

# Фінансовий тижневик

## Уряд подав проєкт бюджету до парламенту

### Стислий виклад коментарів

#### Огляд міжнародних ринків

##### Ринки поки що не лякає прискорення інфляції в США

Минулого тижня ринки США були здебільшого задоволені даними американської інфляції за серпень, проте розгубили прибутки через негативні новини від техносектору. Водночас європейські ринки вітали пом'якшення риторики ЄЦБ й ознаки прискорення китайської економіки.

#### Ринки державних облігацій

##### Активність зосереджена в довших термінах обігу ОВДП

Перспектива поступового зниження доходностей гривневих інструментів спонукає інвесторів цікавитися облігаціями переважно з тривалим терміном обігу.

##### Єврооблігації незначно подорожчали

Українські єврооблігації продовжили поступово дорожчати минулого тижня, але залишаються ще значно нижче максимуму, досягнутого в серпні.

#### Валютний ринок

##### Осіннє ослаблення гривні триває

Готівковий курс гривні продовжив слабшати минулого тижня, а міжбанківський ринок знову потребував великих інтервенцій НБУ.

#### Макроекономіка

##### Нацбанк очікувано знизив ставку

НБУ знизив облікову ставку на 2.0 п.п, до 20% - відповідно до очікувань.

##### Уряд подав проєкт бюджету на 2024 рік до парламенту

Наприкінці минулого тижня уряд подав проєкт бюджету на 2024 рік на розгляд парламенту. Документ відображає поступову фіскальну консолідацію, проте плани уряду з залучення іноземних кредитів та грантів є достатньо амбітними.

### ПОНЕДІЛОК, 18 ВЕРЕСНЯ 2023

#### Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 15 вересня 2023)

	Останній рівень	Зміна за тиждень	Зміна за рік <sup>1</sup> (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	20.00	-200бр	-500бр
Ставка О/Н <sup>2</sup> (міжбанк)	9.76	+0бр	+0бр
Корражунки банків <sup>3</sup> (млн грн)	154,696	-18.25	+116.51
Деп.сертифікати <sup>4</sup> (млн грн)	532,398	+5.36	+118.03

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 15 вересня 2023<sup>1</sup>)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік <sup>2</sup> (%)
НБУ	690,693	+0.00	+11.48
Банки	568,697	+1.10	+13.07
Резиденти <sup>3</sup>	119,013	-3.51	+80.59
Фіз. особи <sup>4</sup>	46,871	-4.55	+50.32
Нерезиденти <sup>5</sup>	48,880	-0.56	-28.20
<b>Всього</b>	<b>1,476,477</b>	<b>-0.02</b>	<b>+14.64</b>

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 15 вересня 2023)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік <sup>1</sup> (%)
USD/UAH	36.9333	+0.03	+0.30
EUR/USD	1.0657	-0.40	+6.56
Індекс долара <sup>2</sup>	105.322	+0.22	-4.03
Індекс гривні <sup>3</sup>	114.493	+0.11	-0.15

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 18 вересня 2023)

Погашення	Придбання	Продаж
6 місяців	18.00	16.00
12 місяців	20.00	18.00
Два роки	20.50	19.00
Три роки	21.00	19.50
12 місяців (\$)	5.00	4.50
Два роки (\$)	N/A	N/A

Джерело: ICU.

## Огляд міжнародних ринків

### Ринки поки що не лякає прискорення інфляції в США

Минулого тижня ринки США були здебільшого задоволені даними американської інфляції за серпень, проте розгубили прибутки через негативні новини від техносектору. Водночас європейські ринки вітали пом'якшення риторики ЄЦБ й ознаки прискорення китайської економіки.

Індекс споживчих цін у США прискорився в серпні до 3.7% р/р з 3.2% у липні – вище за прогнози 3.6%. Водночас базова складова індексу, яка не враховує зміни цін на продовольство й енергоносії, зросла на 4.3%, відповідно до очікувань. Ріст індексу цін виробників за минулий місяць також перевищив прогнози, прискорившись до 1.6% з 0.8% у липні. Ринки здебільшого проігнорували факти прискорення інфляції, натомість привітавши сповільнення базової компоненти, якій ФРС приділяє більшу увагу при прийнятті рішення щодо ставок. Інвестори укріпилися в очікуваннях, що за результатами вересневого засідання американський центральний банк зробить паузу в підвищенні ставок. Імовірність такого рішення, згідно з ф'ючерсними котируваннями, за тиждень зросла до 92%.

Передчуття близького закінчення циклу підвищення ставок посилилися після засідання ЄЦБ. Європейський регулятор вирішив підвищити ставки, як того й очікувала більшість спостерігачів, на 25 б.п. до 4.00% - найвищого рівня з травня 2001 р. Водночас керівництво ЄЦБ натякнуло, що цього вже може виявитися достатньо для досягнення цільового рівня інфляції. Особливо позитивно це сприйняв європейський ринок – провідний індекс акцій регіону Stoxx 600 за минулий тиждень підріс на 1.6%. Додаткову потужну підтримку ринок отримав від посилення державної підтримки економіки Китаю, який має з ЄС активні торгові стосунки. Народний банк Китаю вчоргове знизив норму обов'язкових резервів для банків, цього разу на 25 б.п. до 7.4%, таким чином вивільнивши додаткову ліквідність в еквіваленті \$74 млрд. До того ж з'явилися ознаки прискорення економічного зростання: роздрібні продажі й промислове виробництво країни прискорилися в серпні значно більше за очікування.

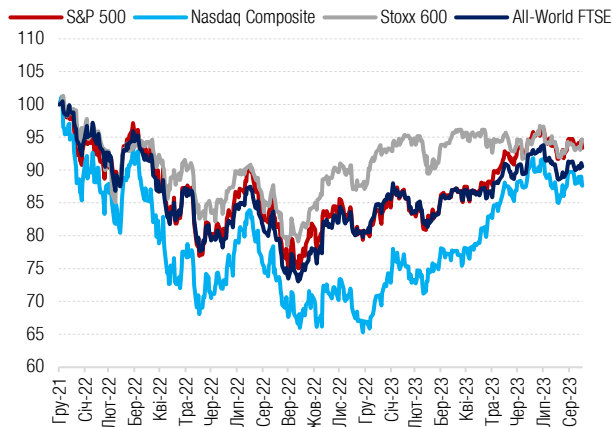
Американські ж фондові індекси за підсумками тижня не змогли втримати позитивну динаміку. У п'ятницю стало відомо, що один із провідних світових постачальників обладнання з виробництва мікросхем тайванська компанія TSMC затримує значну партію поставок, що призвело до падіння цін на акції великих компаній IT-сектору. У результаті індекс S&P 500 знизився за тиждень на 0.2%, а Nasdaq Composite – на 0.4%.

Боргові ринки за традицією песимістичніше оцінили перспективи інфляції в порівнянні з ринками акцій. Дохідності десятирічних казначейських облігацій США зросли на 7 б.п. до 4.33%, а дворічних – на 4 б.п. до 5.01%. Індекс долара США DXY укріпився за тиждень на 0.2% до 105.3. Індекс єврооблігацій країн, що розвиваються, EMBI, просів ще на 0.1%.

Позитивні сигнали від китайської економіки минулого тижня посприяли зростанню переважної більшості цін на сировину. У лідерах зростання другий тиждень поспіль були ціни на коксівне вугілля, дефіцит якого на китайському ринку спричинили збої постачань з Австралії і припинення роботи низки шахт у самому Китаї. Котируванням пшениці допомагали зростати побоювання обмежених постачань із чорноморського регіону через війну, а також з Аргентини й Австралії через посуху. Початок страйків на двох австралійських терміналах скрапленого газу спричинив зростання цін на природний газ у Європі.

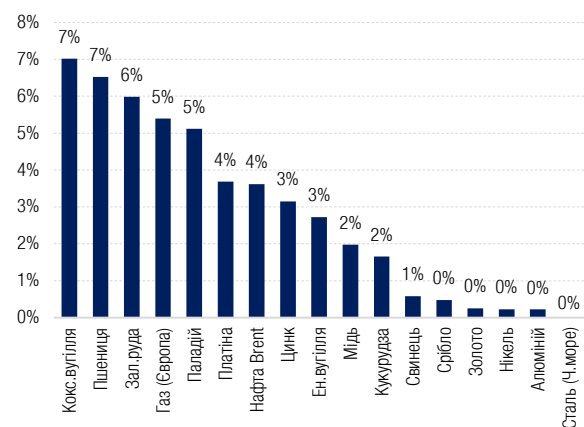
**Погляд ICU: Незважаючи на те що американські інфляційні дані задовольнили ринки, подальший розвиток економічної ситуації в США залишається вкрай невизначеним. Зберігається високий ризик нового прискорення росту споживчих цін. Зокрема, тривале зростання цін на енергоносії врешті може почати впливати й на базову інфляцію. З іншого боку досі існує загроза рецесії, до якої можуть призвести не тільки надзвичайно високі процентні ставки, але й різке скорочення грошового ресурсу, накопиченого домогосподарствами завдяки державному субсидуванню в часи пандемії.**

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



Джерело: Bloomberg, ICU.

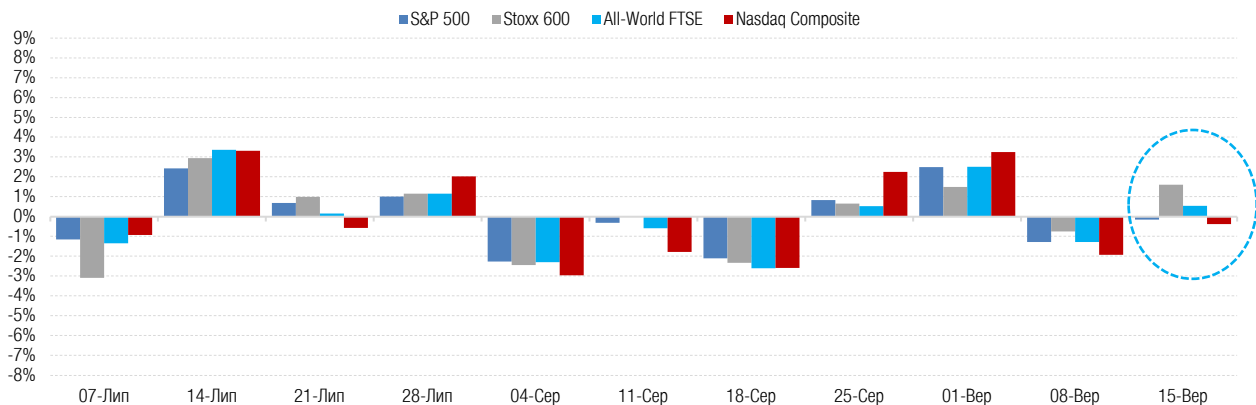
Графік 2. Тижнева динаміка ключових цін на сировину, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 3. Тижнева динаміка фондових індексів у 2ПР23, %

Минулого тижня європейський Stoxx опинився серед лідерів зростання завдяки м'якій риториці ЄЦБ і сильним макроекономічним даним Китаю



Джерело: Bloomberg, ICU.

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

## Ринки державних облігацій

### Активність зосереджена в довших термінах обігу ОВДП

Перспектива поступового зниження дохідностей гривневих інструментів спонукає інвесторів цікавитися облігаціями переважно з тривалим терміном обігу.

Міністерство фінансів уже більше місяця залучає переважну частину гривневих коштів, розміщуючи ОВДП з погашенням у 2025 та 2026 роках, тоді як інструмент із погашенням наступного року отримує постійно найменший попит. Минулого тижня найкоротший із запропонованих випуск облігацій отримав лише 11% від усього попиту, а два тижні тому

не отримав заявок взагалі. Найбільше інвестори цікавилися військовими ОВДП з погашенням улітку 2025 року, але попит і на резервні облигації був чималим. Загалом Мінфін залучив минулого тижня 14.3 млрд грн, із них \$143 млн (5.2 млрд грн) від валютних ОВДП. Військові ОВДП принесли бюджету 4.2 млрд грн, а "резервні" – 4.4 млрд грн. Більше деталей в [огляді аукціону](#).

Загалом торгівля на вторинному ринку зосереджувалася в облигаціях із погашенням у 2025 та 2026 роках – 77% усіх торгів гривневими облигаціями. У трійку лідерів увійшли ОВДП з погашенням у лютому 2025 року, а також військові та "резервні" ОВДП, розміщені на аукціоні – відповідно 17%, 17% та 30% від загального обсягу торгів гривневими ОВДП за тиждень.

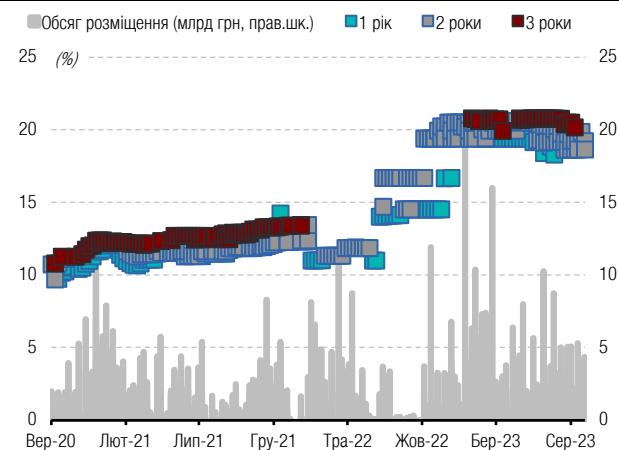
Портфелі гривневих ОВДП змінилися за минулий тиждень несуттєво, окрім портфелів банків, які викупили майже весь обсяг облигацій на первинному аукціоні. Водночас портфель валютних ОВДП значно скоротився після погашення, особливо в небанківських інвесторів-юросіб та фізичних осіб, у яких валютні ОВДП займають чималу частину в портфелях – приблизно 20 та 50% відповідно.

**Погляд ICU: Напередодні чергового перегляду облікової ставки частина інвесторів очікувала, що НБУ може піти на більш радикальне зниження облікової ставки, ніж анонсував у липні. Тому інтерес зосередився переважно на більш тривалих термінах обігу облигацій із доступних на ринку і з погашенням не раніше лютого 2025 року, щоб зафіксувати поточний рівень доходності на якомога більший строк. Міністерство фінансів уже завтра може спробувати знизувати ставки на первинному аукціоні, але зниження навряд чи буде різким.**

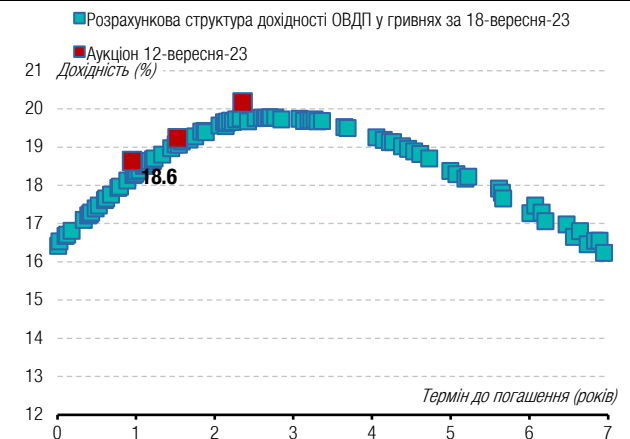
Тарас Котович, м.Київ, (044) 377-7040 дод.724

#### 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)

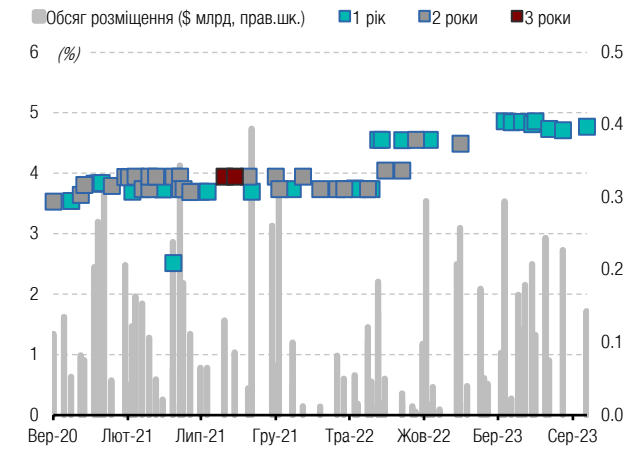


Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну

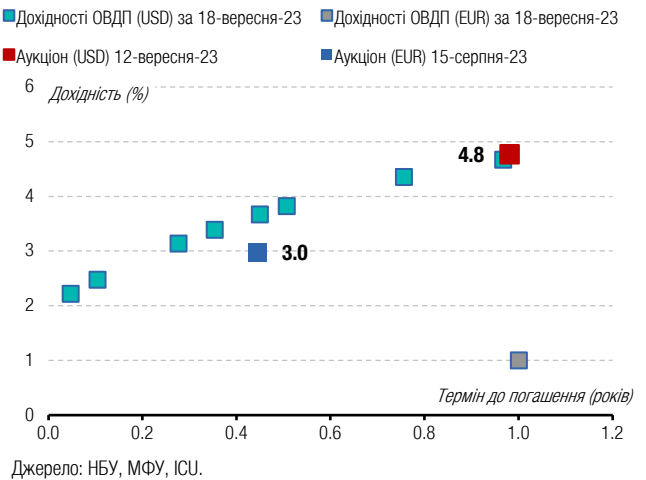


### Графік 5. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



### Єврооблігації незначно подорожчали

Українські єврооблігації продовжили поступово дорожчати минулого тижня, але залишаються ще значно нижче максимуму, досягнутого в серпні.

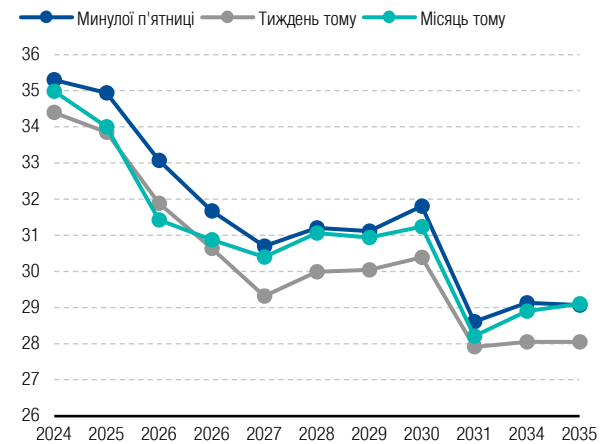
За минулий тиждень єврооблігації подорожчали приблизно на 4%, до 29-35 центів на долар, але залишаються ще приблизно на 3-5% та в середньому на один цент нижче від максимуму літнього ралі. ВВП-варанти подешевшали минулого тижня на 1% і коштували трошки менше 50 центів за долар умовного номіналу.

**Погляд ІСУ:** Сентимент до українських єврооблігацій залишався переважно без змін минулого тижня. Цього тижня інвестори робитимуть власні висновки про реалістичність параметрів державного бюджету на 2024 рік та планів із залучення внутрішнього та зовнішнього фінансування урядом. Тож, імовірно, ціни будуть рухатися залежно від загального сприйняття плану з запозичень. Водночас ключовим ризиком для фінансування наразі є початок нового виборчого циклу у США і можливі затримки із затвердженням допомоги Україні від США.

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

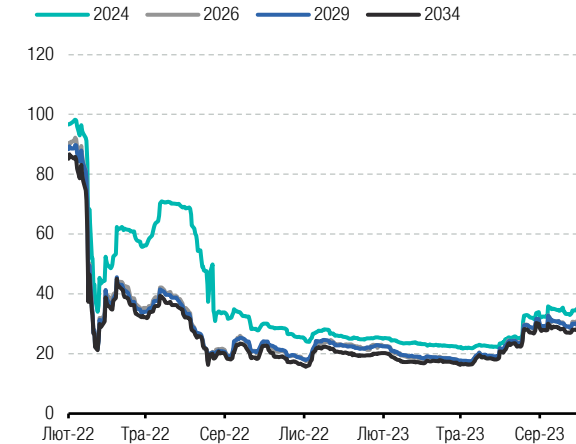
### Графік 6. Ціни українських єврооблігацій

Ціни доларових єврооблігацій (центів за долар номінальної вартості) за попередній робочий день, тиждень та місяць тому



Джерело: Bloomberg, ICU.

Ціни низки єврооблігацій у доларах США з початку лютого 2022 року



Джерело: Bloomberg, ICU.

## Валютний ринок

### Осіньне ослаблення гривні триває

Готівковий курс гривні продовжив слабшати минулого тижня, а міжбанківський ринок знову потребував великих інтервенцій НБУ.

Попит на іноземну валюту на роздрібному ринку знову зріс. Населення купило за чотири робочі дні безготівкової валюти на 21%, а готівкової на 3% більше порівняно з аналогічним періодом попереднього тижня. При цьому обсяги продажу валюти населенням зменшилися загалом на 2%. Відповідно на готівковому ринку курс гривні послабшав приблизно на пів відсотка до 37.6-38.4 грн/\$.

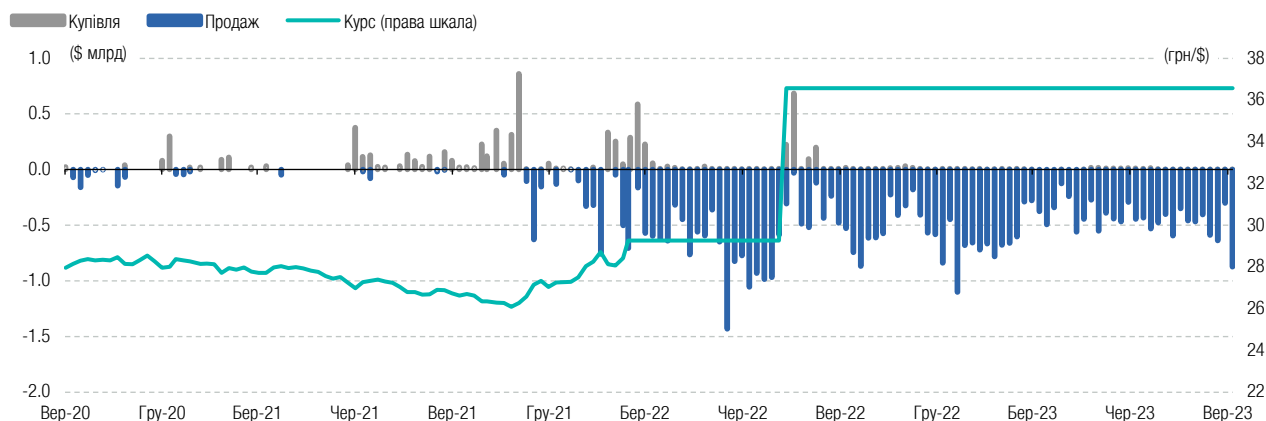
На міжбанківському ринку клієнти банків (юрособи) теж значно збільшили купівлю валюти. За чотири робочі дні вони придбали \$1.3 млрд, що на 32% більше, ніж за аналогічний період попереднього тижня. Водночас вони ще й зменшили продаж валюти на 15%. Унаслідок цього НБУ був змушений продати з резервів \$873 млн валюти через інтервенції, що є найбільшим тижневим обсягом із початку року.

**Погляд ICU:** Очікування переходу до більш гнучкого курсоутворення стало причиною збільшеного попиту на валюту як на готівковому, так і міжбанківському ринках. Серед активних покупців могли бути аграрії, які поступово рухаються до завершення цьогорічного сезону та, схоже, прагнули заздалегідь сформувати запас коштів у валюті для фінансування весняно-польових робіт, поки НБУ не перейшов до гнучкого курсоутворення, а курс гривні не послабшав ще більше.

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

### Нацбанк очікувано знизив ставку

НБУ знизив облікову ставку на 2.0 п.п. до 20% - відповідно до очікувань.

Регулятор утримався від будь-яких суттєвих змін у дизайні монетарної політики - процентна ставка за тримісячними депозитними сертифікатами залишається на рівні облікової, тоді як ставка за сертифікатами овернайт продовжує бути на 400 базових пунктів від неї нижчою.

**Погляд ICU: Незважаючи на інфляцію, яка виявилася нижчою за очікування, НБУ вирішив не знижувати ставку понад свій липневий прогноз. Враховуючи плани поступово послаблювати валютні обмеження, регулятор не буде едаватися до значного пом'якшення монетарної політики, намагаючись зберегти дохідність активів у гривні привабливою.**

*Михайло Демків, м.Київ, (044) 377-7040 дод.723*

### Уряд подав проєкт бюджету на 2024 рік до парламенту

Наприкінці минулого тижня уряд подав проєкт бюджету на 2024 рік на розгляд парламенту. Документ відображає поступову фіскальну консолідацію, проте плани уряду з залучення іноземних кредитів та грантів є достатньо амбітними.

Фіскальний план передбачає, що видатки уряду будуть на високому рівні, близькому до 41% ВВП. Це суттєво вище, ніж 27% у довоєнному 2021 році, проте це суттєве зниження порівняно із рівнем понад 50% у 2022 та 2023 роках. Заплановано, що загальні доходи зростуть на 23% р/р, зокрема податкові надходження на 29%. Очікувані темпи зростання доходів дещо перевищують очікувані темпи зростання номінального ВВП. Податкові та неподаткові доходи бюджету сукупно дадуть змогу профінансувати 53% видатків, що значно краще за показники цього та минулого років. Проєкт бюджету передбачає дефіцит на рівні 1.6 трлн грн, або \$39 млрд із урахуванням урядового прогнозного середньорічного курсу. Це еквівалент близько 20% номінального ВВП, тож дефіцит бюджету очікується значно меншим, ніж у цьому та минулому роках. Дефіцит бюджету має бути практично повністю покритий зовнішнім фінансуванням. Уряд планує 100% рівень рефінансування внутрішніх боргів, тобто фінансування дефіциту бюджету з внутрішнього ринку не планується.



**Погляд ICU: Проєкт бюджету загалом передбачає, що витрати у 2024 році будуть приблизно такими ж, як і поточного року. Таке ж припущення закладається й у частині видатків на оборону та національну безпеку. Очевидно, якщо російська війна проти України суттєво затягнеться, то видатки бюджету, принаймні на оборонний сектор, будуть повторно переглядатися, як це відбувається протягом поточного року. План із залучення \$43 млрд (дефіцит бюджету + погашення валютних боргів) зовнішнього фінансування видається достатньо амбітним, але, якщо джерела фінансування будуть підтвержені, це буде значним позитивним фактором для української економіки. Найпомітніший ризик у частині зовнішнього фондування – це початок виборчого циклу в США та пов’язана з цим затримка з затвердженням позик чи грантів. Фондування від ЄС, найбільш імовірно, надходитиме приблизно в таких же обсягах, як і цього рік – 1.5 млрд євро щомісяця.**

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

**Таблиця 1. Ключові параметри державного бюджету на 2024 рік, млрд грн.**

	2021	2022	2023 (поточна версія)	2023 (очікувані зміни)	2024 (проєкт закону)
Сукупні доходи (без урахування грантів)	1,296	1,306	1,390	1,409	1,740
в т.ч. податки	1,107	950	1,196	1,196	1,538
Видатки	1,491	2,705	3,076	3,393	3,309
Чисте кредитування	5	-3	34	34	31
Дефіцит (до врахування грантів)	-200	-1,396	-1,720	-2,017	-1,600
Сукупні доходи / видатки	87%	48%	45%	42%	53%
Податки / видатки	74%	35%	39%	35%	46%
Сукупні доходи / ВВП*	24%	25%	21%	21%	21%
в т.ч. податки / ВВП*	20%	18%	18%	18%	19%
Видатки / ВВП*	27%	52%	47%	51%	41%
Дефіцит / ВВП*	-4%	-27%	-26%	-31%	-20%

\* дані для 2023 та 2024 років розраховані на основі прогнозу ВВП від ICU

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](http://www.icu.ua)



## АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

### Віталій Вавришук

керівник підрозділу  
макроекономічних досліджень  
[vitaliy.vavryshchuk@icu.ua](mailto:vitaliy.vavryshchuk@icu.ua)

### Тарас Котович

старший фінансовий аналітик,  
державний борг  
[taras.kotovyuch@icu.ua](mailto:taras.kotovyuch@icu.ua)

### Дмитро Дяченко, CFA

фінансовий аналітик  
[dmitriy.dyachenko@icu.ua](mailto:dmitriy.dyachenko@icu.ua)

### Олександр Мартиненко

керівник підрозділу аналізу корпорацій,  
небанківський сектор  
[alexander.martynenko@icu.ua](mailto:alexander.martynenko@icu.ua)

### Михайло Демків

фінансовий аналітик,  
банківський сектор  
[mykhaylo.demkiv@icu.ua](mailto: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](mailto:research@icu.ua).

