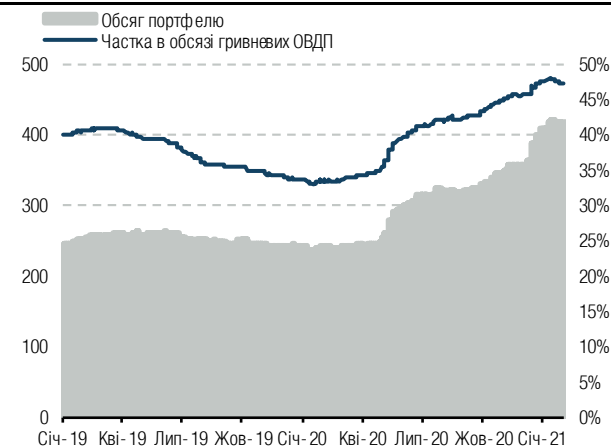
У 2019-20 рр. частка НБУ скоротилася з 57 до 38%, тоді як банки збільшили їй до 67%. Іноземці стали активними гравцями на ринку в 2019 р. після запровадження лінку з Clearstream



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 21. Портфель гривневих ОВДП у власності банків (млрд грн, %)

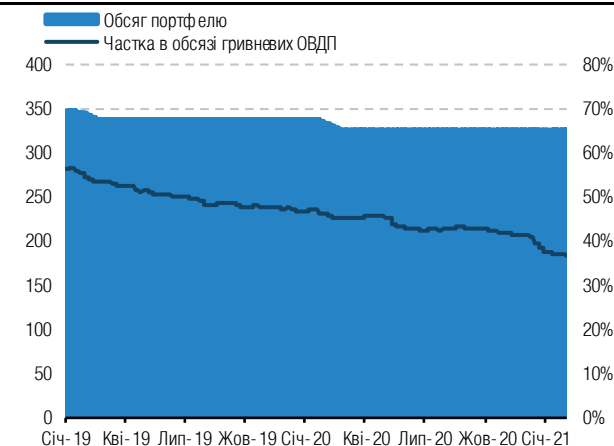
Місцеві банки збільшили портфель гривневих ОВДП майже на 70% із травня 2020 р., користуючись підтримкою ліквідності від НБУ



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 22. Портфель гривневих ОВДП у власності НБУ (млрд грн, %)

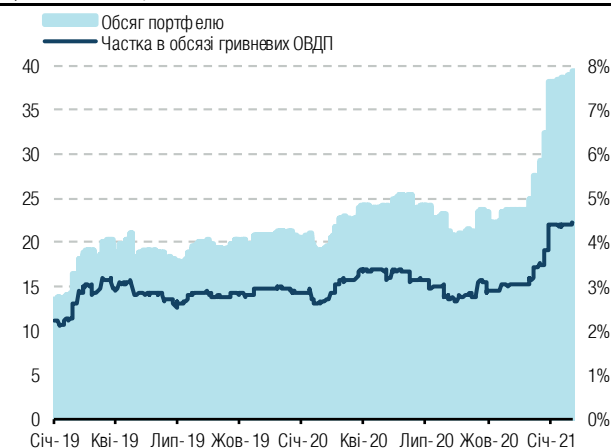
Портфель НБУ поступово скорочується по мірі погашень



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 23. Портфель гривневих ОВДП у власності небанківських установ (млрд грн, %)

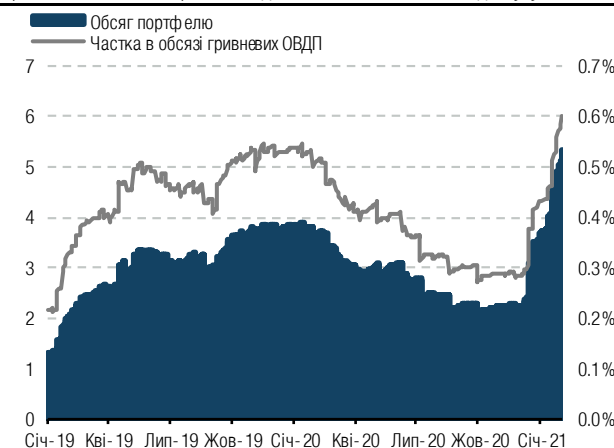
У листопаді-грудні 2020 р. небанківські установи збільшили портфель гривневих облігацій на 60%



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 24. Портфель гривневих ОВДП у власності фізичних осіб (млрд грн, %)

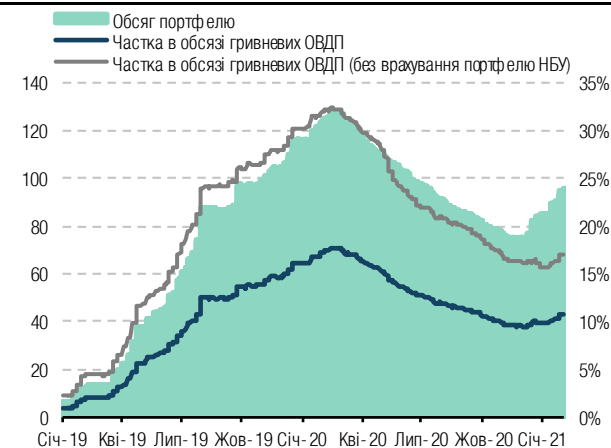
З грудня 2020 р. фізичні особи збільшили інтерес до гривневих облігацій через привабливі ставки в порівнянні з депозитами та полегшення доступу



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 25. Портфель гривневих ОВДП у власності нерезидентів (млрд грн, %)

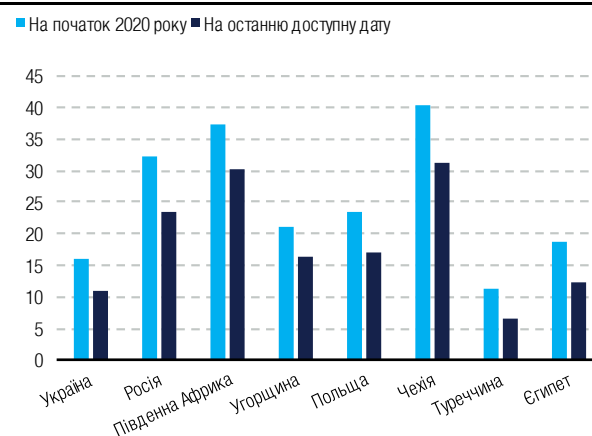
Іноземці знову збільшують вкладення в гривневий борг, хоча їхні портфелі все ще менші за максимальний обсяг, що був зафіксований у лютому 2020 р. приблизно на \$1 млрд



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 26. Частка нерезидентів у облігаціях в національній валюті (%)

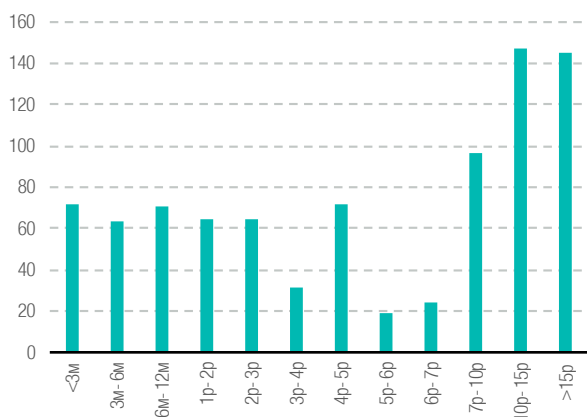
Порівняно з іншими країнами Україна ще має досить великий потенціал для залучення коштів іноземних інвесторів



Джерело: НБУ, дані країн, ICU.

Графік 27. Структура гривневих ОВДП у обігу за залишковим терміном до погашення (млрд грн)

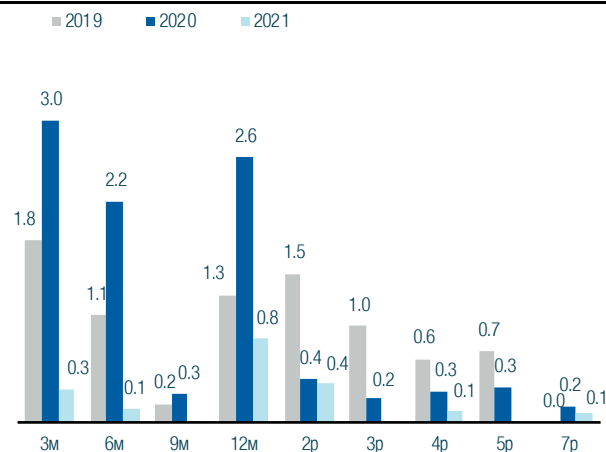
Облігації з терміном обігу більше семи років не торгуються та знаходяться в портфелях НБУ і держбанків



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 28. Структура ОВДП, що розміщувалися на первинному ринку (млрд грн)

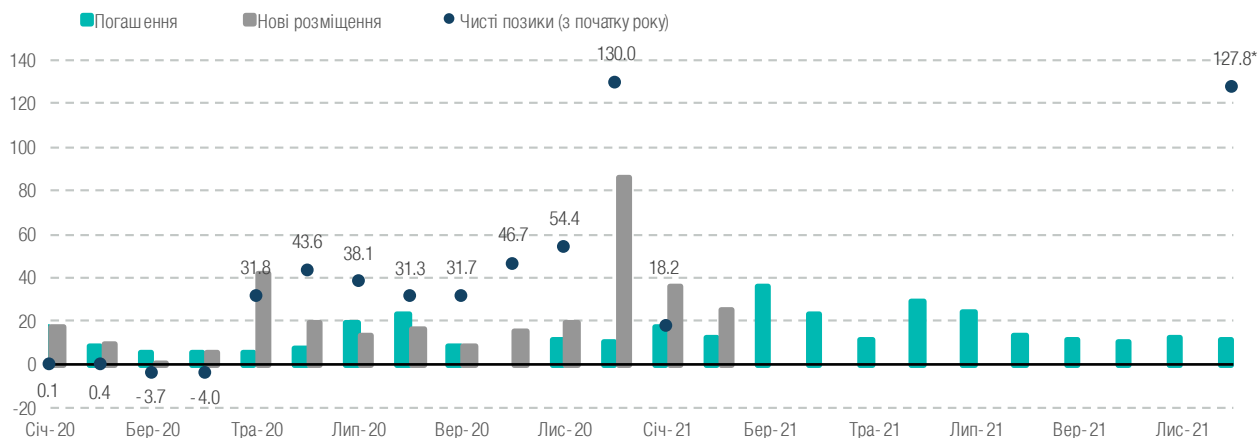
У 2020 р. Мінфін був змушений більше розміщувати короткострокові папери, але цього року акцент зміщується на більш довгі терміни обігу



Джерело: МФУ, ICU.

Графік 29. Гривневі ОВДП: погашення та нові залучення (млрд грн)

Ми очікуємо, що уряд буде фінансувати дефіцит бюджету через розміщення гривневих ОВДП приблизно на рівні минулого року (130 млрд грн), але розміщення будуть більш рівномірно розподілені впродовж року



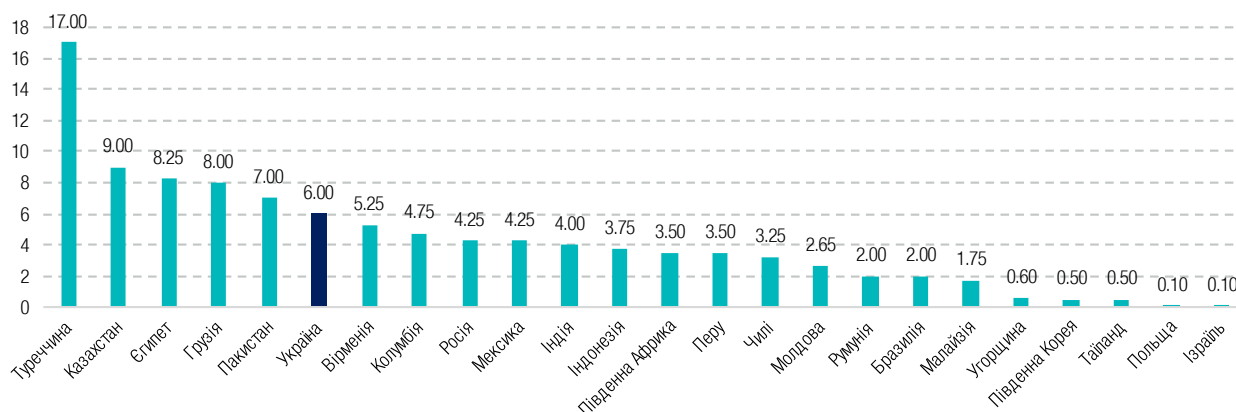
Джерело: МФУ, ICU.

4. Монетарна політика

- Ми поділяємо прогноз НБУ й очікуємо зростання ключової ставки політики на 100 б.п. цього року – до 7%. Однак ми очікуємо, що НБУ відкладе підвищення на ґрунті припливу іноземних портфельних інвестицій та укріплення курсу гривні
- Ми оцінюємо поточну монетарну політику як досить м'яку. Попри те що ключова ставка залишилася незмінною з червня 2020 р., реальна ставка на кінець 2020 р. знизилася до 1%. Водночас ex-ante реальна ставка, із врахуванням нашого прогнозу ІСЦ на 12 місяців, коливається на рівні нуля з середини 2020 р.
- У той час, як НБУ продовжував скорочувати обсяг портфеля державних цінних паперів за рахунок їх погашення, банки стали додатковим джерелом надходження ліквідності на державні рахунки, суттєво збільшивши свої портфелі облігацій у гривнях – на 166 млрд грн (+ 68%) з початку 2020 р.
- Інвестиції в гривневі облігації сприяли суттєвому зростанню надлишкової ліквідності банківського сектору (кредит НБУ за вирахуванням боргу перед Нацбанком), який досяг 250 млрд грн на піку в 2020 р. У попередні шість місяців надмірна ліквідність коливалася біля 90 млрд грн, зберігаючи короткострокові міжбанківські ставки близькими до нижньої межі коридору процентних ставок НБУ

Графік 30. Ключова ставка в окремих країнах, що розвиваються (%)

Ставка в Україні залишається однією з найвищих серед країн, що розвиваються



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 31. Зміна ключової ставки за попередні 12 місяців (б.п.)

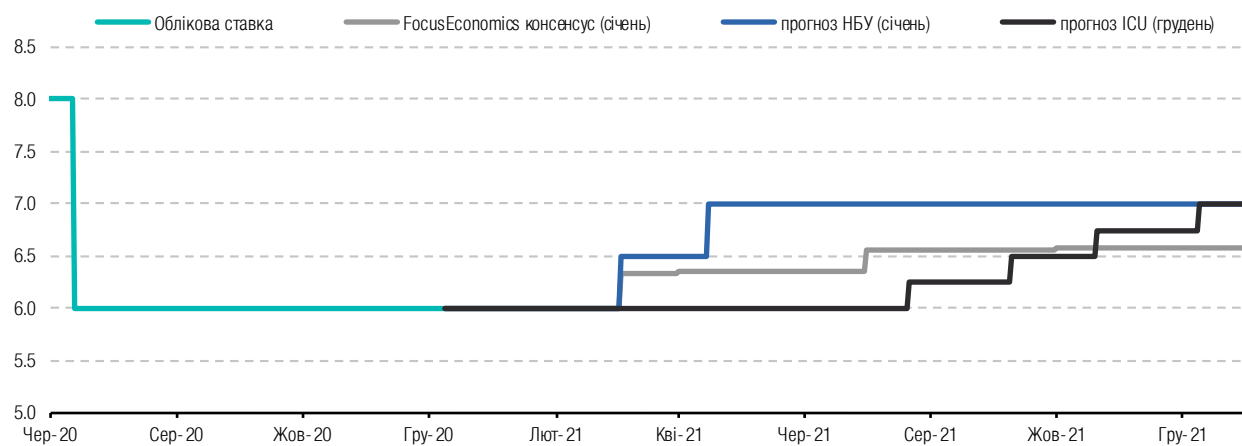
... попри одне із найбільших знижень ставки за попередні 12 місяців



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 32. Прогноз облікової ставки (%)

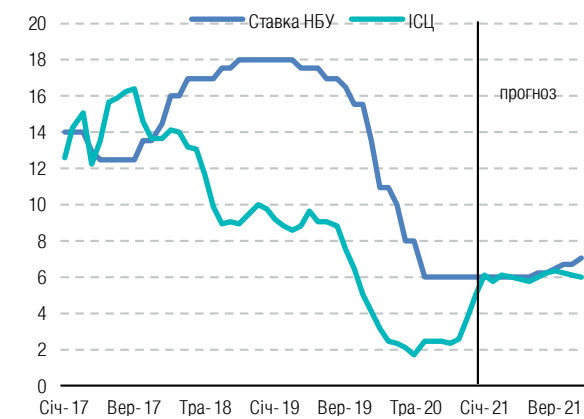
Ми очікуємо, що НБУ відкладе підвищення ставки до липня, оскільки приплив іноземного капіталу в державні облігації призведе до подорожчання гривні та стримуватиме інфляційний тиск



Джерело: НБУ, FOCUSECONOMICS, ICU

Графік 33. Облікова ставка й інфляція (%)

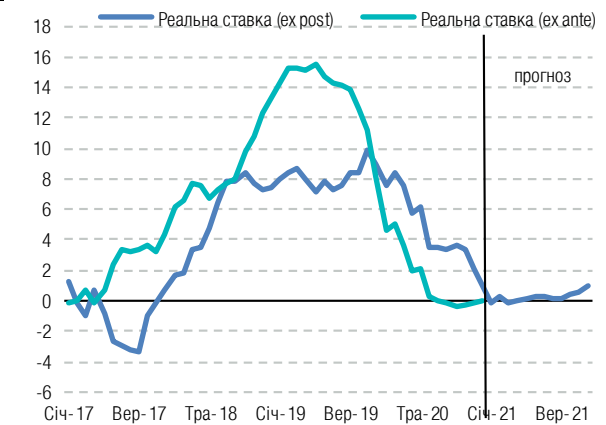
НБУ зберіг ставку без змін, попри зростання інфляції, враховуючи економічний спад, викликаний пандемією



Джерело: НБУ, Держстат, ICU

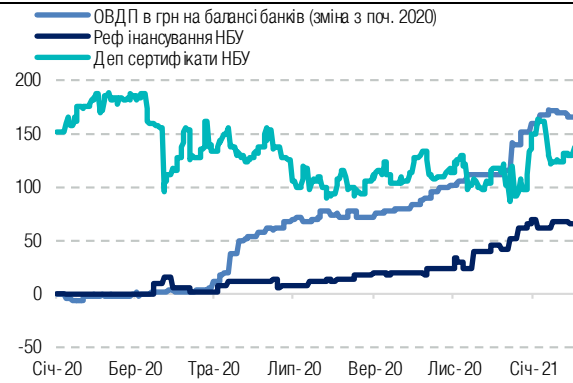
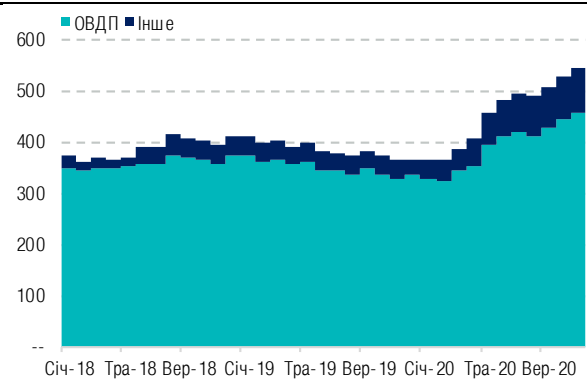
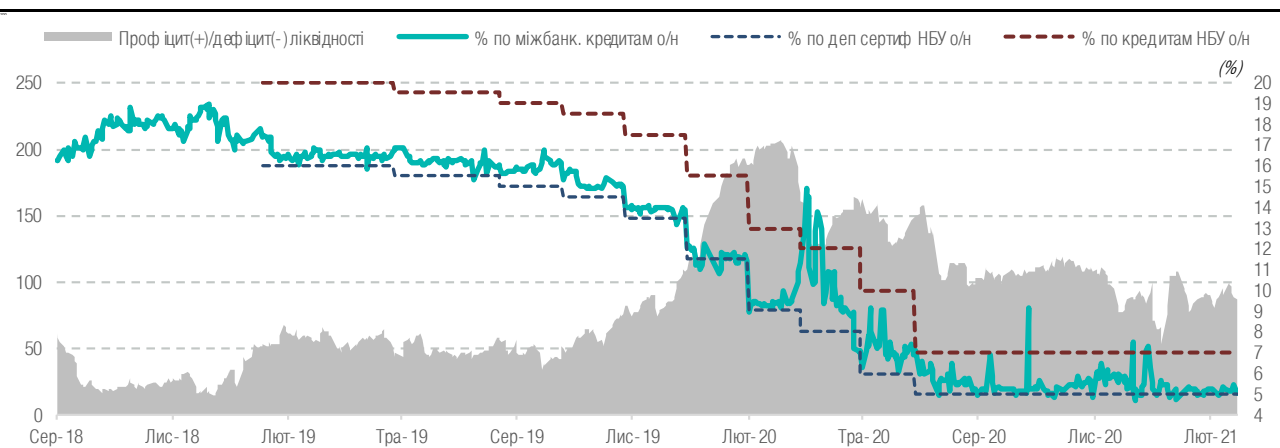
Графік 34. Реальна облікова ставка (%)

Стан монетарної політики змінився з дуже жорсткого на помірковано м'який у відповідь на сповільнення економіки та низьку інфляцію в середині 2020 р.



Примітка: ex-post реальна ставка дефлюється фактичною зміною ІСЦ р/р, тоді як ex-ante реальна ставка дефлюється прогнозом ICU зміни ІСЦ у наступні 12 місяців

Джерело: НБУ, Держстат, ICU

Графік 35. Окремі активи та пасиви банків (млрд грн)*Банки скорочували вкладення в депозитні сертифікати на користь ОВДП***Графік 36. Вимоги банків до державного сектору (млрд грн)***Банки наростили портфелі ОВДП та квазі-державних облігацій***Графік 37. Профіцит (+) / дефіцит (-) гривневої ліквідності в банківській системі (млрд грн)***Структурний профіцит ліквідності утримує міжбанківські ставки о/н близькими до нижньої межі коридору ставок НБУ*

Примітка: стан ліквідності визначається як різниця між вимогами банків до НБУ (коррахунки в НБУ та депозитні сертифікати НБУ) та боргом перед НБУ

Джерело: НБУ, ІСУ

5. Дохідності гривневих облігацій

- Крива дохідностей гривневих ОВДП стала крутішою зі зростанням ставок на довгому кінці та зниженням - на короткому
- Утримання Нацбанком облікової ставки на рівні 6% та великі обсяги вільної ліквідності в банківській системі стали причиною падіння ставок на короткому кінці кривої. Ці ж фактори впливають і на довгий кінець кривої, але меншою мірою. Зростання інфляційних очікувань та невизначеність у співпраці із МВФ є визначальними для довгого кінця кривої
- До кінця року ми очікуємо, що дохідності річних облігацій знизяться до 11% річних, а за дворічними залишаться близькими до поточного рівня 11.7%

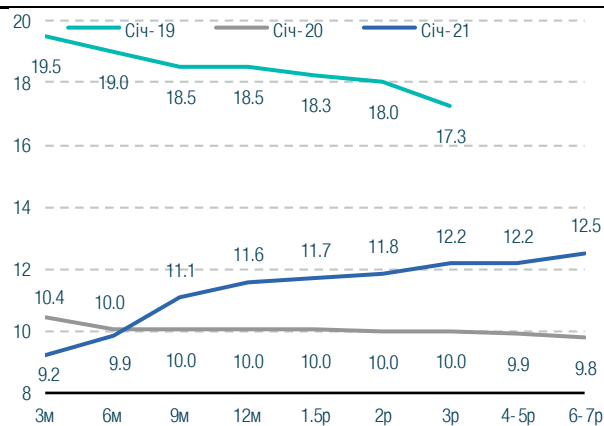
Таблиця 3. Гривневі бенчмарки

Дата погашення	Ставка купону, %	Обсяг випуску, млрд грн	Обсяг, розміщений з початку року (млрд грн)	Дохідність, %	Зміна дохідності за місяць, б.п.	Зміна дохідності з початку року, б.п.	Зміна дохідності за рік, б.п.
19-May-21	10.97	0.8	0.8	9.24	-100	-129	-
11-Aug-21	16.00	9.7	0.5	10.02	-79	-97	-26
05-Jan-22	17.25	10.9	5.1	10.79	-45	-59	52
03-Aug-22	16.06	6.9	0.0	11.33	-16	-22	107
12-Oct-22	14.91	9.4	0.0	11.43	-12	-14	118
23-Aug-23	10.00	10.4	0.0	11.73	-7	14	147
22-Nov-23	11.67	11.0	0.0	11.76	-8	19	149
22-May-24	9.99	4.4	5.3	11.83	-10	31	-
26-Feb-25	15.84	41.1	0.0	11.84	-12	42	156
26-May-27	9.79	5.2	2.4	11.65	-13	74	143

Джерело: МФУ, НБУ, ICU.

Графік 38. Процентні ставки за гривневими ОВДП на первинному ринку (%)

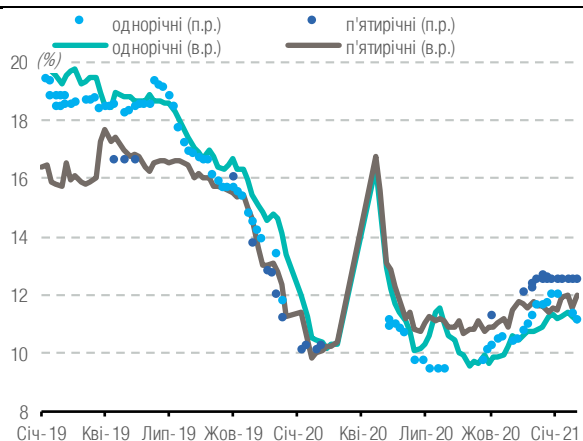
Нормальна крива вказує на очікування зростання ставок за короткостроковими паперами та додаткову премію за більш довгими



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 39. Дохідності первинного та вторинного ринку (%)

Донедавна Мінфін пропонував додаткову премію на первинному ринку, щоб залучити необхідне фінансування.



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 40. Дохідності річних ОВДП на вторинному ринку (%)*Дохідності знижуються до 11% до кінця 2021 року*

Джерело: НБУ, ICU

Графік 41. Дохідності дворічних ОВДП на вторинному ринку (%)*Доходності будуть несуттєво коливатися близько поточного рівня 11.7% упродовж 2021 р.*

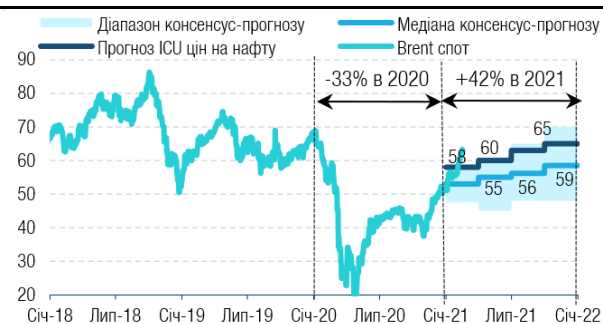
Джерело: НБУ, ICU.

6. Валютний прогноз

- Ціни на ключові товари українського експорту – метали, руду та зерно – залишаться вище рівнів 2018-20 рр., незважаючи на ймовірне зниження до кінця 2021 р.
- Зростання цін на нафту й газ, а також відновлення імпорту послуг із транспортування і закордонних подорожей мають призвести до потроєння торгового дефіциту. Але стійкі надходження від приватних грошових переказів допоможуть Україні втримати дефіцит поточного рахунку нижче 2% ВВП у 2021 р.
- Високі ціни на експортні товари посилюють ризики покращення наших прогнозів сальдо поточного рахунку та курсу гривні
- Відновлення припливу капіталу спричинить подальше зростання валютних резервів до \$31 млрд
- Курс гривні, імовірно, посилюватиметься до 27–27.5 грн/\$ у середині 2021 р. завдяки сприятливим умовам торгівлі та впливу сезонності, а закінчить 2021 р. у діапазоні 27.5-28 грн/\$

Графік 42. Ціна на нафту (\$/барель)

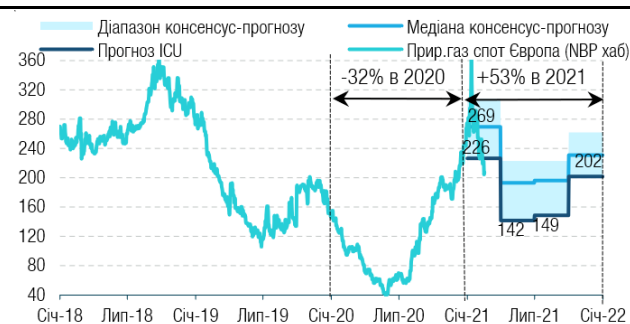
Ціни на нафту зростають завдяки відновленню глобального попиту, обмеженням добычі ОПЕК+ і повільному відновленню добычі в інших країнах



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 43. Ціна на природний газ в Європі (\$/тис.куб.м)

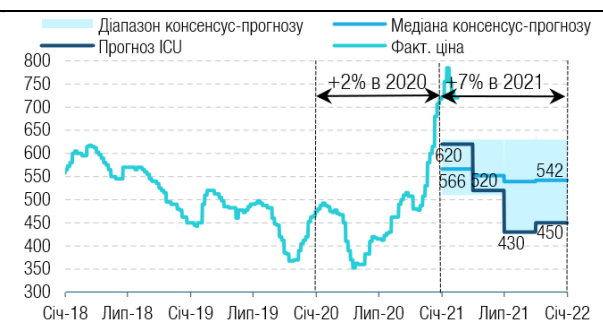
Ціни на газ підтримуються зростанням цін на нафту, відновленням економік, низькими запасами та повільнішим ростом поставок зрідженого газу



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 44. Ціни на сталевий рулон FOB Чорне море (\$/т)

Ціни на сталь мають швидко знизитися разом зі зростаючим світовим виробництвом сталі, але в середньому за 2021 р. будуть вищими р/р



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 45. Індикативні ціни на залізну руду (\$/т)

Хоча ціни на залізну руду мають до кінця року знизитися на 45% через зростаючу пропозицію та повільніше зростання китайського попиту, у середньому за 2021 р. вони зростуть ще на 14% р/р



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 46. Ціни на кукурудзу (\$/т)

Ціни на кукурудзу залишаться високими в 2021 р. через вищі ціни на нафту, високий попит Китаю та падіння світового виробництва від посухи в 2020-21 рр.



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 47. Ціни на пшеницю (\$/т)

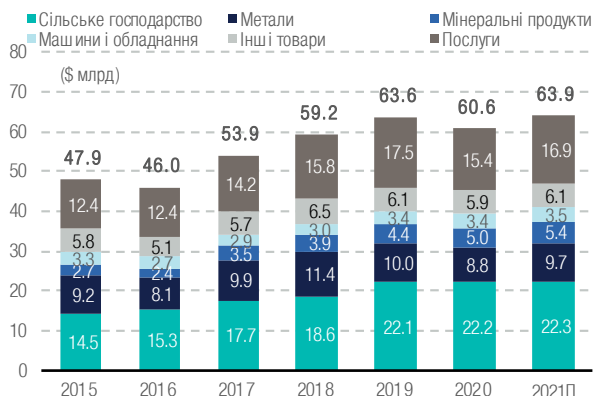
Ціни на пшеницю мають помірно знижуватися через високі запаси та достатню пропозицію, але в середньому за 2021 р. зростуть на 10% р/р



Джерело: Bloomberg, Refinitiv, ICU.

Графік 48. Експорт товарів і послуг з України (\$ млрд)

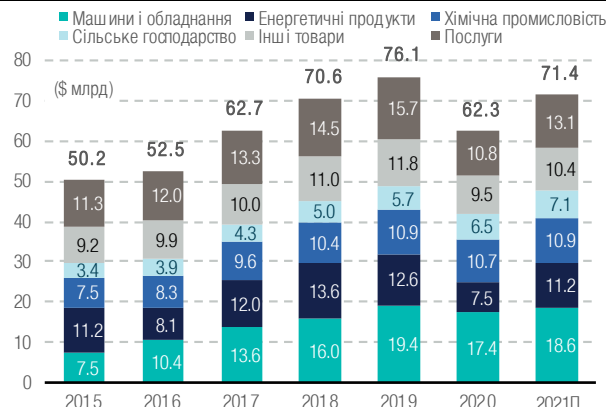
У той час, як обсяги експорту сталі, послуг із транспортування та подорожей постраждали найбільше та спричинили падіння всього експорту на 5% у 2020 р., вони ж мають суттєво допомогти експортним надходженням зрости на ті ж 5% у 2021 р. за додаткової підтримки цін на сталь, руду й зернові



Джерело: НБУ, ICU

Графік 49. Імпорт товарів і послуг в Україну (\$ млрд)

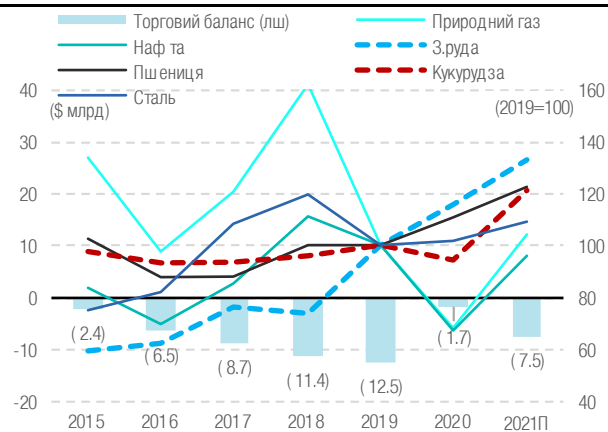
Переважно через постраждалі від пандемії ціни на нафту й газ, закордонні подорожі, послуги із транспортування і попит на інвестиційні товари імпорти витрати впали на 18% у 2020 р. Швидке відновлення саме в цих галузях допоможе імпорту зрости на 15% у 2021 р.



Джерело: НБУ, ICU

Графік 50. Торговий баланс та ціни на сировину (2019=100)

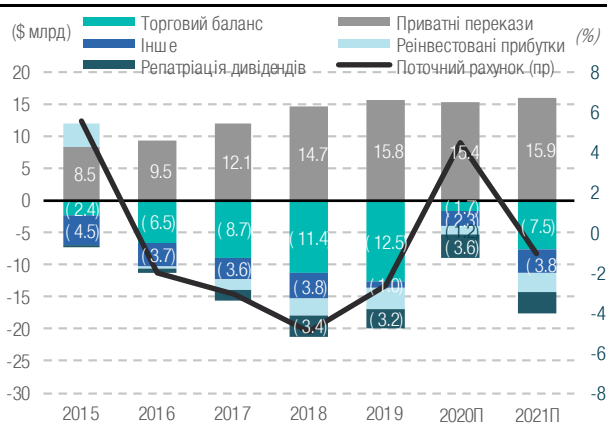
Традиційно потужні рушії українського імпорту, ціни на нафту й газ, швидко наздоганятимуть за зростанням ціни на зернові та метали в 2021 р.; унаслідок торговий дефіцит цього року може потроїтися...



Джерело: Bloomberg, НБУ, ICU

Графік 51. Поточний рахунок України (\$ млрд, % ВВП)

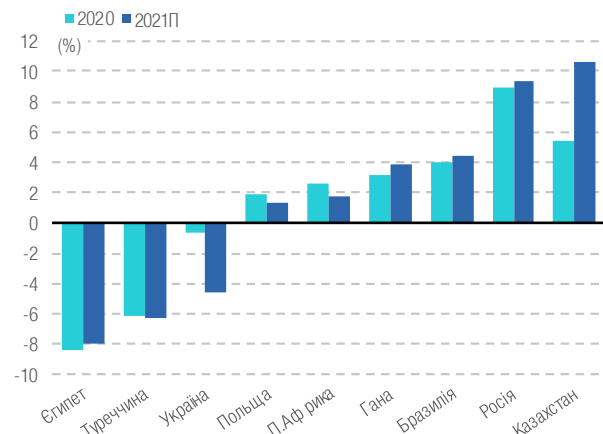
... але навіть незважаючи на можливе потроєння торгового дефіциту, дефіцит рахунку поточних операцій має скласти помірні 1.2% від ВВП завдяки значним надходженням від приватних грошових переказів



Джерело: НБУ, ICU

Графік 52. Торговий баланс України в порівнянні з деякими країнами ЄМ (% ВВП)

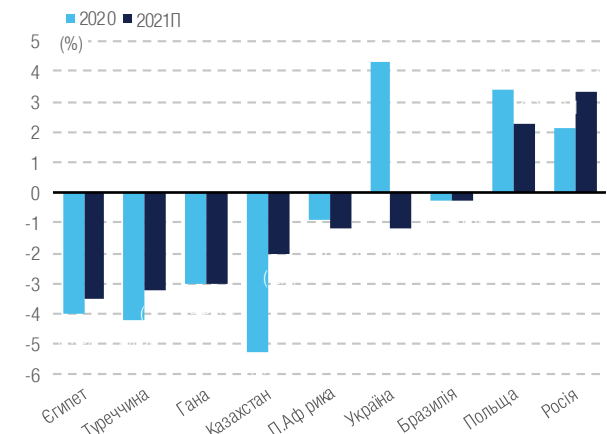
Унаслідок високої залежності від імпорту енергоресурсів Україна опиниться серед країн ЄМ, у яких торговий дефіцит зростатиме найшвидше в 2021 р.



Джерело: Bloomberg, НБУ, ICU

Графік 53. Поточний рахунок України в порівнянні з деякими країнами ЄМ (% ВВП)

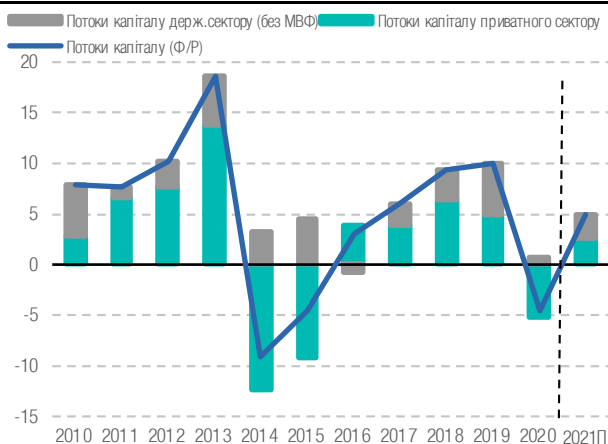
Завдяки великій кількості трудових мігрантів та їх грошовим переказам поточний рахунок України буде одним з найнижчих серед країн ЄМ у 2021 р.



Джерело: Bloomberg, НБУ, ICU

Графік 54. Потоки капіталу (\$ млрд)

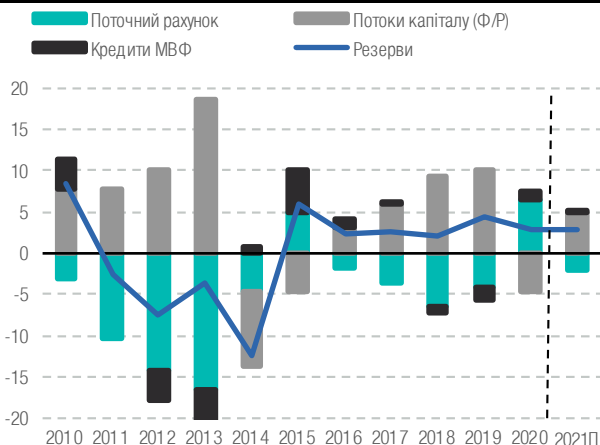
Відплив капіталу в приватному секторі в 2020 р. зміниться на приплив у 2021 р.



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 56. Зміна міжнародних резервів (\$ млрд)

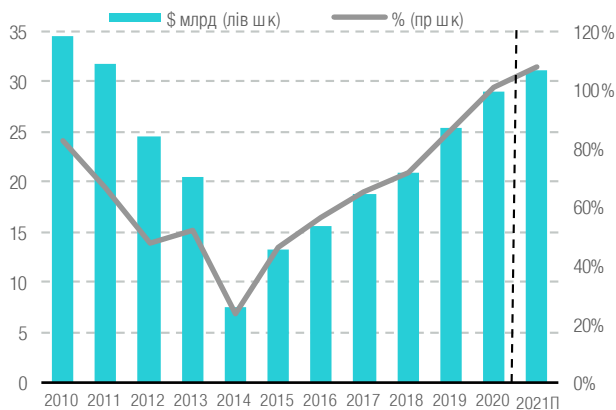
Ми очікуємо, що кредити МВФ допоможуть Україні нарощувати резерви



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 58. Міжнародні резерви (\$ млрд) та метрика АРА від МВФ (%)

У 2020 р. резерви досягли 100% за метрикою АРА МВФ



Джерело: НБУ, ICU.

Графік 55. Капітал у приватному секторі (\$ млрд)

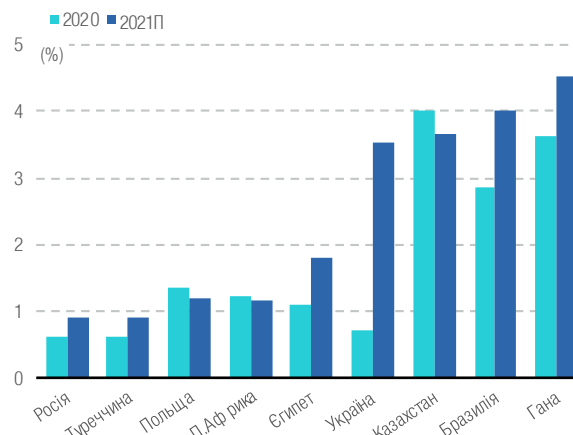
У 2021 р. втеча капіталу із приватного сектору припиниться, водночас ПІІ зростатиме, хоч і залишатиметься на 40% нижчими за допандемічні рівні



Джерело: НБУ, ICU

Графік 57. ПІІ в Україні в порівнянні з деякими країнами ЄМ (% ВВП)

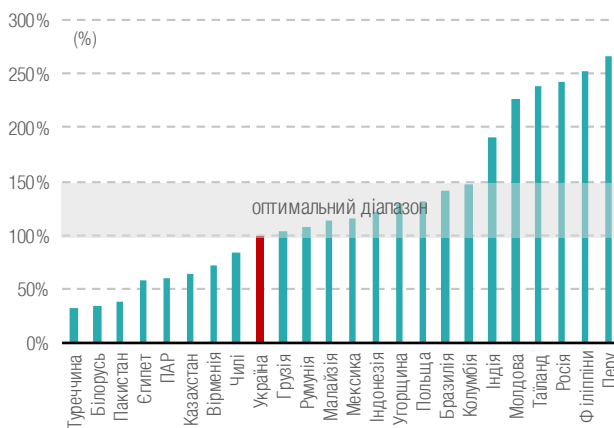
Відновлення ПІІ в Україні в 2021 р. може стати одним з найвищих серед ЄМ



Джерело: НБУ, ICU

Графік 59. Міжнародні резерви України в порівнянні з деякими країнами ЄМ (% від метрики АРА МВФ)

Україна перевершує за показником адекватності резервів такі найбільш порівнювані країни, як Туреччина та Єгипет



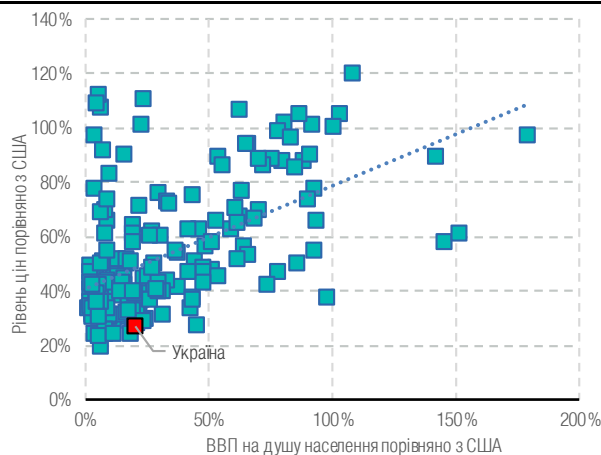
Джерело: Bloomberg, IMF, НБУ, ICU

Графік 60. Прогноз курсу гривні (грн/\$)

Гривня, імовірно, посилиться ще більше – до 27-27.5 грн/\$ у середині 2021 р., після чого завершить рік у діапазоні 27.5-28 грн/\$

**Графік 62. Рівень цін та ВВП на душу населення порівняно із США**

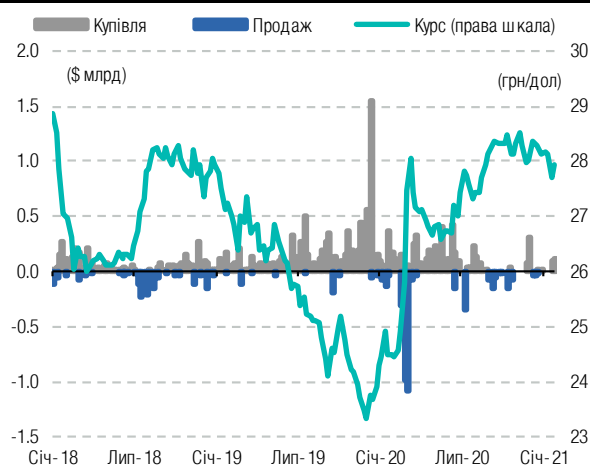
Гривня виглядає значно недооціненою, навіть з урахуванням різниці в продуктивності

**Графік 64. Індекс девальваційних очікувань в Україні**

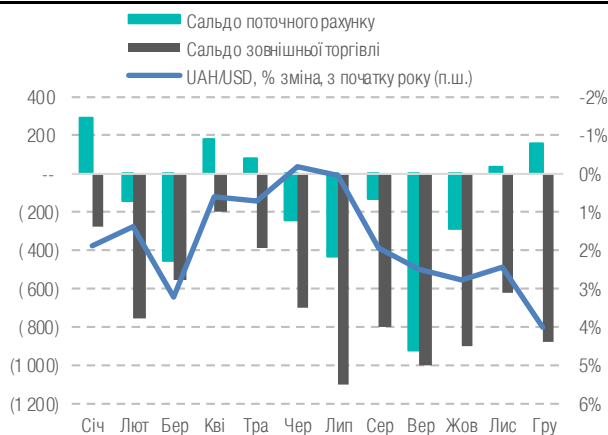
Девальваційні очікування покращуються з листопада 2020 р.

**Графік 61. Курс гривні (грн/\$) та інтервенції НБУ (\$ млрд) на валютному ринку**

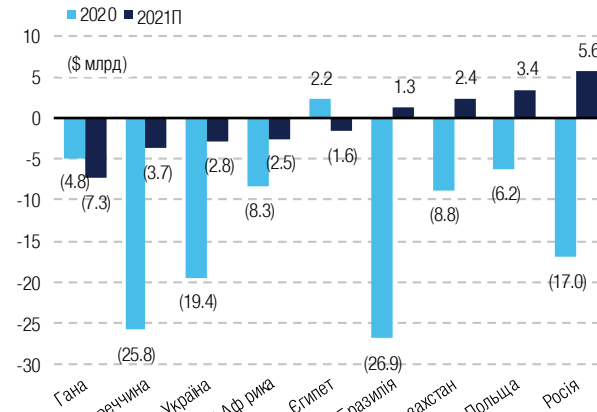
НБУ продовжить забезпечувати режим плаваючого обмінного курсу, однак згладжувальна роль інтервенцій може бути посилена

**Графік 63. Середнє сальдо зовнішньої торгівлі та поточного рахунку (\$ млрд) і зміна курсу (% ЗПР), помісячно, 2016-20**

Гривня має тенденцію до значного укріплення в 2 кв на тлі сезонного покращення стану зовнішньої торгівлі

**Графік 65. Зміна обмінного курсу на кінець року в деяких країнах ЄМ (%)**

Послаблення гривні доволі різко уповільниться в 2021 р. на фоні інших країн ЄМ



Макроекономічний прогноз

	Історичні дані за 2010-19 рр.										Прогноз ІСУ	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020П	2021П
Економічна активність												
Реальний ВВП (% р/р)	4.2	5.5	0.2	(0.0)	(6.6)	(9.8)	2.4	2.5	3.4	3.2	(4.2)	5.6
Номінальний ВВП (млрд грн)	1,079	1,300	1,405	1,465	1,587	1,989	2,385	2,984	3,561	3,975	4 032	4 596
Номінальний ВВП (млрд дол)	136	163	174	180	133	90	93	112	131	155	149	167
Безробіття (%)	8.2	8.0	7.6	7.3	9.3	9.1	9.3	9.5	8.8	8.2	10.0	9.5
Інфляція												
Індекс споживчих цін (% р/р, к.п.)	9.1	4.6	(0.2)	0.5	24.9	43.3	12.4	13.7	9.8	4.1	5.0	6.0
Індекс споживчих цін (% р/р, сер.)	9.4	8.0	0.6	(0.3)	12.1	48.7	13.9	14.4	10.9	7.9	2.7	6.4
Дефлятор ВВП (% р/р)	13.5	14.2	7.8	4.3	15.9	38.9	17.1	22.1	15.4	8.1	5.9	8.0
Обмінні курси												
Гривня/Долар США (к.п.)	7.94	8.04	8.05	8.24	15.82	24.03	27.30	28.10	27.72	23.81	28.32	28.00
Гривня/Долар США (сер.)	7.95	7.98	8.08	8.15	12.01	21.95	25.55	26.61	27.19	25.80	26.97	27.52
Зовнішні баланси												
Баланс поточного рахунку (млрд дол)	(3.0)	(10.2)	(14.3)	(16.5)	(4.6)	5.0	(1.9)	(3.5)	(6.5)	(4.1)	6.6	(2.0)
Баланс поточного рахунку (% ВВП)	(2.2)	(6.3)	(8.3)	(9.2)	(3.5)	5.6	(2.0)	(3.1)	(4.9)	(2.7)	4.4	(1.2)
Торгівельний баланс (млрд дол)	(2.7)	1.7	0.8	0.5	(0.7)	(0.6)	(0.4)	(1.0)	0.1	(12.5)	(1.7)	(7.5)
Торгівельний баланс (% ВВП)	(2.0)	1.0	0.4	0.3	(0.6)	(0.7)	(0.5)	(0.9)	0.1	(8.1)	(1.1)	(4.6)
Експорт (млрд дол)	65.6	83.7	86.5	81.7	65.4	47.9	46.0	53.9	59.2	63.6	60.6	63.9
Імпорт (млрд дол)	69.6	93.8	100.9	97.4	70.0	50.2	52.5	62.7	70.6	76.1	62.3	71.4
Приплив капіталу (за ф/р) (млрд дол)	7.9	7.7	10.1	18.6	(9.1)	(4.6)	3.1	6.1	9.3	10.1	(4.6)	4.9
ПІІ (млрд дол)	5.8	7.0	7.2	4.1	0.3	(0.4)	3.8	3.7	4.5	5.2	(0.4)	3.0
ПІІ (% ВВП)	4.2	4.3	4.1	2.3	0.2	(0.5)	4.1	3.3	3.4	3.4	(0.3)	1.9
Міжнародні резерви (млрд дол)	34.6	31.8	24.5	20.4	7.5	13.3	15.5	18.8	20.8	25.3	29.1	31.1
Міжнародні резерви (% композитної міри МВФ)	82	67	48	52	24	46	56	65	72	86.7	101.2	107.9
Процентні ставки												
Облікова ставка НБУ (% к.п.)	7.75	7.75	7.50	6.50	14.00	22.00	14.00	14.50	18.00	13.50	6.00	7.00
Публічні фінанси												
Баланс бюджету (% ВВП)	(5.9)	(1.8)	(3.8)	(4.4)	(5.0)	(2.3)	(2.9)	(1.5)	(2.4)	(2.1)	(5.3)	(4.5)
Державний борг (% ВВП)	40.1	36.4	36.7	39.9	69.4	79.0	80.9	71.8	60.9	50.6	63.3	56.9
Зарплати												
Середня номінальна зарплата (грн)	2,247	2,639	3,032	3,274	3,475	4,207	5,187	7,105	8,867	10,504	11,597	13,999
Реальна зарплата (% р/р)	7.6	8.8	14.3	8.2	(5.2)	(18.5)	7.8	19.7	12.6	9.9	7.4	13.5

Джерело: Держстат, НБУ, Мінфін, ICU.



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.kotovych@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 в 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 в 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 й 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.