

Фінансовий тижневик

Поточний рахунок збалансований у травні

Стислий виклад коментарів

ПОНЕДІЛОК, 3 ЛИПНЯ 2023

Огляд міжнародних ринків

Ринки знову ігнорують центральні банки і ставлять на «м'яке приземлення»

Минулого тижня, незважаючи на підтвердження центральними банками своїх жорстких позицій, ринки акцій охопила нова хвиля оптимізму на тлі нових свідчень стійкої економіки США та сповільнення інфляції. Боргові ринки цей оптимізм не розділяли.

Ринки державних облігацій

Рівень рефінансування погашень залишається високим

Протягом червня Мінфін рефінансував більшу частину погашень, зберігши загальний рівень рефінансування вище 100%.

Ралі триває, ціни єврооблігацій зближуються

Під впливом позитивних новин і ситуативного попиту ціни українських єврооблігацій продовжили зростати, поступово зближуючись для різних строків.

Валютний ринок

НБУ затвердив стратегію пом'якшення валютних обмежень

Правління НБУ затвердило стратегію пом'якшення валютних обмежень, яку оприлюднить упродовж поточного тижня.

Продаж валюти населенням переважає купівлю

Протягом червня населення більше продавало валюти більше, ніж купувало, вперше з липня минулого року.

Макроекономіка

Поточний рахунок збалансований у травні

Поточний рахунок був практично збалансованим у травні, а його профіцит за останні 12 місяців склав \$3.4 млрд.

Державний борг зріс на 1% у травні

Державний борг України зріс на 1% у травні до \$125.6 млрд.

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 30 червня 2023)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	25.00	+0bp	+0bp
Ставка О/Н ² (міжбанк)	9.76	+0bp	+0bp
Корраунки банків ³ (млн грн)	191,987	-4.00	+235.71
Деп.сертифікати ⁴ (млн грн)	484,685	+0.90	+165.69

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 30 червня 2023¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	691,846	-0.36	+30.27
Банки	547,189	+0.27	+4.02
Резиденти ³	117,044	+1.74	+75.65
Фіз.особи ⁴	41,862	+9.24	+50.69
Нерезиденти ⁵	51,694	-0.02	-28.27
Всього	1,453,297	+0.32	+18.77

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 30 червня 2023)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	36.9313	+0.00	+25.61
EUR/USD	1.0909	+0.14	+4.05
Індекс долара ²	102.912	+0.01	-1.69
Індекс гривні ³	112.380	+0.26	-19.17

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 (за 3 липня 2023)

Погашення	Придбання	Продаж
6 місяців	18.00	16.00
12 місяців	20.00	18.00
Два роки	22.00	20.00
Три роки	22.50	20.50
12 місяців (\$)	6.00	4.50
Два роки (\$)	N/A	N/A

Джерело: ICU.

Огляд міжнародних ринків

Ринки знову ігнорують центральні банки і ставлять на «м'яке приземлення»

Минулого тижня, незважаючи на підтвердження центральними банками своїх жорстких позицій, ринки акцій охопила нова хвиля оптимізму на тлі нових свідчень стійкої економіки США та сповільнення інфляції. Боргові ринки цей оптимізм не розділяли.

Протягом тижня ціла низка макроекономічних даних наново підкріпила надії інвесторів, що рецесії цього року вдасться уникнути. Обсяги промислових замовлень і продажів нових приватних будинків в США зросли понад очікування, а споживчі настрої зросли до півторарічного максимуму в червні. Дані також показали, що кількість заяв американців на допомогу з безробіття позаминулого тижня несподівано зменшилась. Було оприлюднено й остаточну оцінку ВВП США за 1кв23: річне зростання склало 2% в порівнянні з попередніми оцінками в 1.3%. Крім того, стрес-тестування ФРС показало, що великі банки США мають достатньо капіталу, щоби витримати суворий економічний спад.

Тим часом звіт Департаменту комерції США про персональні споживчі витрати (PCE) показав, що їхній ціновий індекс у травні сповільнився набагато сильніше, ніж очікувалось, - до 3.8% р/р з 4.6% у квітні. Водночас зростання обсягів споживчих витрат у цілому різко сповільнилось, таким чином демонструючи результати впливу на економіку багаторазових підвищень ставок ФРС.

Сповільнюється інфляція і в Єврозоні: зростання індексу споживчих цін скоротилося до 5.5% р/р в червні з 6.1% в травні. Утім, його базова складова, що не враховує ціни на продукти харчування й енергоносії, майже не змінилася й склала 6.8% у порівнянні з 6.9% в травні. ЄЦБ більше покладається на показники базової інфляції й швидше за все не відмовиться від подальших планів підвищувати ставки.

Черговий «яструбиний» сигнал надіслав ринкам і голова ФРС Джером Пауелл. Виступаючи на форумі ЄЦБ в місті Сінтра (Португалія), він зазначив, що інфляція в США не досягне цільового рівня в 2023-24 рр., а ФРС, імовірно, й далі підвищуватиме ставки, зокрема, можливо, в липні. Пауелл також заявив, що більшість членів Федерального комітету з відкритого ринку ФРС очікують два і більше підвищень до кінця 2023 р. Керівники інших центральних банків теж висловили на форумі готовність підіймати ставки.

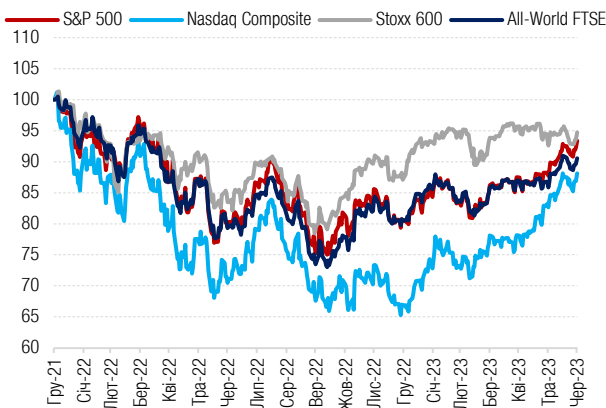
Утім, ринки акцій на ці заяви майже не прореагували, а за підсумками тижня провідні фондові індекси світу відновили жваве зростання. Американські S&P 500 і Nasdaq Composite піднялись на 2.3% і 2.2% відповідно. Глобальний All World FTSE і європейський Stoxx 600 зросли на 1.9% кожен. Водночас під впливом жорсткої риторики центральних банків впала вартість боргових цінних паперів. Відповідно зросли дохідності, зокрема казначейських облігацій США: дворічних на 15 б.п. до 4.90%, десятирічних – на 10 б.п. до 3.84%. Таким чином різниця між дохідностями дворічних і десятирічних інструментів сягнула 106 б.п. – максимуму з того моменту, коли крива дохідностей стала інвертованою з кінця червня 2022 р. Інвертована крива дохідностей казначейських облігацій традиційно вважається ознакою близької рецесії. Індекс долара США DXY за тиждень змін не зазнав. Індекс єврооблігацій країн, що розвиваються, EMBI, додав 0.2%.

Для сировинних ринків значним додатковим негативним фактором стали слабкі дані промислової активності в Китаї за червень. Як наслідок знизились ціни на більшість

промислових металів. Найрізкіше ж за тиждень впали ціни на зернові: кукурудзу (-12%) і пшеницю (-13%). Хоча над ринком нависає загроза припинення дії Чорноморської зернової ініціативи, наразі він залишається добре забезпеченим, а аналітики підвищують прогнози врожаю в Європі цього року, а також глобальних обсягів складських запасів зерна.

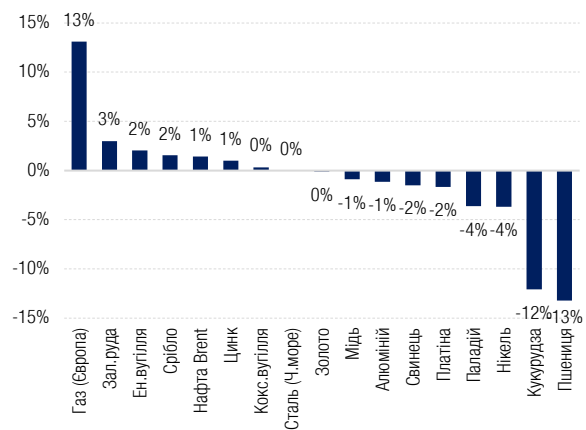
Погляд ICU: Ринки акцій продовжують здебільшого ігнорувати попередження центральних банків про подальші підвищення ставок, оскільки все більше сподіваються, що завдяки стійкості споживчого попиту західним економікам вдасться уникнути рецесії. Цьому оптимізму також усе ще сприяють великі обсяги ліквідності на ринку та ажітаж навколо великих компаній сектору високих технологій у США. Згодом ці фактори з високою ймовірністю будуть слабшати. Натомість ринки облігацій залишаються набагато чутливішими до перспектив вищих ставок, тим більше що ймовірність нових підвищень посилюється через усе ще сильні макроекономічні дані.

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



Джерело: Bloomberg, ICU.

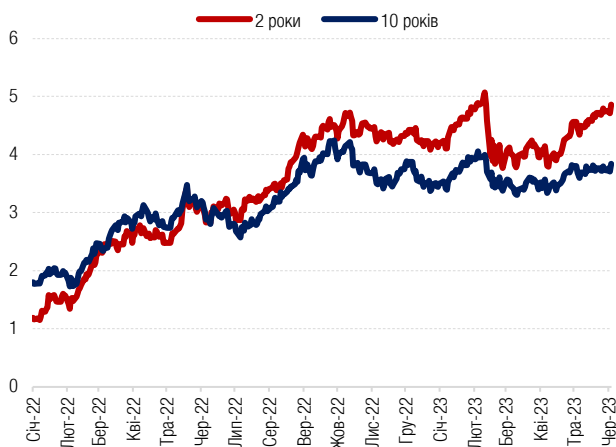
Графік 2. Тижнева динаміка ключових цін на сировину, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 3. Дохідність казначейських облігацій США за строками погашення, %

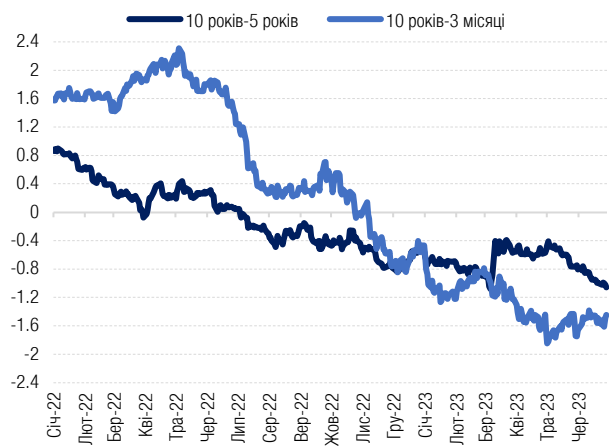
Інвертована крива дохідностей означає перевищення дохідностей 2-річних облігацій на 10-річними і сигналізує про ймовірну рецесію



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 4. Різниця між дохідностями казначейських облігацій США, п.п.

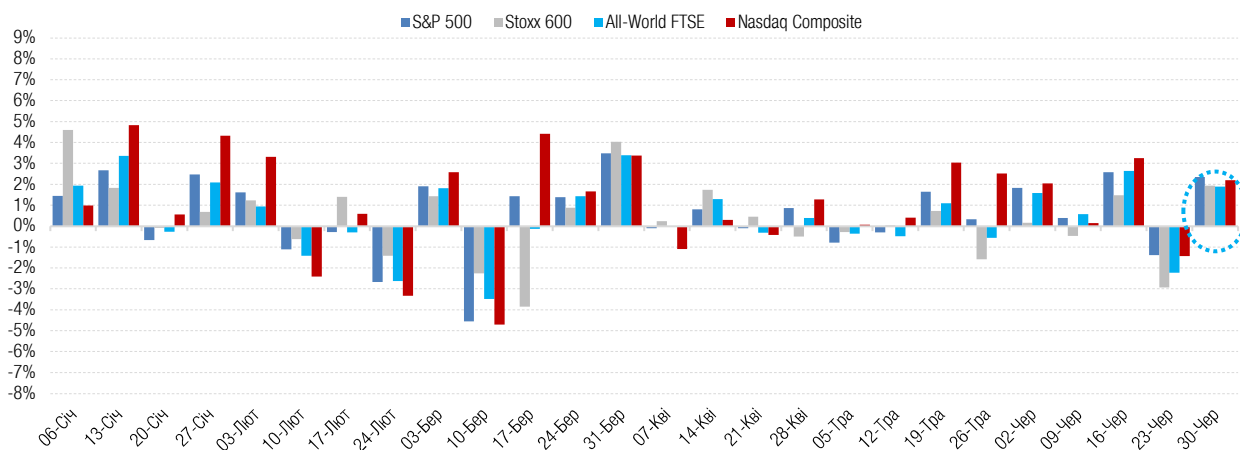
Нахил інвертованої кривої дохідностей казначейських облігацій дедалі збільшується



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 5. Тижнева динаміка фондових індексів у 1ПР23, %

Після позитивних макроекономічних даних ралі на ринках акцій відновилося з новою силою



Джерело: Bloomberg, ICU.

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

Ринки державних облігацій

Рівень рефінансування погашень залишається високим

Протягом червня Мінфін рефінансував більшу частину погашень, зберігши загальний рівень рефінансування вище 100%.

Запозичення в гривні протягом червня склали 28.3 млрд грн – на 15% більше, ніж погашення. За підсумками півріччя Міністерство фінансів позичило в гривні на 45.2 млрд грн більше, ніж погасило, або на 33.5%.

У доларах США за червень запозичення склали майже \$320 млн, що на 26% менше, ніж здійснено погашень. Але завдяки значно більшим позикам, здійсненим у травні, загальний рівень рефінансування в цій валюті знизився помірно – зі 123% за п'ять місяців до 111% за 1п23.

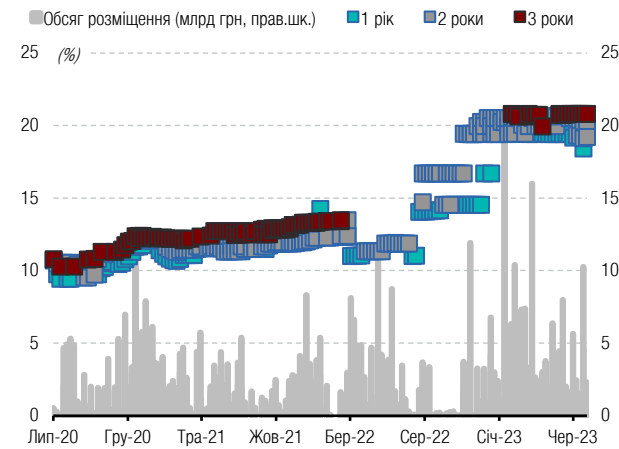
У євро Мінфін рефінансував майже весь обсяг здійснених погашень – запозичення склали 136 млн євро, а погашення – 142.8 млн євро. Відповідно за підсумками 1п23 рівень рефінансування знизився до 122% порівняно з 132% за 5міс23.

Погляд ICU: Загалом у червні Мінфін рефінансував усі погашення лише в гривні, але завдяки проведеній у травні підготовці до великих погашень загальний рівень рефінансування від початку року залишився помітно вище 100% в усіх валютах. Враховуючи значно менші погашення в липні, Мінфін має можливість забезпечити повне рефінансування погашень внутрішнього боргу і за підсумками семи місяців цього року.

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

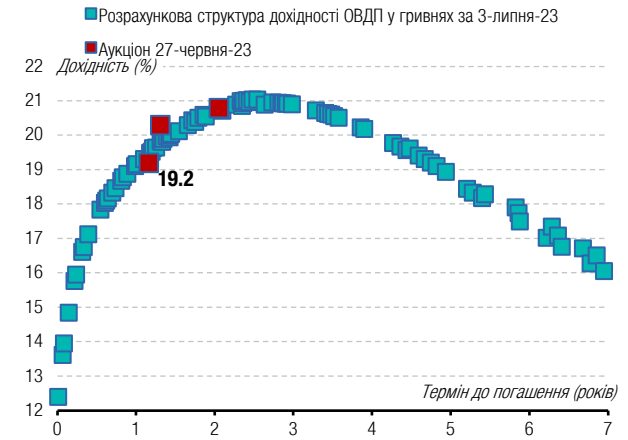
Графік 6. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ІСУ.

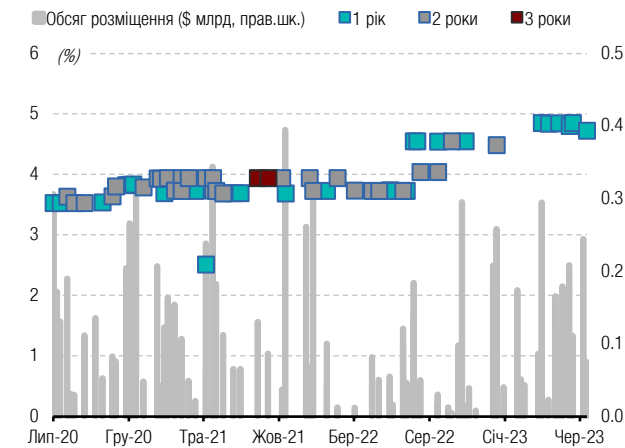
Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ІСУ.

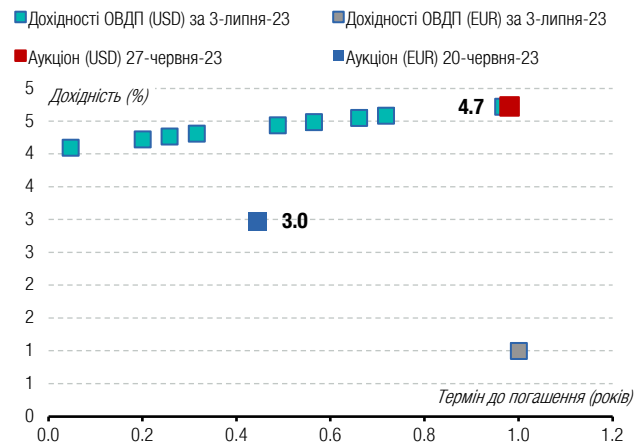
Графік 7. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ІСУ.

Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ІСУ.

Ралі триває, ціни єврооблігацій зближуються

Під впливом позитивних новин і ситуативного попиту ціни українських єврооблігацій продовжили зростати, поступово зближуючись для різних строків.

Упродовж минулого тижня доларові суверенні єврооблігації подорожчали переважно на 5-8% і змістилися в діапазон 23-26 центів на долар, а діапазон цін звузився до 5.1%. ВВП-варанти подорожчали менш помітно, всього на 2% за тиждень до майже 39 центів на долар умовного номіналу.

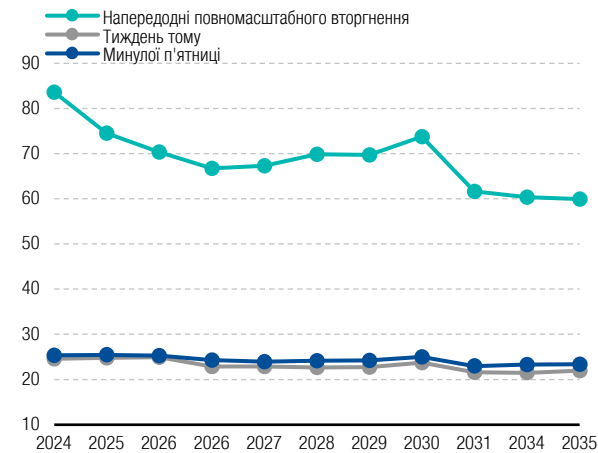
Погляд ІСУ: У Європі тривають заходи на високому політичному рівні, на яких обговорюються перспективи безпекових гарантій для України, джерела фінансування відбудови тощо. Хвилю позитивних новин підтримав МВФ, завершивши перший перегляд програми розширеного фінансування, тож від Фонду Україна отримає приблизно \$890 млн для бюджетної підтримки. За графіком надходять кредити від ЄС та бюджетні гранти від США, а резерви НБУ, за нашими оцінками, суттєво зросли в червні. На цьому тлі ситуативний попит продовжує підтримувати ріст цін на єврооблігації. Зближення цін демонструє очікування інвесторами того, що в перспективі

реструктуризація боргу, анонсована Мінфіном ще навесні, відбуватиметься за максимально наближеними умовами для всіх випусків єврооблігацій.

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

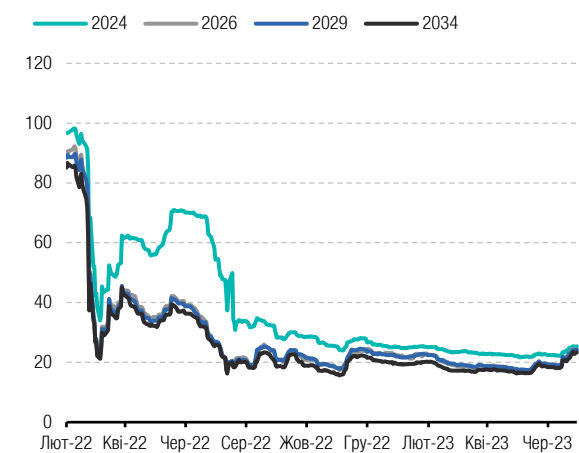
Графік 8. Ціни українських єврооблігацій

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

НБУ затвердив стратегію пом'якшення валютних обмежень

Правління НБУ затвердило стратегію пом'якшення валютних обмежень, яку оприлюднить упродовж поточного тижня.

Затверджена в четвер стратегія передбачає три основні напрямки: пом'якшення валютних обмежень, перехід до більшої гнучкості курсу та повернення до принципів інфляційного таргетування. Національний банк планує впроваджувати стратегію поступово за наявності необхідних передумов.

Погляд ICU: Затвердження стратегії є одним зі структурних маяків у межах програми розширеного фінансування з Міжнародним валютним фондом. Наразі з повідомлень НБУ не зрозуміло, наскільки амбітною буде дорожня карта лібералізації і якими будуть подальші пріоритети. Водночас перші рішення в цій сфері свідчать, що НБУ зберігає вкрай обережний підхід і робить наразі лише символічні кроки.

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

Продаж валюти населенням переважає купівлю

Протягом червня населення більше продавало валюти більше, ніж купувало, вперше з липня минулого року.

Із серпня 2022 року по травень 2023 року на роздрібному ринку переважала купівля валюти, а в січні та лютому перевищення сягало пів мільярда доларів США на місяць. Зміна на користь продажу валюти почалася в безготівковому сегменті ще в травні: клієнти банків стали купувати валюти на депозити менше, ніж продавали її після завершення раніше відкритих депозитів. У червні ця тенденція посилилася. Паралельно покращилася збалансованість готівкового сегменту. У підсумку за місяць

(без врахування останнього дня) населення продало безготівкової валюти на \$187 млн більше, ніж купило для розміщення на депозитах, а на готівковому придбало валюти всього на \$167 млн більше, ніж продало. Тож загалом чистий продаж валюти населенням склав понад \$19 млн – це перше позитивне значення з серпня минулого року.

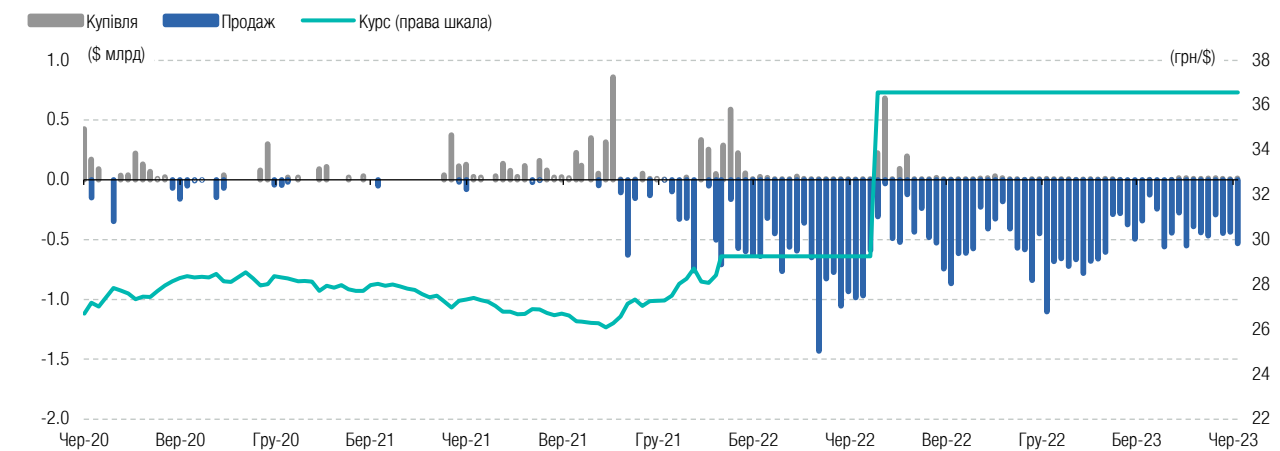
Водночас минулого тижня відбувалася незначна корекція курсу гривні. За тиждень курс у системно важливих банках послабшав на 0.2%, тож за підсумками місяця укріплення склало приблизно 0.5%, а за підсумками першого півріччя гривня посилилася більше ніж на 8%. Станом на кінець червня в середньому в системно важливих банках готівковий курс становив 36.66-37.46 грн/\$.

Погляд ICU: Ключову роль в усуненні дисбалансів на роздрібному ринку та наближенні готівкового курсу валюти до офіційного відіграли безпрецедентні обсяги міжнародної допомоги, яку НБУ міг використовувати для інтервенцій та поступового насичення готівкового сегменту. Фіксований офіційний курс гривні до долара США, стрімке зростання резервів НБУ та високі ставки за гривневими депозитами сприяли зниженню попиту на іноземну валюту як на спосіб заощаджень. Наразі є всі передумови для збереження низького спреду між готівковим та офіційним курсами, а також відносної збалансованості попиту та пропозиції на роздрібному ринку іноземної валюти.

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

Графік 9. 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 збалансований у травні

Поточний рахунок був практично збалансованим у травні, а його профіцит за останні 12 місяців склав \$3.4 млрд.

Українська економіка продовжує працювати зі значним дефіцитом зовнішньої торгівлі товарами, який склав \$2.0 млрд у травні та \$21.7 млрд за останні 12 місяців. У той же час дефіцит торгівлі послугами помітно покращився до \$0.5 млрд у травні порівняно із середньомісячним дефіцитом \$1.1 млрд протягом 1кв23 через скорочення імпорту туристичних послуг. Імпорт туристичних послуг – це зараз переважно витрати українських біженців за кордоном. Проте таке покращення могло бути наслідком

перекриття Національним банком деяких неофіційних каналів відпливу іноземної валюти за кордон. Доходи українських мігрантів за кордоном залишаються на хорошому і стабільному рівні в діапазоні \$0.9-1.0 млрд щомісяця та дозволяють переkritи значну частину дефіциту торгівлі. Проте більша частина дефіциту все ж компенсується за рахунок гуманітарної допомоги та бюджетних трансфертів уряду від країн-союзників (це складові вторинних доходів).

Через фінансовий рахунок у травні було зафіксовано чисті припливи коштів \$1.5 млрд переважно завдяки новому траншу кредиту від ЄС. Зміна в обсягах торгових кредитів була мінімальною в травні. Це свідчить про те, що приватний сектор більше не використовує цей канал для виведення валюти з економіки. Проте приріст іноземної валюти поза банками (що переважно відображає зняття готівки з депозитів та валюти з банкоматів за кордоном) залишався основним каналом відпливу валюти за фінансовим рахунком.

Погляд ICU: Статистика платіжного балансу загалом відповідає нашим прогнозам, і ми не очікуємо появи значних позитивних чи негативних обставин, що можуть принципово змінити його динаміку до кінця поточного року. Дефіцит поточного рахунку, ймовірно, буде в діапазоні 2-3% ВВП у 2023 році, але цей дефіцит буде більше ніж компенсовано припливами коштів за фінансовим рахунком переважно завдяки кредитам від партнерів України. Це сприятиме стабільності валютного ринку та подальшому зростанню резервів НБУ.

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

Графік 10. Ключові складові платіжного балансу, \$ млн

Баланс поточного рахунку близький до нуля в травні

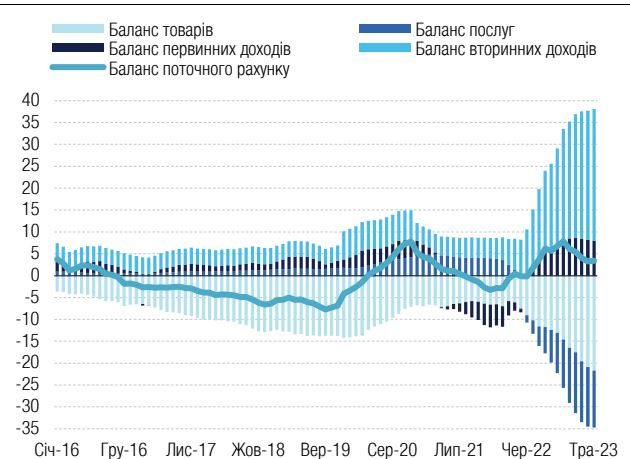
	Тра 2023	Кві 2023	Тра 2022
Поточний рахунок	-21	380	-173
Баланс торгівлі товарами	-2,032	-1,719	-1,209
Баланс торгівлі послугами	-501	-591	-1,132
Первинні доходи	529	679	754
в т.ч. доходи мігрантів	955	952	1,049
Вторинні доходи	1,983	2,011	1,414
в т.ч. бюджетні трансферти	1,435	1,426	774
Фінансовий рахунок*	-1,545	-995	1,751
Зміна торгових кредитів	-131	28	1,838
Зміна готівки поза банками	1,047	1,014	1,089
Чисті кредити уряду	-1,925	-1,575	-937

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

Джерело: НБУ, ICU.

Графік 11. Поточний рахунок платіжного балансу, 12-місячна ковзна, \$ млрд

12-місячний поточний рахунок залишається в профіциті



Джерело: НБУ, ICU.

Державний борг зріс на 1% у травні

Державний борг України зріс на 1% у травні до \$125.6 млрд.

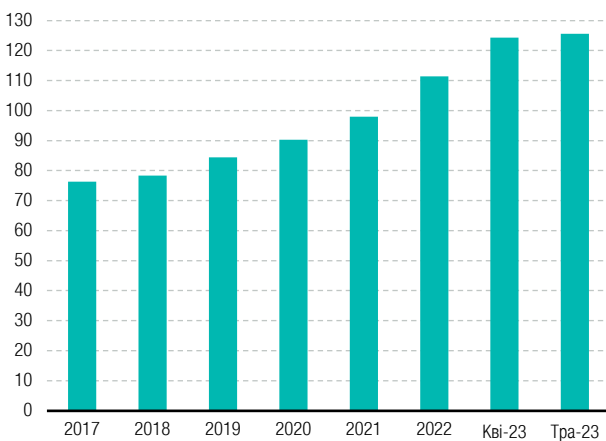
Від початку року приріст боргу становив 12.7%, а від початку повномасштабного вторгнення росії – 34.6%. У травні державний борг зріс переважно через отримання нового траншу кредиту від ЄС розміром 1.5 млрд євро та, меншою мірою, через внутрішні запозичення.

Погляд ICU: Державний борг продовжить стрімко зростати в наступні кілька років завдяки припливам значних обсягів кредитів від іноземних урядів та міжнародних фінансових організацій. Ми очікуємо, що наприкінці року співвідношення боргу до ВВП може сягнути 90% порівняно із 78.5% наприкінці минулого року. Проте таке високе значення боргу не є джерелом проблем із ліквідністю в середньостроковій перспективі, адже рівень рефінансування внутрішнього боргу перевищує 100%, а виплати за зовнішнім боргом наразі мінімальні завдяки успішним реструктуризаціям, що були проведені урядом від початку великої війни.

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

Графік 12. Державний борг, еквівалент \$ млрд

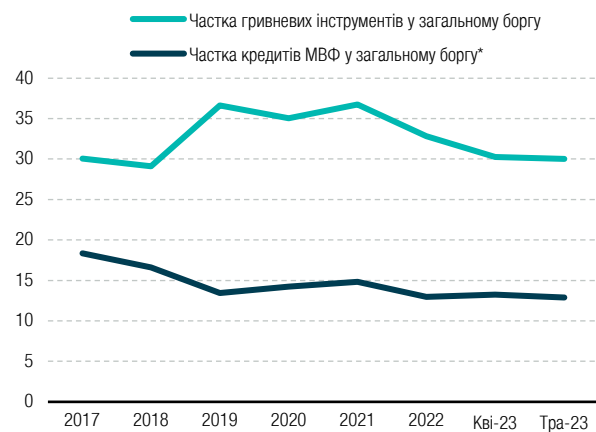
Державний борг зріс на 1% у доларовому еквіваленті в травні



Джерело: МФУ, ICU.

Графік 13. Частка кредитів у гривні та кредитів від МВФ* у державному боргу, %

Частка кредитів у гривні надалі знижується через значні зовнішні запозичення



* включно із СПЗ, 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.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.

