

# Фінансовий тижневик

## Поточний рахунок різко погіршився у серпні

### Стислий виклад коментарів

ПОНЕДІЛОК, 2 ЖОВТНЯ 2023

### Огляд міжнародних ринків

#### Ринки досі пригнічені через очікування тривалих високих ставок

Минулого тижня ринки продовжили погіршувати свої оцінки майбутніх ставок ФРС, очікуючи тепер на їхнє повільніше зниження. Це призвело до чергового зростання дохідностей облигацій на світових ринках. Вищі дохідності, вищі ціни на нафту і загроза зупинки роботи уряду США також тиснули на ринки акцій.

### Ринки державних облигацій

#### Рефінансування погашень триває

Запозичення, що були здійснені за 9м23, загалом перевищили всі погашення, що мають відбутися у 2023 році.

#### Невизначеність із допомогою від США тисне на єврооблігації

Українські єврооблігації продовжили дешевшати минулого тижня зі ще більшим розширенням діапазону цін для різних термінів обігу.

### Валютний ринок

#### Нервовість на валютному ринку зменшилася

Ситуація на валютному ринку стала трошки спокійнішою порівняно з попередніми тижнями, а готівковий курс гривні продовжив посилюватися.

### Макроекономіка

#### Поточний рахунок різко погіршився у серпні

Баланс поточного рахунку різко погіршився в серпні і став дефіцитним на рівні \$2.2 млрд через розширення дефіциту зовнішньої торгівлі товарами та затримку із надходженням грантів від США.

#### Державний борг підвищився на 0.8% у серпні

Державний борг України зріс у серпні на 0.8% до \$134 млрд.

### Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 29 вересня 2023)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік <sup>1</sup> (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	20.00	+0bp	-500bp
Ставка О/Н <sup>2</sup> (міжбанк)	9.76	+0bp	+0bp
Корражунки банків <sup>3</sup> (млн грн)	200,505	-14.98	+144.07
Деп.сертифікати <sup>4</sup> (млн грн)	507,668	+11.07	+110.04

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 29 вересня 2023<sup>1</sup>)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік <sup>2</sup> (%)
НБУ	690,693	+0.00	+11.48
Банки	572,895	-0.24	+14.46
Резиденти <sup>3</sup>	118,754	-1.88	+74.55
Фіз.особи <sup>4</sup>	48,319	-1.29	+52.25
Нерезиденти <sup>5</sup>	47,217	-3.10	-30.65
<b>Всього</b>	<b>1,479,375</b>	<b>-0.45</b>	<b>+14.77</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 29 вересня 2023)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік <sup>1</sup> (%)
USD/UAH	36.9340	-0.04	+0.00
EUR/USD	1.0573	-0.75	+7.72
Індекс долара <sup>2</sup>	106.174	+0.56	-5.42
Індекс гривні <sup>3</sup>	115.024	+0.46	-0.92

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 2 жовтня 2023)

Погашення	Придбання	Продаж
6 місяців	18.00	16.00
12 місяців	19.50	18.00
Два роки	20.00	18.75
Три роки	20.25	19.25
12 місяців (\$)	5.00	4.50
Два роки (\$)	N/A	N/A

Джерело: ICU.

## Огляд міжнародних ринків

### Ринки досі пригнічені через очікування тривалих високих ставок

Минулого тижня ринки продовжили погіршувати свої оцінки майбутніх ставок ФРС, очікуючи тепер на їхнє повільніше зниження. Це призвело до чергового зростання дохідностей облігацій на світових ринках. Вищі дохідності, вищі ціни на нафту і загроза зупинки роботи уряду США також тиснули на ринки акцій.

Головним фактором погіршення очікувань по ставках залишався перегляд їхніх прогнозів самою ФРС за результатами чергового засідання наприкінці вересня. Минулого тижня високопосадовці американського центрального банку продовжили у своїх публічних коментарях говорити про необхідність збереження високих ставок для досягнення повного контролю над інфляцією. Додатковим фактором зростання дохідностей облігацій у розвинених країнах стали очікування жорсткішої монетарної політики в Японії.

Ринкові настрої також пригнічувала загроза призупинення роботи федерального уряду США через незгоду двох головних партій щодо видаткових статей федерального бюджету. Таке призупинення призвело б до різкого скорочення державних витрат і в разі великої тривалості могло завдати суттєвої шкоди економіці. У минулі вихідні Конгрес так затвердив тимчасовий бюджет, що дозволяє уникнути зупинки роботи уряду. Утім, у ході узгодження законопроекту з нього було вилучене положення про додаткове фінансування підтримки України. Страхи економічної нестабільності США також підживлювались масштабним страйком профспілки автобудівників на підприємствах General Motors, Ford і Chrysler.

Зі США та Європи надходили нові сигнали про подальше сповільнення інфляції, проте вони не дали ринкам суттєвого полегшення. Дані персональних споживчих витрат (PCE) у США за серпень показали, що інфляційний тиск залишається високим. Ціновий індекс PCE зріс за минулий місяць на 3.5% р/р (консенсус-прогноз 3.5%) після 3.4% у липні. Водночас попередні дані індексу споживчих цін Єврозони за вересень показали більше за очікування уповільнення інфляції – до 4.3% р/р з 5.2% у серпні. Це підтримує наміри ЄЦБ призупинити подальше підвищення ставок.

Відновилися страхи кризи в секторі нерухомості й більшого сповільнення економіки в Китаї після того, як девелоперська компанія Evergrande не здійснила вчасні виплати за облігаціями та скасувала зустрічі з кредиторами.

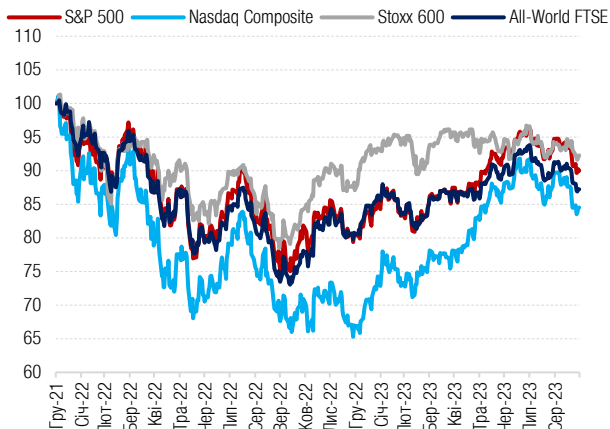
За підсумками тижня індекс S&P 500 просів на 0.7%, а Nasdaq Composite залишився майже незмінним, додавши 0.1%. Європейський Stoxx 600 знизився на 0.7%, а глобальний All-World FTSE впав на 1.0%. Дохідності десятирічних казначейських облігацій США зросли на 14 б.п. до 4.57%, дворічних – знизились на 7 б.п. до 5.04%. Індекс долара США DXY укріпився за тиждень на 0.6% до 106.2. Індекс єврооблігацій країн, що розвиваються, EMBI, впав на 1.3%.

Більша чутливість до ризиків також негативно вплинула на ринки сировини, де ціни минулого тижня переважно знизились. Утім, ціни на один із ключових сировинних товарів, нафту, і надалі підтримувалися обмеженою пропозицією від Саудівської Аравії та РФ і зросли за тиждень ще на 2%. З червня цього року ціни на нафту зросли вже на 28%, що значно підсилило страхи нового прискорення інфляції і триваліших високих ставок.

**Погляд ICU: Висока невизначеність подальшого напрямку руху глобальної економіки зберігається. Стрімке зростання дохідностей облігацій спричиняє**

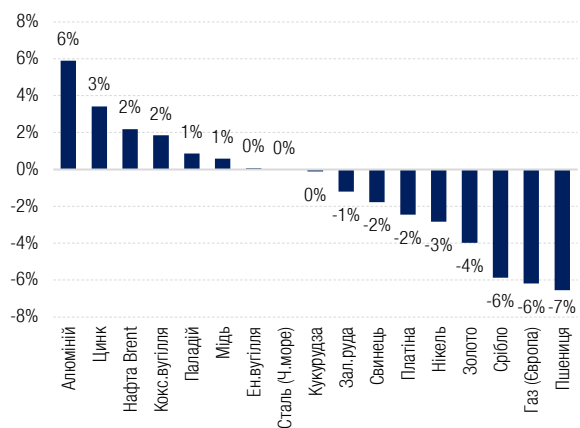
ще більше погіршення фінансових умов на додаток до високих ставок центральних банків у США та Європі. У разі значного економічного сповільнення центральні банки змушені вже будуть переглядати свої прогнози ставок у бік зменшення. Утім, це може ще більше знервувати ринки, які в цьому випадку побачать вищу загрозу рецесії. Водночас поточні котирування на ринках акцій досі базуються на припущеннях дуже м'якого економічного сценарію, що може виявитися занадто оптимістичним.

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



Джерело: Bloomberg, ICU.

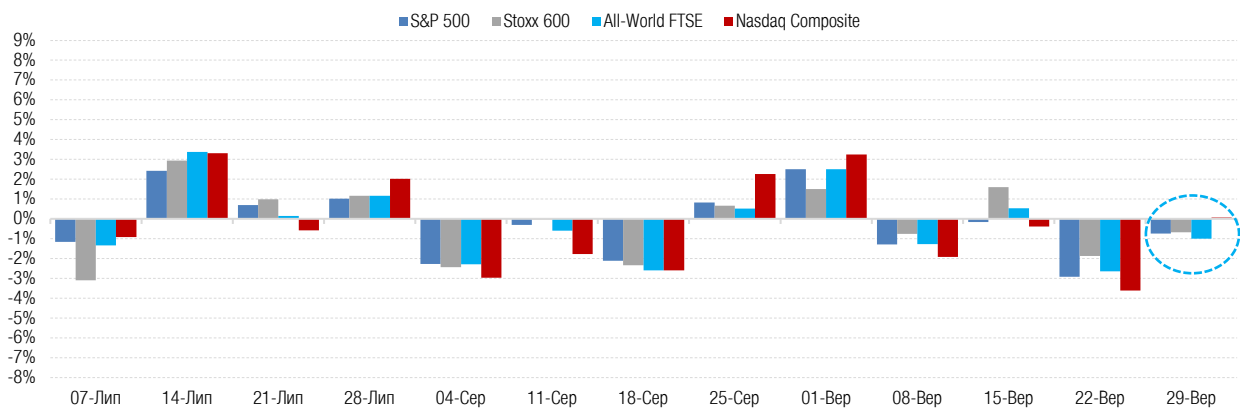
Графік 2. Тижнева динаміка ключових цін на сировину, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

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

Минулого тижня провідні індекси акцій продовжили зниження через погіршення оцінок майбутніх ставок центральних банків



Джерело: Bloomberg, ICU.

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

## Ринки державних облігацій

### Рефінансування погашень триває

Запозичення, що були здійснені за 9м23, загалом перевищили всі погашення, що мають відбутися у 2023 році.

Обсяг внутрішніх запозичень, здійснених за 9м23, досягнув 388.2 млрд грн, що на 22.4 млрд грн більше, ніж усі цьогорічні погашення внутрішнього боргу (здійснені за 9м23 та заплановані на 4кв23) у всіх валютах. Водночас у розрізі валют ситуація дещо відрізняється.

Загальний обсяг гривневих запозичень, здійснених з початку року, досягнув достатнього рівня, щоб забезпечити всі цьогорічні гривневі погашення, ще в серпні. За підсумками 9м23 рівень рефінансування гривневих погашень становить 142%.

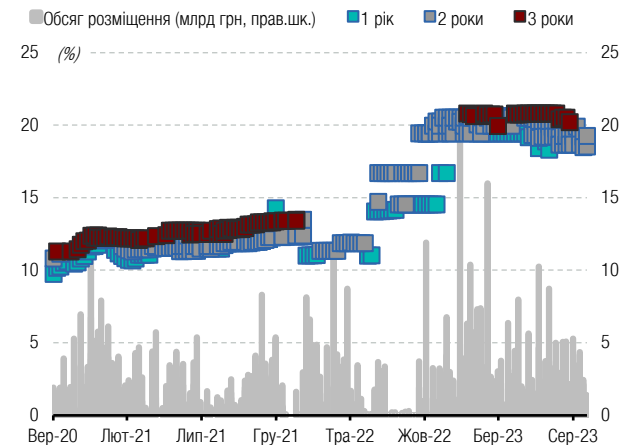
За валютним боргом рівень рефінансування є достатнім. За позиками в євро запозичення за 9м23 на 22% більші за здійснені погашення (до кінця року більше погашень у євро не буде), а за позиками в доларах США – на 3%. Однак для збереження 100% рефінансування погашень у доларах США Мінфіну необхідно до кінця року залучити ще не менше \$788 млн.

**Погляд ICU:** Попри те що Міністерство фінансів вже фактично позичило більше, ніж має здійснити погашень за весь рік, активні запозичення продовжуються – міністерству й надалі вдається рефінансувати поточні виплати в гривні та залучати додаткові ресурси для фінансування дефіциту бюджету. Проте в жовтні зусилля будуть у першу чергу спрямовані на рефінансування \$700 млн, що погашаються протягом місяця. Надалі ще \$161 млн погашень відбудеться в грудні. Тож Мінфін планує в 4кв23 року продовжити щотижневі аукціони з пропозицією гривневих облігацій із терміном обігу від одного до трьох років, а також у жовтні та грудні розміщувати валютні ОВДП у доларах США. Поточний графік на 4кв23 може бути доповнено ще й розміщеннями ОВДП у євро, оскільки в січні необхідно погасити внутрішній борг на 251 млн євро та \$80 млн.

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.

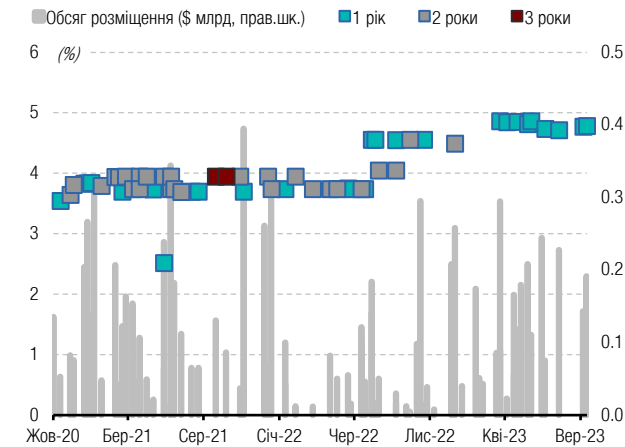
Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

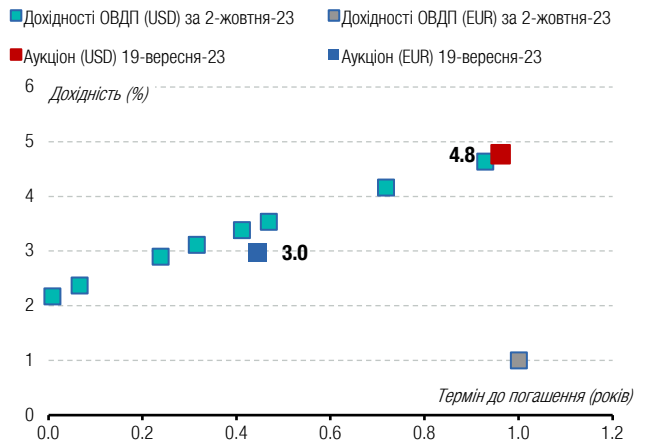
### Графік 5. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ІСУ.

Розрахункова крива доходності ОВДП по даним НБУ проти результатів аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ІСУ.

### Невизначеність із допомогою від США тисне на єврооблігації

Українські єврооблігації продовжили дешевшати минулого тижня зі ще більшим розширенням діапазону цін для різних термінів обігу.

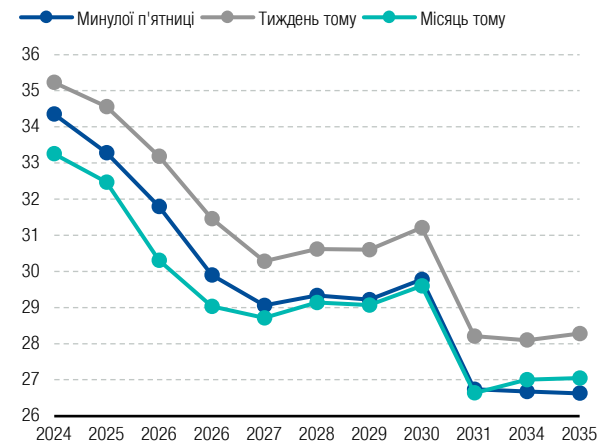
Ціни українських єврооблігацій знизилися за минулий тиждень у середньому на 4%, хоча знову випуск із погашенням наступного року дешевшав найменше, на 2%, а єврооблігації з погашенням у 2035 році – найбільше, майже на 6%. Діапазон цін для різних термінів обігу єврооблігацій розширився до понад 13%. Тож наприкінці тижня єврооблігації котирувалися в діапазоні 26-34 центів за долар. ВВП-варанти також подешевшали на понад 6% до менше ніж 46 центів за долар умовного номіналу.

**Погляд ІСУ:** Загалом минулого тижня сентимент до ринків, що розвиваються, був переважно негативним, індекс EMBI знизився на 1.3%. Для України ключову роль відіграла напруга з затвердженням бюджету США. У суботу Конгрес затвердив тимчасовий бюджет на 45 днів, який не передбачає додаткової фінансової підтримки для України на цей період. Тривала відсутність фінансової допомоги від США може значно погіршити оцінки макроекономічних ризиків для України, зокрема здатності уряду фінансувати дефіцит бюджету. Тож у наступні тижні інвестори будуть оцінювати шанси на розблокування Конгресом США допомоги Україні. У таких умовах варто очікувати підвищеної волатильності вартості українських єврооблігацій.

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

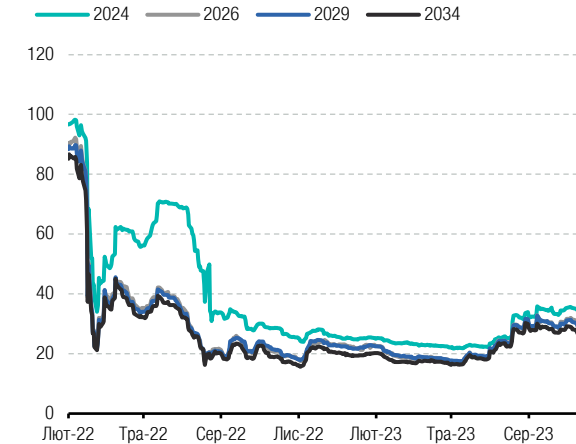
### Графік 6. Ціни українських єврооблігацій

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

### Нервовість на валютному ринку зменшилася

Ситуація на валютному ринку стала трошки спокійнішою порівняно з попередніми тижнями, а готівковий курс гривні продовжив посилюватися.

На міжбанківському ринку обсяги купівлі та продажу валюти за підсумками чотирьох робочих днів зменшилися, як і дисбаланс між ними. Клієнти банків (юрособи) купили валюти на 36% більше, ніж продали, що значно менше, ніж за аналогічний період попереднього тижня, коли таке перевищення сягало 64%. Відповідно НБУ значно зменшив обсяг інтервенцій із продажу валюти, на 25% до \$617 млн. Це все ще значно вище, ніж середньотижневі, показники від початку року.

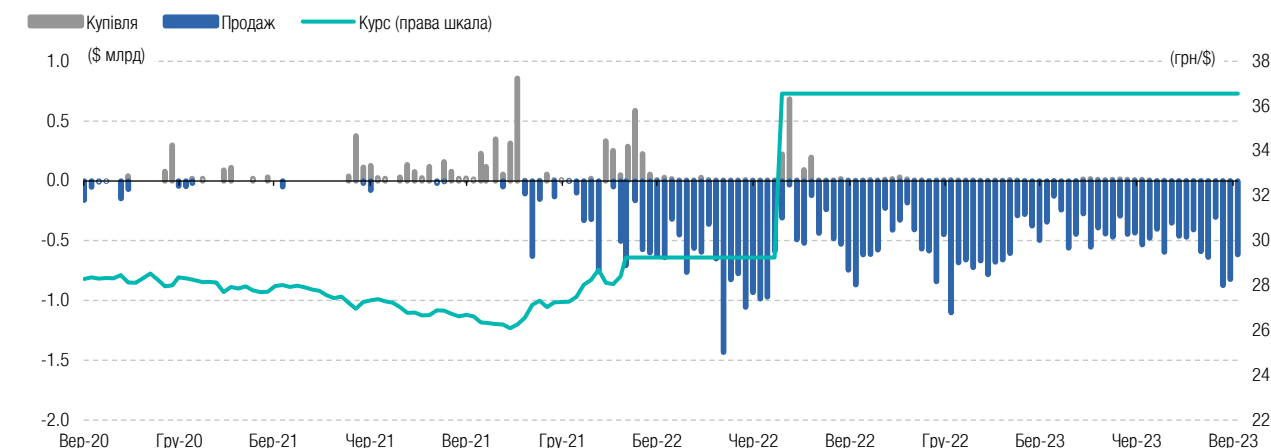
Водночас на готівковому ринку купівля валюти населенням другий тиждень поспіль перевищила продаж на понад 30% за підсумками чотирьох робочих днів. Але обсяги купівлі та продажу валюти майже не змінилися. У підсумку за тиждень курс гривні в системно важливих банках посилювався на приблизно 0.4%, або на 14 копійок, до 37.3-38.1 грн/\$.

**Погляд ICU: Неспокій на валютному ринку зменшився минулого тижня. На міжбанківському ринку клієнти (юрособи) купували значно менше валюти, ніж у попередній тиждень, що сприяло зменшенню інтервенцій НБУ. Наступні кілька тижнів ринок пристосовуватиметься до режиму гнучкого курсу, до якого НБУ переходить завтра. Тимчасово можливе зростання волатильності готівкового курсу, збільшення попиту на міжбанківському ринку та, відповідно, інтервенцій НБУ.**

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 різко погіршився у серпні

Баланс поточного рахунку різко погіршився в серпні і став дефіцитним на рівні \$2.2 млрд через розширення дефіциту зовнішньої торгівлі товарами та затримку із надходженням грантів від США.

Місячний дефіцит зовнішньої торгівлі товарами сягнув найбільшого значення від початку повномасштабної війни - \$3.0 млрд, у той час як дефіцит торгівлі послугами був майже незмінним порівняно із кількома попередніми місяцями. Водночас найважливішим чинником погіршення показників поточного рахунку стала відсутність грантових надходжень від США (що реєструються за статтею вторинних доходів). Із урахуванням негативних показників серпня баланс поточного рахунку за останні дванадцять місяців став від'ємним уперше з червня 2022 року.

Чисті припливи за фінансовим рахунком залишалися позитивними завдяки кредитам, які уряд отримав від країн-союзників. Проте обсяги нових кредитів та чисті припливи капіталу через фінансовий рахунок були значно меншими, ніж у попередніх місяцях. Сукупний баланс поточного та фінансового рахунків виявився від'ємним, що призвело до зниження в серпні резервів НБУ на 3.2% до \$40.4 млрд.

**Погляд ICU:** Тривале розширення дефіциту зовнішньої торгівлі товарами – це вкрай негативний сигнал попри те, що цей тренд є цілком очікуваним. Експорт товарів із України продовжує стагнувати через проблеми з логістикою, тоді як імпорт продовжує стійко зростати через високий внутрішній попит. Перерви з надходженням фондування від США також мають вкрай негативний вплив на показники платіжного балансу. Україна отримала грант від США у вересні, проте ризики для подальших регулярних надходжень значно зросли через труднощі бюджетного процесу в США. Подальші затримки з надходженням грантів від США обумовляють необхідність значного перегляду в сторону погіршення прогнозів дефіциту поточного рахунку (наразі наш прогноз – 2.7% ВВП) та резервів НБУ наприкінці 2023 року (наразі наш прогноз - \$44 млрд).

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

**Графік 8. Ключові складові платіжного балансу, \$ млн**

Баланс поточного рахунку різко погіршився в серпні

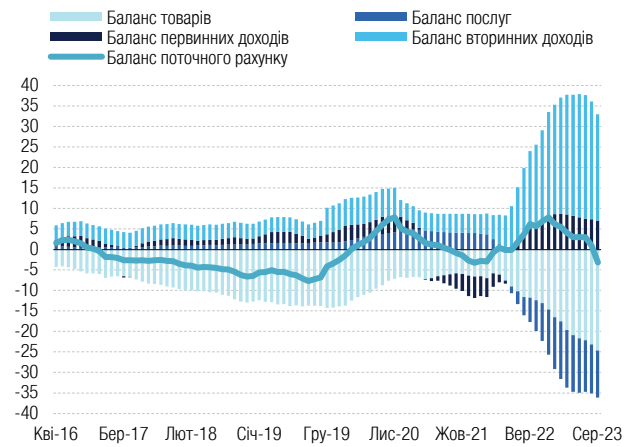
	Сер 2023	Лип 2023	Сер 2022
<b>Поточний рахунок</b>	<b>-2,159</b>	<b>-660</b>	<b>1,948</b>
Баланс торгівлі товарами	-3,028	-2,972	-1,546
Баланс торгівлі послугами	-608	-610	-1,124
Первинні доходи	468	753	789
в т.ч. доходи мігрантів	988	976	1,064
Вторинні доходи	1,009	2,169	3,829
в т.ч. бюджетні трансферти	220	1,475	3,082
<b>Фінансовий рахунок*</b>	<b>-988</b>	<b>-3,226</b>	<b>-1,272</b>
Зміна торгових кредитів	178	-445	605
Зміна готівки поза банками	661	565	771
Чисті кредити уряду	-1,537	-3,119	-1,558

\* 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 поточний рахунок став від'ємним після року профіциту



Джерело: НБУ, ICU.

**Державний борг підвищився на 0.8% у серпні**

Державний борг України зріс у серпні на 0.8% до \$134 млрд.

Борг зріс на 20% за 8м23 та на 40% від початку повномасштабної війни. У серпні приріст боргу переважно був обумовлений кредитом від ЄС обсягом 1.5 млрд. євро, інші запозичення були значно меншими. Також протягом місяця Україна повернула близько \$0.5 млрд раніше залучених позик МВФ та Світовому банку.

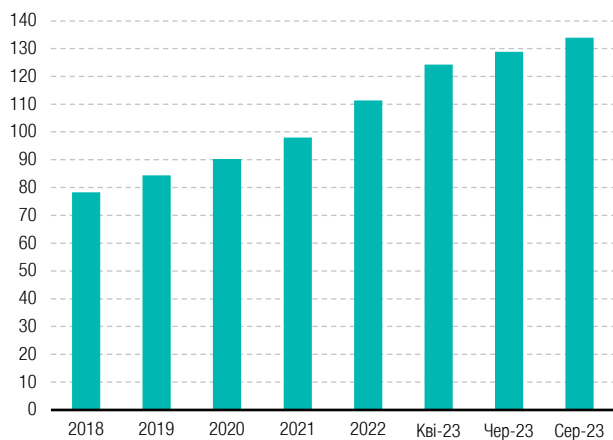
**Погляд ICU: З урахуванням даних за 8м23 ми очікуємо, що співвідношення державного боргу до ВВП наприкінці року буде в діапазоні 80-85%. Це дещо краще, ніж наші попередні оцінки. Це співвідношення й надалі зростатиме принаймні протягом наступних трьох років, адже уряд напевно чи зможе значно скоротити дефіцит бюджету в цей період. Проте, за нашими оцінками, зберігаються хороші шанси на те, що пікове співвідношення боргу до ВВП у наступні кілька років не перевищить 100%.**

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



Графік 10. Державний борг, еквівалент \$ млрд

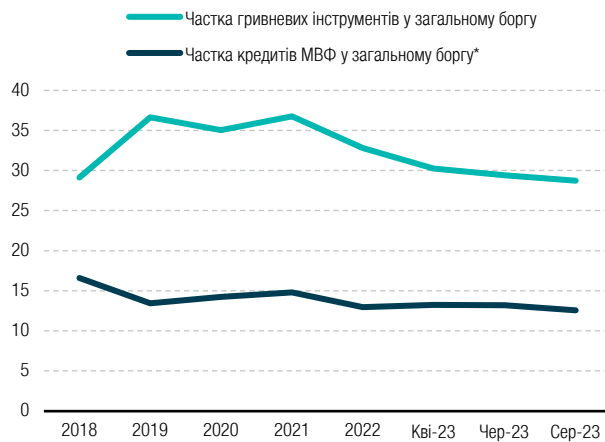
Державний борг зріс на 0.8% у доларовому еквіваленті в серпні



Джерело: МФУ, ІСУ.

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

Частка кредитів у гривні надалі знижується



\* включно із СПЗ, отриманими від МВФ

Джерело: МФУ, ІСУ.

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 Ваврищук

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).

