Фокус
Україна

Сегменти
Внутрішня ліквідність, державні облігації, валютний ринок, макроекономіка

Аналітики
Віталій Ваврищук
Олександр Мартиненко
Тарас Котович

Фінансовий тижневик

Меморандум із МВФ передбачає реструктуризацію єврооблігацій

Стислий виклад коментарів

Огляд міжнародних ринків

Ринки надихаються ознаками подальшого сповільнення інфляції

Минулого тижня напруженість навколо банківського сектору продовжувала поступово вщухати. Тож ринки акцій із піднесенням вітали новини про подальше уповільнення інфляції в Європі та США й показати найкращий тижневий ріст у березні.

Ринки державних облігацій

Розміщення ОВДП у 1кв23 значно перевищують погашення

У 1кв23 Міністерство фінансів залучило на внутрішньому ринку значно більші суми, ніж обсяги погашення внутрішнього боргу. Це стало можливим, зокрема, завдяки "резервним" ОВДП.

Меморандум із МВФ передбачає реструктуризацію єврооблігацій

Опублікований меморандум із МВФ передбачає проведення урядом реструктуризації комерційних боргів, зокрема єврооблігацій, у 2024 році, що повністю узгоджується із нещодавніми заявами уряду.

Валютний ринок

Курс гривні далі посилюється

Готівковий курс гривні збільшив укріплення з початку року до 6%.

Макроекономіка

Поточний рахунок дещо покращився в лютому

Баланс поточного рахунку України дещо покращився в лютому, проте все ж залишався від'ємним. Через фінансовий рахунок у лютому також було зафіксовано чистий відплив коштів.

Державний борг практично не змінився в лютому

Державний борг України залишився практично незмінним у лютому на рівні $116 млрд.

ПОНЕДІЛОК, 3 КВІТНЯ 2023

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 31 березня 2023)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік[1] (%)
Ключова оп.ставка НБУ (%)	25.00	+0bp	+1,500bp
Ставка О/Н[2] (міжбанк)	9.76	+0bp	+0bp
Коррахунки банків[3] (млн грн)	190,375	-2.09	+339.03
Деп.сертифікати4 (млн грн)	354,769	-0.10	+134.31

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 31 березня 2023[1])

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік[2] (%)
НБУ	696,970	+0.00	+111.14
Банки	537,921	+0.07	+0.63
Резиденти[3]	112,584	-0.21	+40.63
Фіз.особи[4]	36,049	+1.90	+40.80
Нерезиденти[5]	56,408	+4.27	-24.29
Всього	**1,443,042**	**+0.19**	**+38.03**

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 31 березня 2023)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік[1] (%)
USD/UAH	36.8741	-0.15	+24.85
EUR/USD	1.0905	+1.35	-2.28
Індекс долара[2]	102.144	-0.94	+4.45
Індекс гривні[3]	110.571	-0.46	-16.27

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 ОВДП[1] (за 3 квітня 2023)

Погашення	Придбання	Продаж
6 місяців	**22.00**	**17.00**
12 місяців	**23.00**	**18.00**
Два роки	**25.00**	**21.00**
Три роки	**26.00**	**22.00**
12 місяців ($)	**6.00**	**4.50**
Два роки ($)	**N/A**	**N/A**

Джерело: ICU.

ФІНАНСОВИЙ ТИЖНЕВИК МАЄ ВИКЛЮЧНО ІНФОРМАЦІЙНЕ ПРИЗНАЧЕННЯ.

Огляд міжнародних ринків

Ринки надихаються ознаками подальшого сповільнення інфляції

Минулого тижня напруженість навколо банківського сектору продовжувала поступово вщухати. Тож ринки акцій із піднесенням вітали новини про подальше уповільнення інфляції в Європі та США й показати найкращий тижневий ріст у березні.

First Citizens BancShares, регіональний банк США, вже відомий своїми попередніми викупами проблемних конкурентів, придбав депозити, кредити та інші активи Silicon Valley Bank. Ця угода принесла значне полегшення інвесторам і покращила їхнє ставлення до ризиків після кількох тижнів стресу, викликаного крахом американських Silicon Valley Bank і Signature Bank.

Дещо заспокоєні цим викупом, а також відсутністю подальших поганих новин від банків, ринки знову змогли зосередитися на макроекономічній статистиці. Оприлюднені минулого тижня в Європі та США дані засвідчили помітне уповільнення інфляції, яке до того ж перевершило очікування. Зростання індексу споживчих цін Єврозони становило 6.9% р/р у березні після росту 8.5% у лютому – нижче за прогнозовані 7.1% і найнижче з лютого 2022р. У США зростання цінового індексу персональних споживчих витрат (PCE) – одного з ключових інфляційних показників для ФРС – уповільнилося до 5% р/р у лютому з 5.3% у січні, тоді як консенсус-прогноз передбачав 5.1%. Такі новини були дуже позитивно сприйняті ринками й зробили найбільший внесок у зростання вартості акцій за тиждень.

Це не вплинуло на риторику керівництва ФРС, представники якого продовжили наполягати на незмінності монетарного курсу. Згідно з коментарями декількох регіональних керівників центрального банку наприкінці тижня, інфляція залишається занадто високою і ФРС потрібно й надалі працювати над її сповільненням.

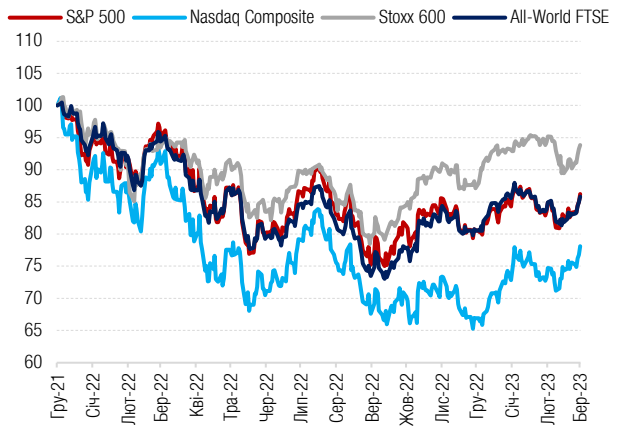
Утім, ринки не звернули на ці застереження особливої уваги – у тижневому підсумку провідні індекси акцій зросли найбільше за березень. Американські S&P 500 і Nasdaq Composite додали 3.5% і 3.4% відповідно. Глобальний All-World FTSE зріс на 3.4%, а європейський Stoxx 600 на 4% - найбільше з початку січня. Водночас через полегшення напруги в банківському секторі вартість облігацій скоригувалася вниз. Дохідності десятирічних казначейських облігацій США зросли на 9 б.п. до 3.47%, а дворічних– на 26 б.п. до 4.03%. Індекс долара США DXY знизився на 0.6% до 102.5. Індекс єврооблігацій країн, що розвиваються, EMBI, підріс на 0.7%. Більш детально про події на фінансових ринках минулого тижня можна дізнатися тут.

Відновлення апетитів до ризиків сприятливо позначилося й на ринках сировини. Особливо виграли від цього ціни на нафту (+6%), які до того ж зреагували на призупинення постачання нафти з іракського Курдистану через Туреччину. Найстрімкішого зростання (+16%) зазнали ціни на природний газ у Європі через похолодання в регіоні та деякі збої в імпорті скрапленого газу. Більше деталей про події на сировинних ринках минулого тижня – тут.

Погляд ICU: Активні дії регуляторів дозволяють сподіватися, що криза довіри до банківського сектору надалі вщухатиме. Водночас можливість нових кризових ситуацій через різке зростання ставок ще тривалий час може тримати ринки в напруженні. Наразі ж інвестори сподіваються, що підвищена вразливість економіки вже незабаром змусить центральні банки завершити нинішній цикл підвищення ставок і навіть почати їхнє зниження. Ці надії стали потужним фактором підтримки цін на акції з початку кризи навколо банків. І

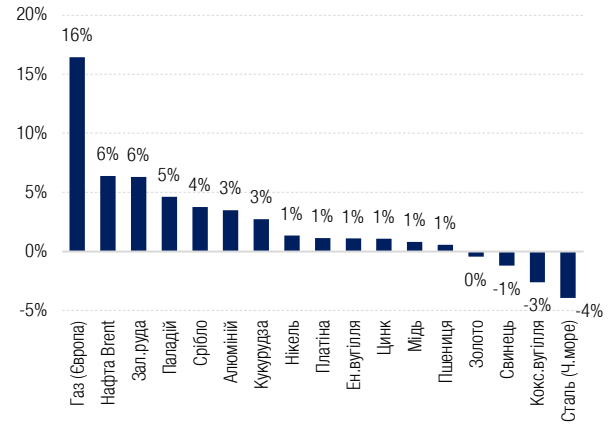
вони можуть ще більше підсилитись, якщо наступні макроекономічні дані знову засвідчать зниження інфляційного тиску.

Графік 1. Ключові світові фондові індекси, 1/1/22=100



Джерело: Bloomberg, ICU.

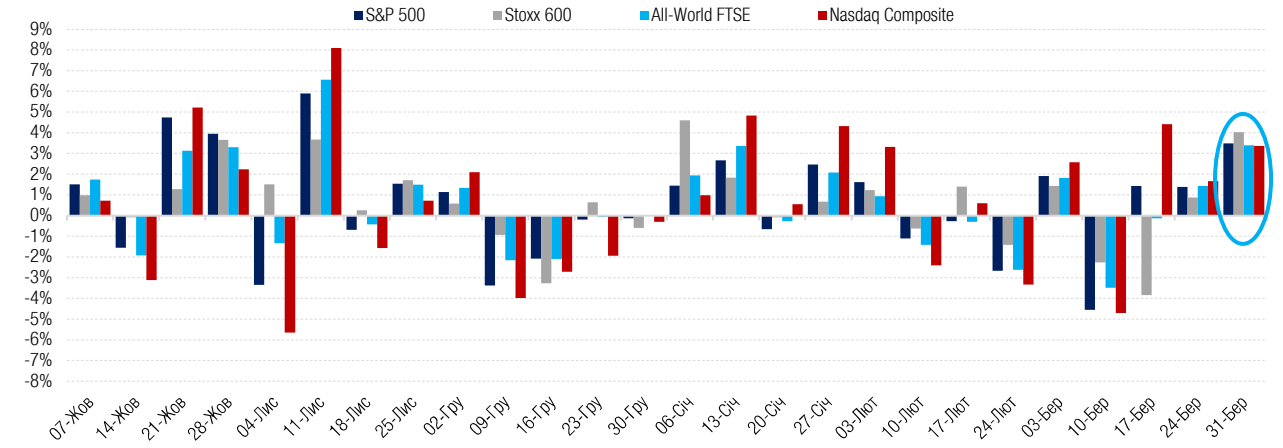
Графік 2. Тижнева динаміка ключових цін на сировину, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 3. Тижнева динаміка фондових індексів у 4кв22-1кв23, %

Завдяки стабілізації у банківському секторі і ознакам уповільнення інфляції провідні фондові індекси світу зросли минулого тижня найбільше за березень



Джерело: Bloomberg, ICU.

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

Ринки державних облігацій

Розміщення ОВДП у 1кв23 значно перевищують погашення

У 1кв23 Міністерство фінансів залучило на внутрішньому ринку значно більші суми, ніж обсяги погашення внутрішнього боргу. Це стало можливим, зокрема, завдяки "резервним" ОВДП.

Із початку року Міністерство фінансів активізувало внутрішні запозичення й за три місяці залучило для покриття дефіциту бюджету майже 137.7 млрд грн у різних валютах. Зокрема, бюджет отримав 97.7 млрд грн, $785.1 млн та 86.9 млн євро. Водночас за цей же час було погашено облігацій на суму 52.8 млрд грн та $748.7 млн, тож за підсумками 1кв23 чисте залучення складає майже 45 млрд грн і $36.3 млн. Відповідно рівень рефінансування (rollover) внутрішнього боргу за 1кв23 склав 185% для гривневих паперів та 105% для паперів у доларах США.

Найбільше коштів бюджету принесли "резервні" ОВДП – 97.4 млрд грн. Гривневі військові ОВДП принесли бюджету 10.4 млрд грн, а звичайні гривневі папери взагалі

лише 3.1 млрд грн. Розміщені ОВДП у доларах та євро були переважно військовими, а загальний обсяг склав 32.1 млрд грн.

Ключовим інвестором за цей час очікувано були банки, які наростили портфель на 51.9 млрд грн. Також свої портфелі збільшили небанківські установи (+5 млрд грн), фізичні особи (+5.5 млрд грн) та територіальні громади (+1.2 млрд грн). І лише нерезиденти скоротили портфель на 1 млрд грн з початку року.

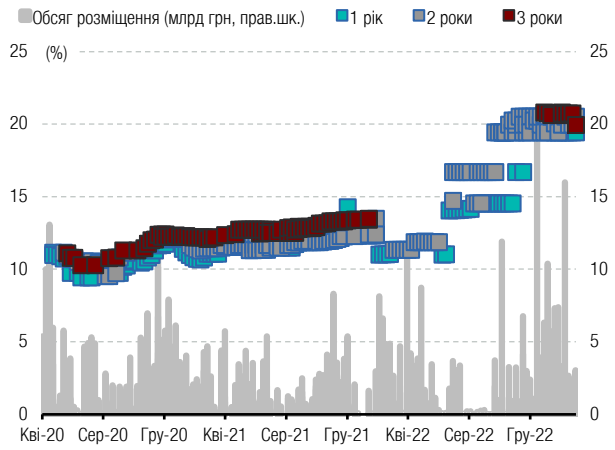
Погляд ICU: Нові резервні вимоги та можливість покрити частину резервів державними облігаціями спонукали банки більш активно придбавати нові ОВДП. Саме це дало можливість Мінфіну залучати великі обсяги коштів у 1кв23 у національній валюті. Щоб забезпечити високий рівень рефінансування Мінфіну довелось минулого тижня підвищити відсоткові ставки за валютними ОВДП (див. [огляд аукціону](#)).

Відповідно до меморандуму з МВФ чисте фінансування дефіциту бюджету через розміщення ОВДП складе протягом року 31 млрд грн. Нещодавно проголосовані зміни до бюджету на 2023 рік встановлюють трохи менш амбітну ціль для уряду та передбачають повне рефінансування ОВДП за результатами року в цілому (нульові чисті запозичення протягом року). Тож надалі Мінфін намагатиметься забезпечити рефінансування боргів на рівні 100%.

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

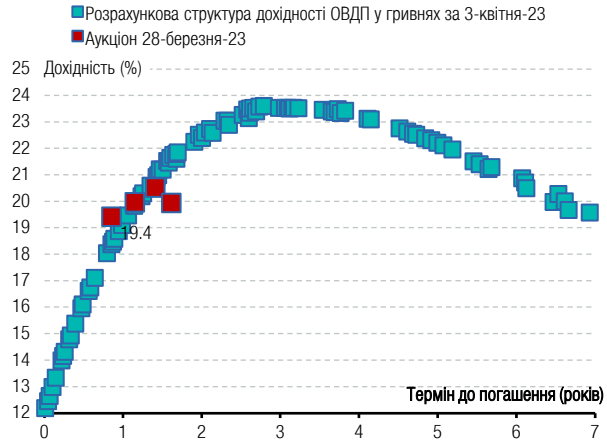
Графік 4. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

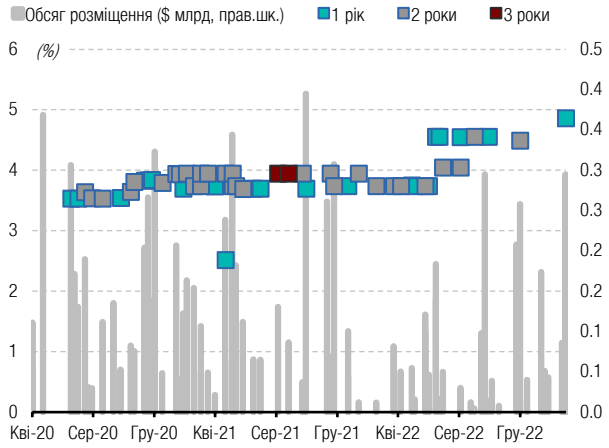
Розрахункова крива дохідності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

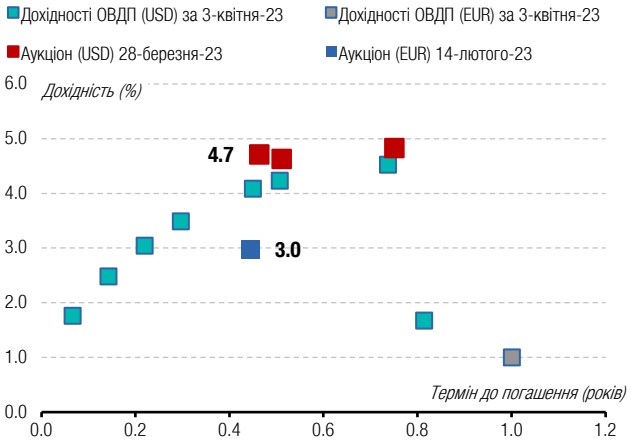
Графік 5. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

Розрахункова крива дохідності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

Меморандум із МВФ передбачає реструктуризацію єврооблігацій

Опублікований меморандум із МВФ передбачає проведення урядом реструктуризації комерційних боргів, зокрема єврооблігацій, у 2024 році, що повністю узгоджується із нещодавніми заявами уряду.

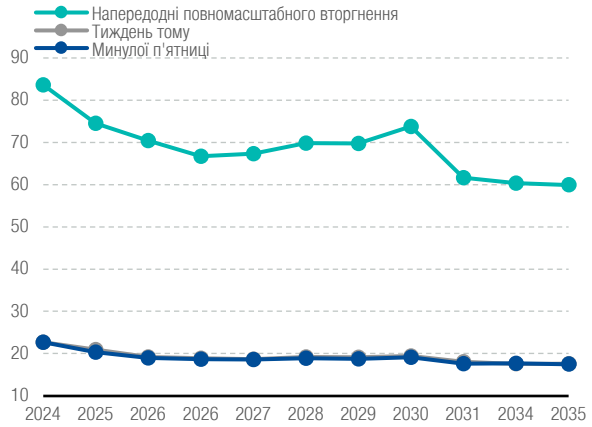
Упродовж минулого тижня українські єврооблігації торгувалися у звичному діапазоні 17-23 центи на долар. ВВП-варанти торгувалися трошки дешевше - 27 центів на долар умовного номіналу.

Погляд ICU: Меморандум із МВФ прямо не вказує на умови можливої реструктуризації, але передбачає, що вона має бути проведена як щодо офіційних позик, так і щодо комерційного боргу на подібних умовах. Метою реструктуризації буде зменшення боргового навантаження в перспективі до 60-65% ВВП, а цього буде неможливо досягнути без списання частини боргу. Більш конкретні параметри залежатимуть від фактичних та прогнозних макропоказників, що будуть доступні на початку 2024 року.

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

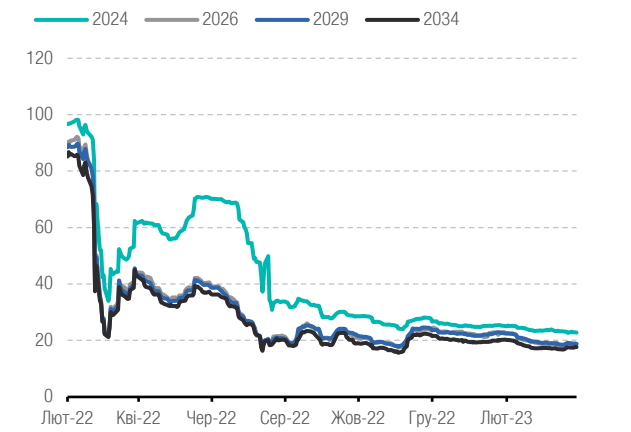
Графік 6. Ціни українських єврооблігацій

Ціни єврооблігацій у доларах США за попередній робочий день, напередодні повномасштабного вторгнення росії та минулий тиждень



Джерело: Bloomberg, ICU.

Ціни низки єврооблігацій у доларах США з початку лютого 2022 року



Джерело: Bloomberg, ICU.

Валютний ринок

Курс гривні далі посилюється

Готівковий курс гривні збільшив укріплення з початку року до 6%.

Упродовж минулого тижня готівковий курс гривні укріпився у найбільших роздрібних банках ще більше ніж на один відсоток до 37.4-38.2 грн/$ зі звуженням спреду між курсами купівлі-продажу ще на шість копійок до 80 копійок. Загалом же за перший квартал курс гривні посилився на понад 6%, а спред між курсами купівлі-продажу звузився на 15 копійок.

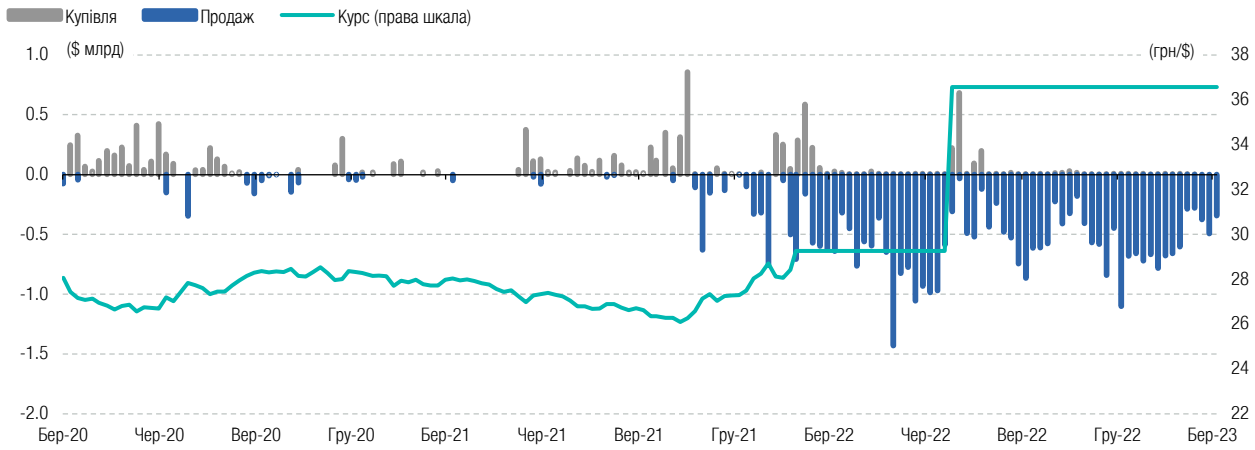
На міжбанківському ринку клієнти банків (юридичні особи) знову більше купують валюти, ніж продають, але дисбаланс залишається невеликим і інтервенції НБУ за минулий тиждень зменшилися та склали $343 млн.

Погляд ICU: Попит на валюту на роздрібному ринку залишається високим, але активність зміщується в бік готівки. Населення не поспішає купувати безготівкову валюту на депозити, оскільки безготівкові та готівкові курси вже максимально зблизилися. Водночас банки вже почали переглядати свої курси для продажу валюти з розміщенням на депозит, зменшуючи вартість іноземної валюти під тиском готівкового ринку, що може свідчити про закріплення тренду на міцнішу гривню. Міжбанківський ринок залишається під контролем НБУ з прийнятним для нього рівнем тижневих інтервенцій.

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

Графік 7. Показники міжбанківського валютного ринку, історія за останні три роки

Обмінний курс гривня/долар США та обсяги інтервенцій НБУ. З 24.02.2022 використано офіційний курс НБУ



Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Макроекономіка

Поточний рахунок дещо покращився в лютому

Баланс поточного рахунку України дещо покращився в лютому, проте все ж залишався від'ємним. Через фінансовий рахунок у лютому також було зафіксовано чистий відплив коштів.

У лютому незначно зменшився дефіцит торгівлі як товарами, так і послугами. Загальний же дефіцит торгівлі був украй великим – на рівні $3.1 млрд, проте був майже повністю компенсований доходами мігрантів та міжнародними офіційними бюджетними

трансфертами. Щомісячні доходи мігрантів залишаються на стабільному рівні вже більше року й регулярно допомагають частково компенсувати відпливи коштів, пов'язаних із дефіцитом торгівлі. Офіційні бюджетні гранти перевищили в лютому $1.5 млрд завдяки вчасному надходженню гранту від США обсягом $1.25 млрд.

Чистий відплив коштів через фінансовий рахунок склав $0.53 млрд і переважно обумовлювався зняттям іноземної валюти з банківських рахунків (депозитів через каси та готівки через банкомати). Обсяг торгових кредитів (ключовий канал відпливу приватного капіталу) зменшився другий місяць поспіль, що, ймовірно, є сигналом про те, що в бізнесу є дедалі менше стимулів виводити кошти за кордон.

Погляд ICU: Ми прогнозуємо, що баланс поточного рахунку буде дефіцитним цього року – на рівні 2-3% ВВП. Це значне погіршення порівняно із профіцитом 5.4% ВВП минулого року. Водночас ми прогнозуємо чистий приплив коштів через фінансовий рахунок, що дозволить повністю компенсувати дефіцит поточного рахунку. Загалом ми очікуємо, що завдяки значній міжнародній допомозі НБУ зможе підтримувати міжнародні резерви на рівні понад $30 млрд протягом року, а також продавати необхідні обсяги валюти для підтримання стабільності на валютному ринку.

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

Графік 8. Ключові складові платіжного балансу, $ млн

Баланс поточного рахунку незначно покращився в лютому

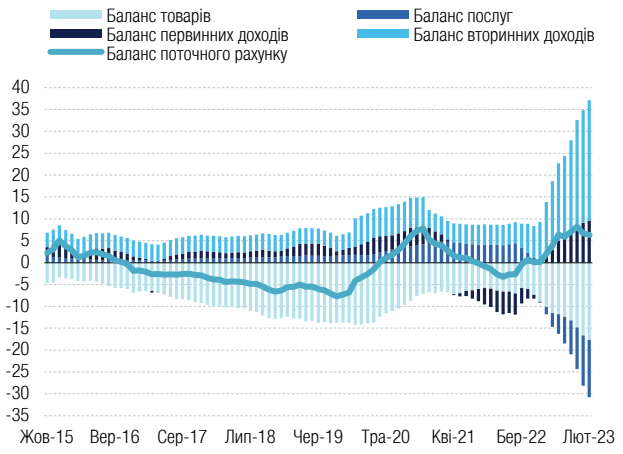
	Лют 2023	Січ 2023	Лют 2022
Поточний рахунок	**-216**	**-815**	**4**
Баланс торгівлі товарами	-1,952	-2,215	-1,055
Баланс торгівлі послугами	-1,176	-1,352	169
Первинні доходи	659	850	249
в т.ч. доходи мігрантів	1,068	1,051	1,138
Вторинні доходи	2,253	1,902	641
в т.ч. бюджетні трансферти	1,597	1,164	319
Фінансовий рахунок*	**532**	**-2,011**	**1,565**
в т.ч. зміна торгових кредитів	-539	-117	-666
в т.ч. зміна готівки поза банками	1,065	1,039	943
в т.ч. чисті кредити уряду	-511	-3,218	102

* від'ємні значення у фінансовому рахунку означають приріст зобов'язань (приплив коштів)

Джерело: НБУ, ICU.

Графік 9. Поточний рахунок платіжного балансу, 12-місячна ковзна, $ млрд

12-місячний баланс поточного рахунку змінив усталений до цього висхідний тренд



Джерело: НБУ, ICU.

Державний борг практично не змінився в лютому

Державний борг України залишився практично незмінним у лютому на рівні $116 млрд.

Міжнародна допомога у лютому надходила переважно у формі грантів, що не вплинуло на загальний рівень боргу. Структура боргу також ледь змінилася. Найбільш помітні транзакції – повернення кредиту МВФ на суму близько $0.3 млрд, отримання кредиту від Світового банку на понад $0.6 млрд та певне зростання внутрішнього боргу через активну купівлю ОВДП банками.

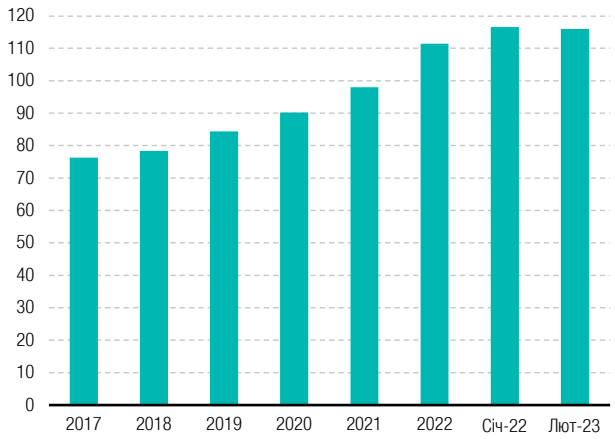
Погляд ICU: Україна й надалі буде активно покладатися на зовнішні запозичення, щоб фінансувати дефіцит державного бюджету, у той час як на внутрішньому ринку буде прагнути забезпечити повне рефінансування боргів,

що погашаються протягом року. Державний борг значно зросте в грошовому вимірі та сягне позначки близько 90% ВВП наприкінці року. Такий рівень боргового навантаження не є стійким сам по собі, проте він не створює помітних короткострокових ризиків завдяки поступкам кредиторів. У більш віддаленій перспективі борг буде реструктуризовано, щоб зменшити його обсяг та змінити структуру відповідно до цільових орієнтирів, визначених програмою співпраці із МВФ (див. коментар вище).

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

Графік 10. Державний борг, еквівалент $ млрд

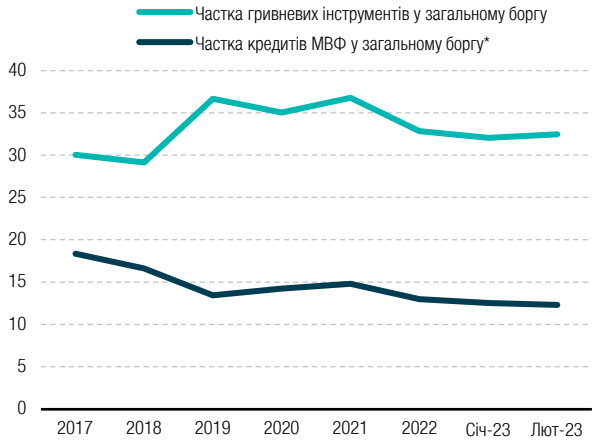
Державний борг не змінився в лютому



Джерело: МФУ, ICU.

Графік 11. Частка кредитів у гривні та кредитів від МВФ* у державному боргу

Частка кредитів МВФ у боргу продовжувала знижуватися в лютому



* включно із СДР, отриманими від МВФ

Джерело: МФУ, ICU.

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.kotovych@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.