

Фінансовий тижневик

ВВП України зріс на 3.3% у 2021 р.

Стислий виклад коментарів

Огляд міжнародних ринків

Сильна звітність компаній стримує страхи вищих ставок

Незважаючи на побоювання ще швидшого підвищення ставок, сильні корпоративні звіти і позитивні макроекономічні статдані дозволили більшості фондових індексів зрости за минулий тиждень.

Внутрішня ліквідність та ринок облігацій

Запозичення скоротилися до дворічного мінімуму

Минулого тижня первинний аукціон виявився найменш вдалим за більш ніж два роки і приніс бюджету всього 213 млн грн. Очікування підвищення ставок й активний вторинний ринок продовжать стримувати попит на первинні розміщення.

Ринок єврооблігацій поступово заспокоюється

Минулого тижня зниження доходностей українських єврооблігацій тривало, адже страхи інвесторів щодо прямого вторгнення Росії в Україну поступово зменшувалися.

Валютний ринок

Гривня тримає курс на укріплення

Після досягнення наприкінці січня семирічного мінімуму гривня за минулий тиждень відновила позиції до 28.12 грн/\$, і продовжить укріплення цього тижня.

Макроекономіка

ВВП України зріс на 3.3% у 2021 р.

Темпи зростання ВВП суттєво прискорилися у 4кв21 до 5.9% р/р, що, за нашими оцінками, означає зростання ВВП за весь 2021 р. на 3.3%.

Поточний рахунок став дефіцитним на рівні 1% ВВП

Баланс поточного рахунку став від'ємним у 2021 році на рівні 1.0% ВВП (\$2.1 млрд), що є помітним погіршенням порівняно з профіцитом 3.4% ВВП у 2020 р.

ВІВТОРОК, 8 ЛЮТОГО 2022

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 7 лютого 2022)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	10.00	+0bp	+400bp
Ставка О/Н ² (міжбанк)	8.71	-58bp	+369bp
Ставка О/Н ³ (грн/\$ своп)	N/A
Корражунки банків ³ (млн грн)	45,010	-30.93	-6.12
Деп.сертифікати ⁴ (млн грн)	157,900	+27.28	+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 (млн грн) (за 7 лютого 2022¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	310,106	+0.00	-4.46
Банки	540,776	-2.70	+3.59
Резиденти ³	80,769	-4.28	+35.25
Фіз.особи ⁴	24,511	-5.41	+93.27
Нерезиденти ⁵	79,157	-2.76	-18.42
Всього	1,035,500	-2.11	+1.90

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 7 лютого 2022)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	27.9262	-1.75	+0.78
EUR/USD	1.1442	+1.51	-5.01
Індекс долара ²	95.399	-1.02	+4.79
Індекс гривні ³	125.931	+0.73	+4.70

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.

Середньоринкові котирування ОВДП¹ (за 8 лютого 2022)

Погашення	Придбання	Продаж
6 місяців	13.50	11.00
12 місяців	14.50	12.00
Два роки	15.00	13.00
Три роки	16.50	13.50
12 місяців (\$)	4.00	3.00
Два роки (\$)	4.50	3.25

Джерело: ICU.

Огляд міжнародних ринків

Сильна звітність компаній стримує страхи вищих ставок

Незважаючи на побоювання ще швидшого підвищення ставок, сильні корпоративні звіти і позитивні макроекономічні статдані дозволили більшості фондових індексів зрости за минулий тиждень.

Ф'ючерсні котирування ставок федеральних фондів вже передбачають, що ФРС підніматиме ключові ставки п'ять разів цього року, хоча ще пару тижнів тому враховували чотири підвищення. Водночас декілька провідних інвестиційних банків вже очікують шість і більше підвищень. На користь рішучіших дій ФРС свідчили і дані US Labor Department з ринку зайнятості США: вони показали подальше стрімке зростання робочих місць у грудні і значно перевищили очікування аналітиків. Покращення ситуації з зайнятістю є одним із ключових критеріїв, що впливають на рішення ФРС зі згортання стимулів.

У четвер негативний сюрприз ринкам надав ЄЦБ: політика центробанку наразі залишилася без змін, але риторика його голови Крістін Лагард значно пожорсткішала, зокрема зникли твердження про «дуже малу ймовірність підняття ставок» цього року. Це спонукало низку інвестбанків переглянути свої прогнози й очікувати першого підняття ставки ЄЦБ вже у грудні цього року, а не протягом наступного. Також у четвер Банк Англії, як і очікувалось ринками, вирішив підняти ставки другий раз поспіль, ще на 25 б.п. до 0.5%.

Утім, сильна звітність корпорацій за 4кв21, особливо компаній у секторі інформаційних технологій, значно підтримала фондові індекси минулого тижня. Згідно з даними Refinitiv, станом на кінець минулого тижня відзвітували вже 278 компаній із індексу S&P 500, і результати 78% цих компаній перевищили очікування аналітиків. Значно збільшилися прибутки компаній Exxon, Amazon, Snap, Pinterest, UBS. Водночас розчарували і додали значної волатильності на ринках фінансові звіти і супровідні коментарі компаній Meta Platforms, PayPal.

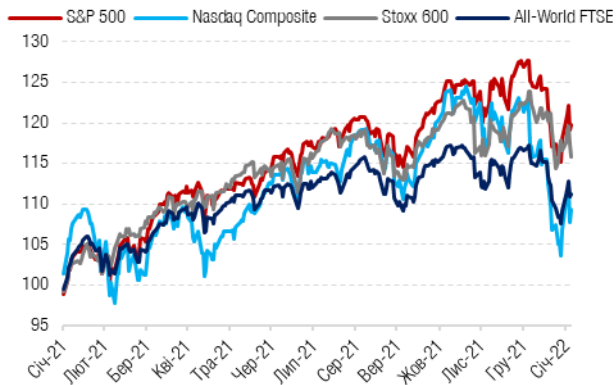
У підсумку ж минулий тиждень для американських фондових індексів виявився найкращим з початку року: S&P 500 і Nasdaq Composite зросли на 1.5% і 2.4% відповідно. Глобальний FTSE All-World піднявся за тиждень на 1.9%. Набагато гірше через зміну риторики ЄЦБ почував себе європейський індекс Euro Stoxx, який відступив на 0.7%. Різкі зміни в очікуваннях підняття ставок ФРС відчутно вдарили по вартості казначейських облігацій США – дохідності десятирічних паперів стрибнули за тиждень на 14 б.п. до 1.91%. Водночас індекс долара США – DXY – знизився на 1.8% до 95.49. Індекс єврооблігацій країн, що розвиваються, EMBIV, знизився на 0.7% до 104.3.

Сировинні ринки минулого тижня демонстрували змішану динаміку. Дефіцит постачань морем продовжував підтримку цін на коксівне (+6%) й енергетичне вугілля (2%). Стрімко подолали поріг у \$90 за барель ціни на нафту (+4%): блок ОПЕК+ узгодив чергове підвищення планового видобутку в березні, але ніяк не вирішив проблеми невиконання попередніх планів своїми найслабшими країнами-учасниками. Нездатність ключових експортерів задовольнити помітне зростання світового попиту на нафту може спричинити подальше зниження її комерційних запасів у західних країнах. У лідерах падіння були ціни на природний газ у Європі на тлі збільшення обсягів прокачки газу Росією до Європи і наближення теплішої погоди у регіоні.

Погляд ICU: Перспективи підняття ключових ставок продовжать значно впливати на фінансові ринки, і наразі ризики більш агресивного згортання

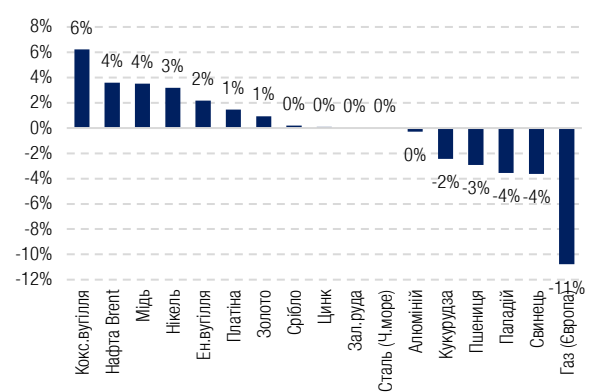
стимулів банками залишаються високими. Позитивний вплив корпоративної звітності на фондові індекси, ймовірно, триватиме і цього тижня, втім інвестори прискіпливо вивчатимуть оцінки найближчих перспектив бізнесу, надані менеджментом компаній. До того ж, частина ринкових спостерігачів уже усвідомлює, що цей звітний сезон може бути останнім у черзі квартальних сезонів з високим ростом прибутків через припинення ефекту низької бази порівняння часів пандемічної кризи. Інвестори фокусуватимуться на інфляційних даних із США: перевищення очікувань зі споживчої інфляції за січень може спонукати ФРС діяти ще рішучіше.

Графік 1. Ключові світові фондові індекси, 1-січ-2021=100



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 2. Тижнева динаміка ключових цін на сировину, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

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

Внутрішня ліквідність та ринок облігацій

Запозичення скоротилися до дворічного мінімуму

Минулого тижня первинний аукціон виявився найменш вдалим за більш ніж два роки і приніс бюджету всього 213 млн грн. Очікування підвищення ставок й активний вторинний ринок продовжать стримувати попит на первинні розміщення.

Риторика НБУ про високу ймовірність подальшого підвищення облікової ставки підживлює очікування відповідного зростання ставок за ОВДП, що стримує бажання брати участь у первинних аукціонах та купувати облігації з поточними ставками. Водночас Міністерство фінансів не поспішає наздоганяти дохідності вторинного ринку.

Так, минулого тижня було підвищено ставку за п'ятимісячним випуском до 11.5%, що дає наразі 150 б.п. премію до облікової ставки, а два розміщення скасовано через низький попит і високі ставки в заявках (більше деталей в [огляді аукціону](#)).

Водночас на вторинному ринку, за даними НБУ, середньозважені дохідності угод із аналогічними інструментами знаходяться на рівні 12-13%. А дохідності облігацій із погашенням у лютому 2025 р. та в 2027 р. перевищували 16% річних. І третій тиждень поспіль саме трирічні облігації лідирують в обсягах угод на вторинному ринку: всього угод із гривневими ОВДП укладено на суму 10.7 млрд грн, а з цим випуском четверту частину всіх угод із гривневими ОВДП – 2.7 млрд грн за минулий тиждень. Причина тут, мабуть, незмінна: нерезиденти, які володіли переважною частиною цього випуску, продовжують скорочувати свій портфель гривневих активів.

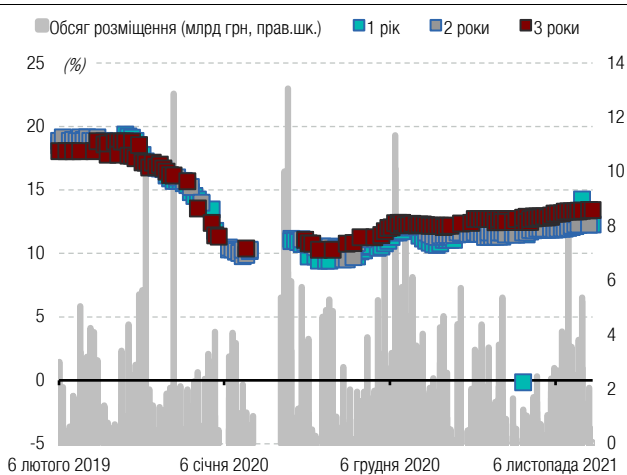
Погляд ICU: Цього тижня ситуацію із запозиченнями можуть виправити валютні ОВДП, адже отримані інвесторами минулого четверга валютні

кошти можуть бути частково спрямовані саме на нові валютні облігації. За гривневими позиками особливою зростання обсягів не варто очікувати, але попит продовжить демонструвати бажані рівні ставок, і емітент може робити вибіркові кроки назустріч.

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

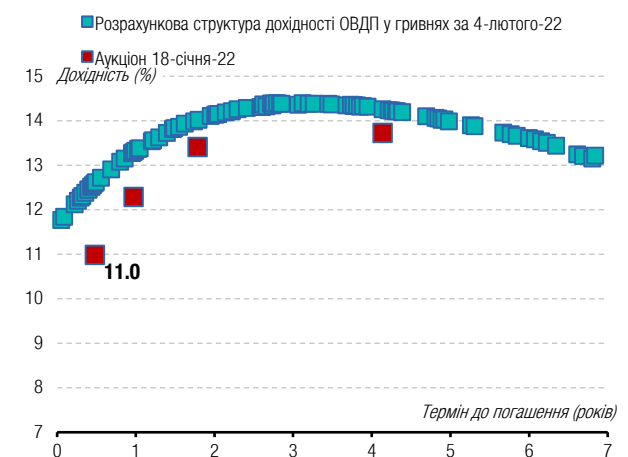
Графік 3. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

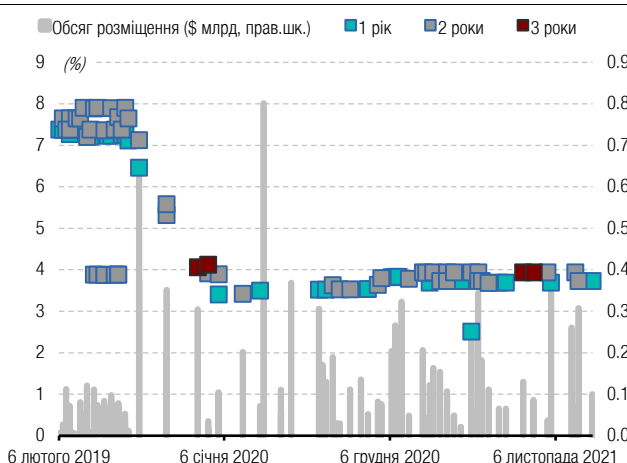
Розрахункова крива доходності ОВДП до погашення по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



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

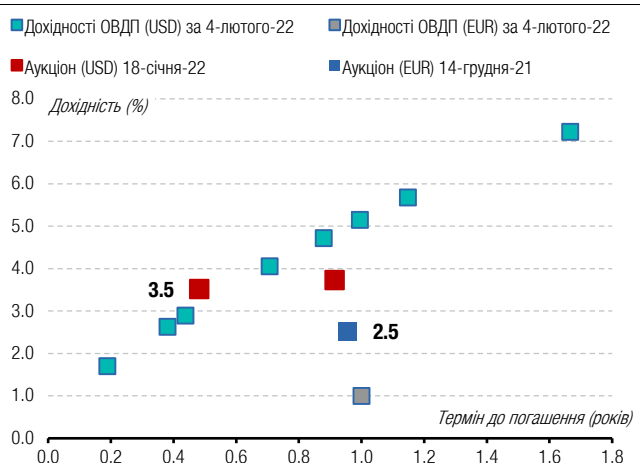
Графік 4. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

Розрахункова крива доходності ОВДП до погашення по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



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

Ринок єврооблігацій поступово заспокоюється

Минулого тижня зниження доходностей українських єврооблігацій тривало, адже страхи інвесторів щодо прямого вторгнення Росії в Україну поступово зменшувалися.

Ринок єврооблігацій поступово заспокоюється, отримуючи все більше інформації про дипломатичні кроки для протидії російській агресії. Хоча загалом кількість військ, накопичених Російською Федерацією біля кордону, залишається ще досить великою.

За минулий тиждень Україну відвідали прем'єр-міністр Великобританії та Президент Туреччини, прозвучали заяви про підготовку тристороннього союзу України з Польщею

та Сполученим королівством. Також початок Олімпійських ігор та візит Президента Росії до Пекіна значно низив градус інформаційних атак на Україну.

Загалом зменшення побоювань активних бойових дій посприяло тому, що дохідності єврооблігацій знизилися до 9.5-13.3% з 10.4-26.6% два тижні тому.

Погляд ICU: Загалом увага світової спільноти найближчим часом буде більше прикута до Олімпійських ігор і кількість негативу щодо України в інформаційному полі має зменшуватися. Тому ринки можуть ще поступово скорочувати розпродаж, і не виключено, що більше інвесторів скористаються можливістю придбати українські єврооблігації з досить привабливою дохідністю. Як наслідок, дохідності можуть ще знизитися.

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

Валютний ринок

Гривня тримає курс на укріплення

Після досягнення наприкінці січня семирічного мінімуму гривня за минулий тиждень відновила позиції до 28.12 грн/\$, і продовжить укріплення цього тижня.

Загальне зниження гостроти заяв про можливу агресію Росії й активізація продавців валюти дозволили курсу гривні посилитися на 2% за минулий тиждень. Тож із початку року гривня ослабла відносно долара на помірні 3.1% та укріпилася на 2.7% порівняно із піковим падінням, зафіксованим 27 січня цього року.

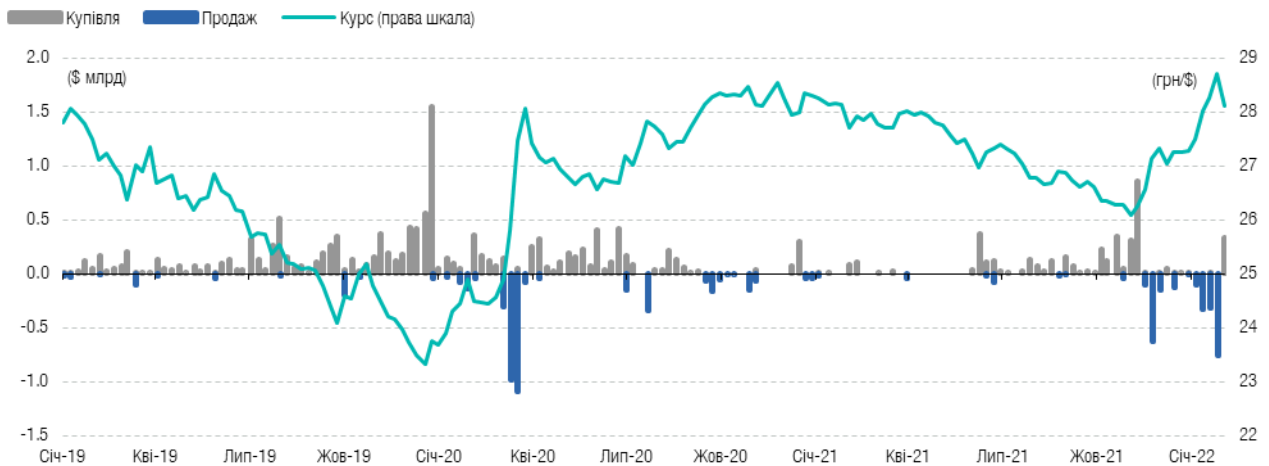
Збалансованість валютного ринку покращилася, загальні обсяги торгів зменшилися, а обсяг пропозиції зріс і навіть переважав попит. Особливо це було помітно минулого понеділка, коли НБУ викупив із ринку \$178 млн у резерви. Всього за тиждень у резерви було викуплено майже \$334 млн іноземної валюти.

Погляд ICU: Збільшення пропозиції при загальному зменшенні обсягу торгів свідчить про зменшення побоювань подальшої ескалації агресії Росії і зниження девальваційних очікувань. Тому експортери збільшили присутність на валютному ринку, тоді як попит гравців, що агресивно купували валюту, вже було задоволено. Нерезиденти навіть зменшили темпи виходу з ОВДП, тож і з їхнього боку попит на валюту теж знизився. Тому за поточних умов ми очікуємо, що гривня продовжить поступовий рух до укріплення й цього тижня.

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

ВВП України зріс на 3.3% у 2021 р.

Темпи зростання ВВП суттєво прискорилися у 4кв21 до 5.9% р/р, що, за нашими оцінками, означає зростання ВВП за весь 2021 р. на 3.3%.

Приріст ВВП виявився вищим за наші очікування: ми прогнозували зростання на 5.0% у 4кв21 та на 2.9% за результатами повного 2021 р.

Погляд ICU: Попри те, що фактичне зростання ВВП було вищим за наші прогнози, ми вважаємо показники економічного зростання низькими. У 2020 р. ВВП скоротився на 3.8%, що створило дуже сприятливу статистичну базу для відновлення економіки. За нашими оцінками, сільське господарство забезпечило понад 1.5 в.п. із 3.3% приросту ВВП через прямі та непрямі ефекти завдяки високому врожаєві.

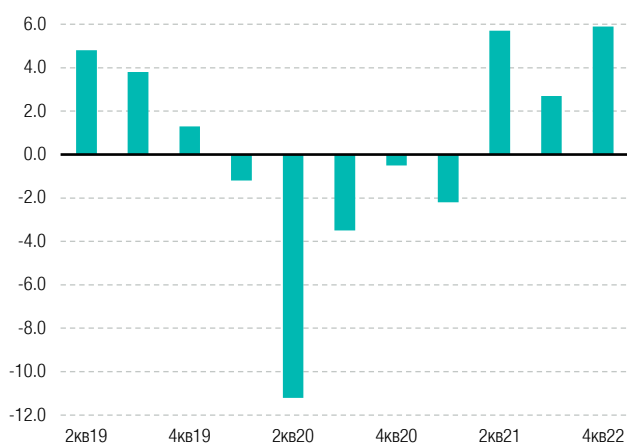
Приріст реального ВВП понад 3% означає, що Україна буде здійснювати платежі за варантами (VRI) у 2кв23. Наш попередній розрахунок показує, що кожна 0.1% приросту реального ВВП понад 3.0% (але не вище 4.0%) означає виплати на рівні \$27-29 млн у 2023 р. залежно від фінального значення дефлятора ВВП та майбутнього обмінного курсу гривні напередодні виплат. Це означає, що дохідність на ту суму єврооблігацій, яка була конвертована у варанти під час реструктуризації, становитиме трошки більше ніж 2.5%.

Ми очікуємо, що економічне зростання залишатиметься слабким у 2022 р. з огляду на багато факторів ризику, серед яких високі ціни на енергоносії, сповільнення внутрішнього попиту та сповільнення зростання економік основних торговельних партнерів України. Поточна ескалація конфлікту Росією створює ще один фактор ризику, що суттєво погіршує впевненість бізнесу й інвесторів та може призвести до відтермінування великих інвестиційних проєктів. Ми очікуємо, що ВВП зросте на 3.2% у 2022 р.

Віталій Ваєрищук, м.Київ, (044) 377-7040 дод.721

Графік 6. Зміна реального квартального ВВП, р/р, %

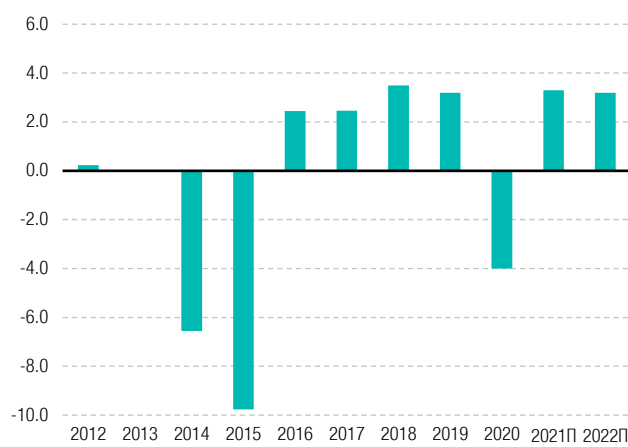
Зростання ВВП суттєво прискорилося у 4кв21 завдяки сільському господарству



Джерело: Держстат, ICU.

Графік 7. Зміна реального річного ВВП, р/р, %

За нашими оцінками ВВП зріс на 3.3% у 2021 році



Джерело: Держстат, ICU.

Поточний рахунок став дефіцитним на рівні 1% ВВП

Баланс поточного рахунку став від'ємним у 2021 році на рівні 1.0% ВВП (\$2.1 млрд), що є помітним погіршенням порівняно з профіцитом 3.4% ВВП у 2020 р.

Погіршення балансу передусім було обумовлено стрімким зростанням прибутків, які нерезиденти отримали від прямих іноземних інвестицій (що є частиною балансу первинних доходів на графіку). Загальні прибутки сягнули \$15.2 млрд проти \$3.9 млрд роком раніше. Такий стрімкий приріст прибутків переважно став наслідком сприятливих цінових умов на зовнішніх ринках та пов'язаного з цим покращення фінансових показників компаній. Водночас таке погіршення рахунку доходів від прямих інвестицій було частково компенсовано зростанням переказів мігрантів на 28% р/р до \$15 млрд (7.5% ВВП). Дефіцит торгівлі товарами та послугами залишився практично незмінним на рівні 1.5% ВВП, оскільки стрімке зростання експортних надходжень було нівельоване високими темпами приросту споживчого та інвестиційного імпорту.

Баланс фінансового рахунку був позитивним на рівні \$2.6 млрд переважно завдяки припливу прямих іноземних інвестицій (\$6.0 млрд або 3.0% ВВП). Проте понад 80% цього припливу – це не що інше, як реінвестиції заробленого в Україні прибутку. Позитивне сальдо фінансового рахунку повністю перекрило дефіцит поточного рахунку, але додаткову підтримку економіка отримала від надходжень коштів МВФ (\$2.7 млрд від розміщення спеціальних прав запозичень мінус \$0.7 млрд чистих виплат за кредитами фонду).

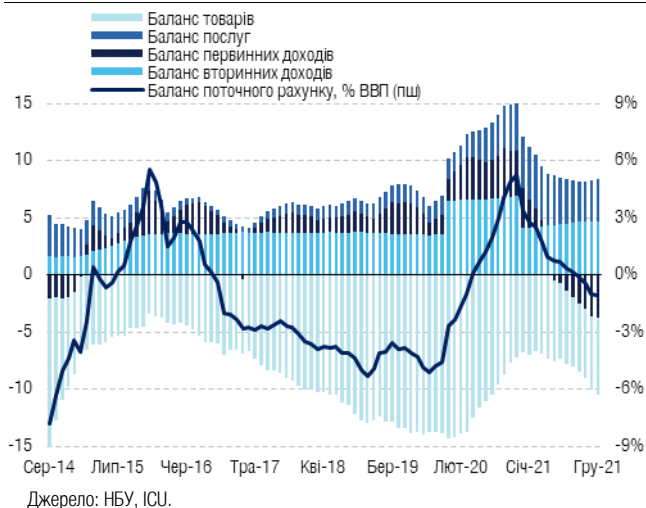
Погляд ICU: Ми очікуємо погіршення балансу поточного рахунку в 2022 р. через високі ціни на енергоносії та нижчі в річному вимірі ціни на ключові товари українського експорту. За нашими прогнозами, дефіцит поточного рахунку сягне 2.3% ВВП, проте зараз ми вбачаємо ризики для такого прогнозу в бік погіршення. Фінансовий рахунок також буде в зоні ризику через значне зростання премії за ризик для усіх українських активів внаслідок зростання загроз ескалації воєнного конфлікту з боку Росії. Водночас ми очікуємо, що нестача фондування із приватних міжнародних ринків капіталу буде повністю компенсована фондуванням від міжнародних фінансових організацій та західних урядів, які просигналізували про готовність надати значний пакет фінансової допомоги Україні. Ми вбачаємо високі шанси на те, що така

фінансова підтримка перекриває дефіцит поточного рахунку та допоможе усунути ризики для валютного ринку.

Віталій Ваєрищук, м.Київ, (044) 377-7040 дод.721

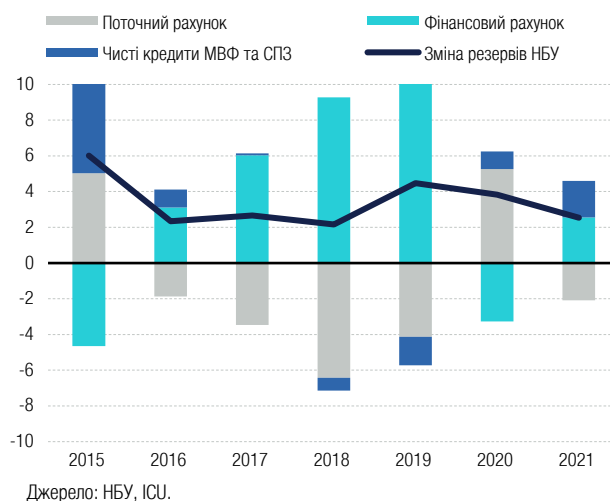
Графік 8. Поточний рахунок та його складові, 12-місячна ковзна, \$ млрд та % ВВП

Баланс поточного рахунку став дефіцитним у 2021 р.



Графік 9. Складові платіжного балансу та резерви НБУ, \$ млрд

Припливи за платіжним балансом були позитивні завдяки профіцитному фінансовому рахунку та коштам МВФ



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

Віталій Ваврищук

керівник підрозділу
макроекономічних досліджень
vitaliy.vavryshchuk@icu.ua

Тарас Котович

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

Дмитро Дяченко, CFA

фінансовий 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.