



Фокус
Україна

Сегменти
Світові ринки,
державні облігації,
валютний ринок,
макроекономіка

Аналітики
Віталій Ваврищук
Олександр Мартиненко
Тарас Котович

Фінансовий тижневик

НБУ стримав укріплення гривні

Стислий виклад коментарів

ПОНЕДІЛОК, 5 ЛЮТОГО 2024

Огляд міжнародних ринків

Гарні прибутки компаній і стійка економіка підтримують позитивні настрої

Успішні фінансові результати компаній і сильні економічні дані допомогли ринкам продовжити ралі минулого тижня, незважаючи на ще меншу ймовірність близького зниження ставок.

Ринки державних облігацій

Погашення у січні рефінансовані, але в розрізі валют значні відмінності

Міністерство фінансів сукупно рефінансувало здійснені в січні погашення, але в євро рефінансування було неповним.

Рішення ЄС не допомогло єврооблігаціям

Ціни українських єврооблігацій знизилися минулого тижня попри затвердження ЄС програми фінансування на 50 млрд євро.

Валютний ринок

НБУ стримав укріплення гривні

Національний банк зменшив тижневі інтервенції до десятимісячного мінімуму, чим стримав укріплення гривні.

Макроекономіка

Зовнішні кредити компенсували дефіцит поточного рахунку у 2023 році

Дефіцит поточного рахунку сягнув \$9.8 млрд (5.4-5.6% ВВП) у 2023 році через збільшення дефіциту торгівлі товарами та падіння грантової допомоги від США.

Державний борг зріс на 30% у 2023 році

Державний борг України зріс на 3.2% у грудні та на 30% протягом 2023 року до \$145 млрд.

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 2 лютого 2024)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	15.00	+0bp	-1,000bp
Ставка О/Н ² (міжбанк)	15.00	+0bp	-800bp
Корраунки банків ³ (млн грн)	227,093	-5.9	+62.8
Деп. сертифікати ⁴ (млн грн)	553,956	+0.1	+60.7

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 2 лютого 2024¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	687,490	+0.0	-1.7
Банки	661,623	-0.1	+28.2
Резиденти ³	146,791	+0.9	+31.2
Фіз. особи ⁴	58,088	+1.5	+76.8
Нерезиденти ⁵	43,807	-0.5	-31.4
Всього	1,599,914	+0.1	+12.2

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 2 лютого 2024)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	37.5273	-0.8	+2.0
EUR/USD	1.0788	-0.6	-1.1
Індекс долара ²	103.922	+0.5	+2.1

Нотатки: [1] зміна за останні 12 місяців; [2] індекс долара США (DXY).

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Середньоринкові котирування ОВДП (за 5 лютого 2024)

Погашення	Придбання (%)	Продаж (%)
6 місяців	17.00	15.00
12 місяців	18.00	17.00
Два роки	19.25	18.25
Три роки	20.00	19.00
12 місяців (\$)	5.00	4.50
Два роки (\$)	N/A	N/A

Джерело: ICU.

Огляд міжнародних ринків

Гарні прибутки компаній і стійка економіка підтримують позитивні настрої

Успішні фінансові результати компаній і сильні економічні дані допомогли ринкам продовжити ралі минулого тижня, незважаючи на ще меншу ймовірність близького зниження ставок.

Минулого тижня ФРС, як і очіувалось, за результатами чергового засідання залишила ставки незмінними на рівні 5.25-5.50%. Голова центрального банку Джером Пауелл у своєму виступі висловив оптимізм щодо перспектив уповільнення інфляції, втім поставив під сумнів можливість зниження ставок на березневому засіданні. Він також зазначив, що ФРС потребує більше свідчень нижчої інфляції для того, щоби розпочати цикл зниження ставок.

Дані з ринку зайнятості США остаточно поховали надії на зниження ставок ФРС у березні. Протягом тижня сигнали були змішаними, оскільки звіти показали як зростання кількості вакансій у грудні, так і зростання заяв на допомогу з безробіття за попередній тиждень. Утім, ключовий звіт про зайнятість від Міністерства праці, оприлюднений у п'ятницю, засвідчив нижчий за очікування рівень безробіття (3.7%) і вдвічі вищу за прогноз кількість новостворених робочих місць у січні. У результаті ймовірність зниження ставок на березневому засіданні ФРС, яка закладена у ф'ючерських котированнях, знизилася наприкінці тижня до 20% у порівнянні з 70% місяць тому.

Утім, пригнічені настрої виявились дуже швидкоплинними. Натомість ринки зосередились на позитиві від нових свідчень стійкості економіки й сильних квартальних звітах компаній. Потужним рушієм для американського ринку акцій стало оприлюднення фінансових результатів провідних компаній сектору високих технологій. Акції Meta Platforms злетіли в п'ятницю на 20% на кращих за очікування планах з продажів і оголошенні перших в історії компанії дивідендів. Інвестори також вітали сильні фінансові результати компанії Amazon. Успіх компаній сектору не був суцільним: звіти Alphabet, Microsoft і Apple розчарували інвесторів. Однак у тижневому підсумку S&P 500 і Nasdaq Composite зросли на 1.1% і 0.9% відповідно.

Сильні корпоративні фінансові звіти також підтримували європейські ринки. До того ж ВВП Єврозони показав нульове зростання у 4кв23, що дало регіону змогу уникнути прогнозованої ринками технічної рецесії і підбадьорило інвесторів. Утім, цей позитив зійшов нанівець через гірші очікування щодо ставок – тож за підсумками тижня ключовий європейський індекс акцій Stoxx 600 майже не змінився.

Боргові ринки з одного боку перебували під тиском погіршення прогнозів ставок, а з іншого – посилили очікування збільшення підтримки ФРС ліквідності американських банків після новин про скрутний фінансовий стан регіонального банку New York Community. У результаті дохідності дворічних казначейських облігацій США за тиждень майже не змінилися (4.36%), а десятирічних навіть упали на 12 б.п. до 4.02%. Індекс вартості єврооблігацій країн, що розвиваються, EMBI, підріс за тиждень на 0.3%. Індекс долара США DXY за підсумками тижня укріпився на 0.5% до 103.9.

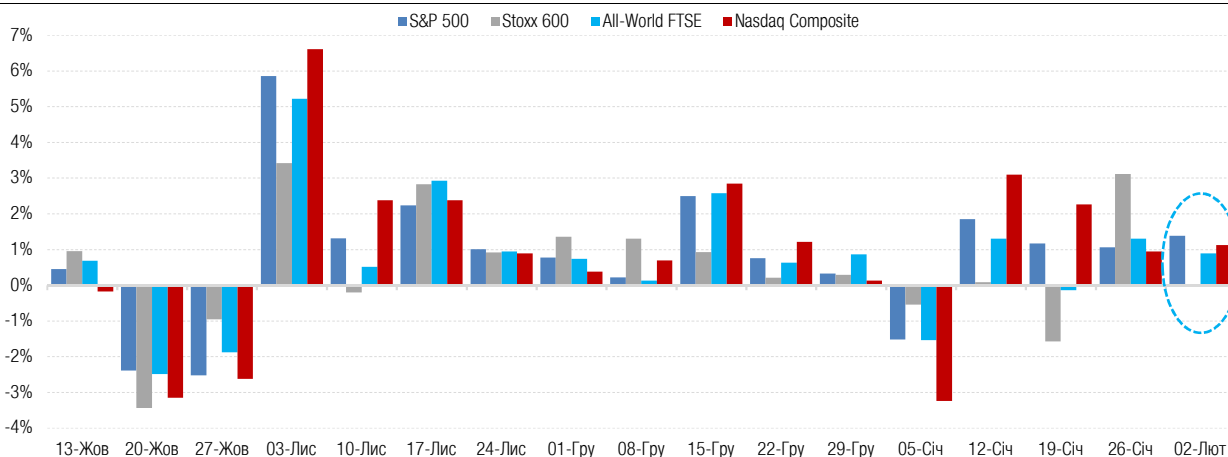
Водночас відновилось погіршення настроїв на азійських ринках. Дані ділової активності показали, що китайська економіка поки що не в змозі відновити минуле жваве зростання, і спричинили нову хвилю розпродажів акцій і тижневе падіння регіональних фондових індексів на 3-5%. Від цього також постраждали й глобальні сировинні ринки, де за тиждень упали ціни на переважну більшість товарних позицій.

Серед лідерів падіння опинились і ціни на нафту (-7%) завдяки чуткам про можливе перемир'я між Ізраїлем та Хамас.

Погляд ICU: Ралі на ринку акцій США продовжує забезпечуватись переважно попитом інвесторів на акції великих компаній сектору високих технологій. У 2023р. сумарна ринкова капіталізація так званої «Чудової сімки» компаній з цього сектору, до якої входять Apple, Meta Platforms, Nvidia, Amazon, Alphabet, Microsoft і Tesla, зросла на 80%, тоді як рівнозважена капіталізація індексу S&P 500 – лише на 3%. У результаті відношення капіталізації «Чудової сімки» до її сумарних прибутків зараз складає 48х, що більше ніж удвічі перевищує аналогічний показник рівнозваженого S&P 500. Це змушує все більше спостерігачів вважати «Чудову сімку» занадто переоціненою, незважаючи на безумовне лідерство в зростанні прибутків. З іншого боку, багато інвесторів досі готові переплачувати за акції техногігантів, хоча потенціал подальшого зростання їхніх прибутків є вкрай не визначеним.

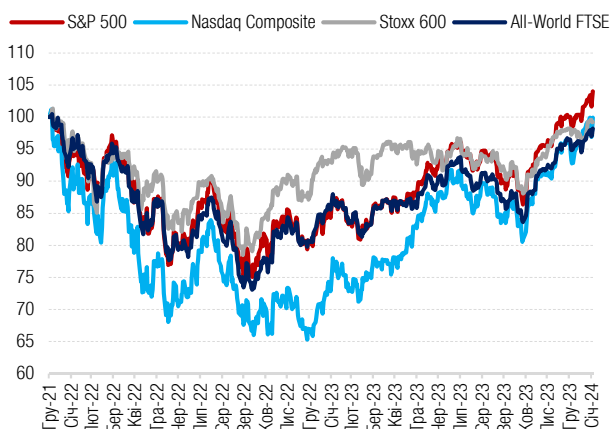
Графік 1. Тижнева динаміка фондових індексів у 4кв23 і 1кв24, %

Індекс S&P 500 зростає четвертий тиждень поспіль на сильних економічних даних і вдалих фінансових результатах корпорацій



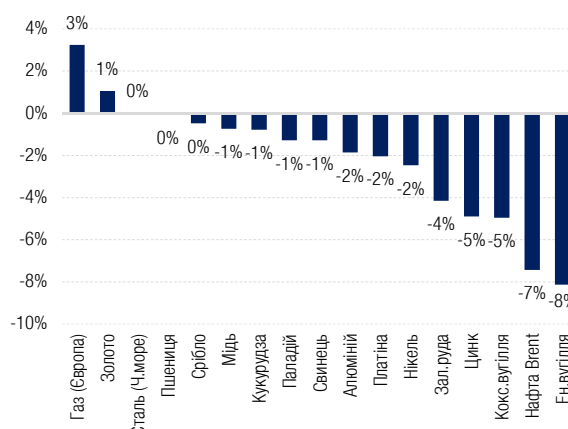
Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 2. Ключові світові фондові індекси, 1/1/22=100



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 3. Тижнева динаміка ключових цін на сировину, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

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

Ринки державних облігацій

Погашення у січні рефінансовані, але в розрізі валют значні відмінності

Міністерство фінансів сукупно рефінансувало здійснені в січні погашення, але в євро рефінансування було неповним.

Минулого тижня Міністерство фінансів залучило майже 1.6 млрд грн, розмістивши вперше цього року виключно гривневі інструменти. Водночас погашень минулого тижня не відбувалося.

Загалом за січень Міністерство залучило 32 млрд грн у всіх валютах, що удвічі перевищує обсяги здійснених погашень. За гривневим боргом рефінансування перевищило 180%, рефінансування погашень у доларах США склало майже 119%, але погашення в євро були рефінансовані лише на 92%.

Частка торгів валютними облігаціями на вторинному ринку у січні зросла до 20%. Серед гривневих облігацій найбільше торгувалися військові ОВДП з погашенням у жовтні наступного року та дворічні резервні ОВДП (18% та 29% торгів гривневими облігаціями), а серед валютних – облігації в доларах США з погашенням наприкінці цього місяця – 34% торгів валютними облігаціями.

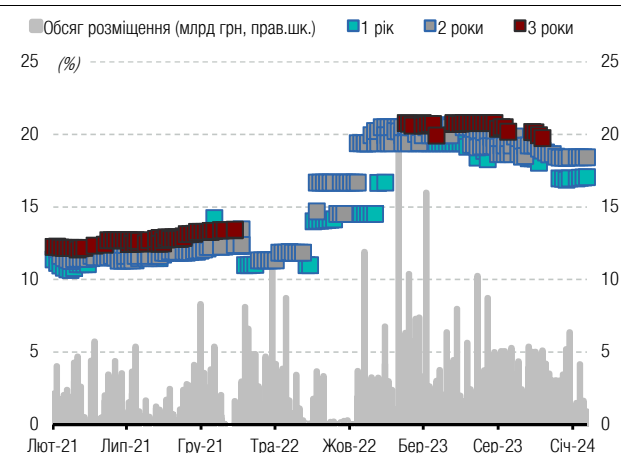
Найбільший приріст портфелю в січні був у фізичних осіб (на 8.8% до 58 млрд грн) та небанківських установ (на 5.6%). Портфель нерезидентів за місяць зріс на 0.5%.

Погляд ICU: В умовах відсутності зовнішнього фінансування Міністерство фінансів активно залучало в січні кошти для потреб бюджету, зокрема збільшивши пропозицію валютних облігацій. Недостатнє залучення коштів у євро було компенсоване запозиченнями в інших валютах, а валютні рахунки в євро можуть бути поповнені згодом. Фізичні особи зберігали великий інтерес до ОВДП, щоправда, віддаючи перевагу валютним облігаціям. Оскільки нерезиденти не можуть виводити кошти від погашень ОВДП, їхній портфель не зазнає значних змін, але, вочевидь, відбувається періодична зміна структури портфеля для оптимізації репатріації купонних виплат.

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

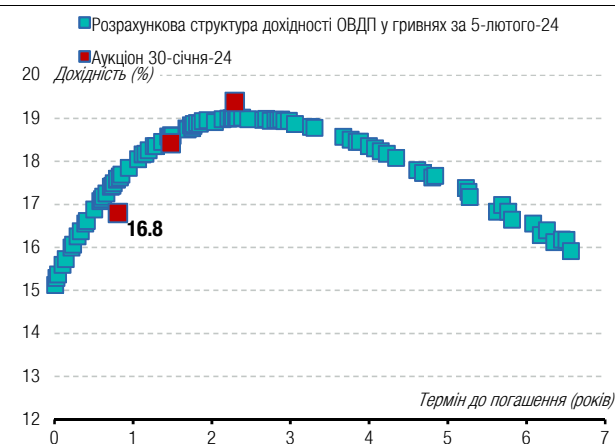
Графік 4. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

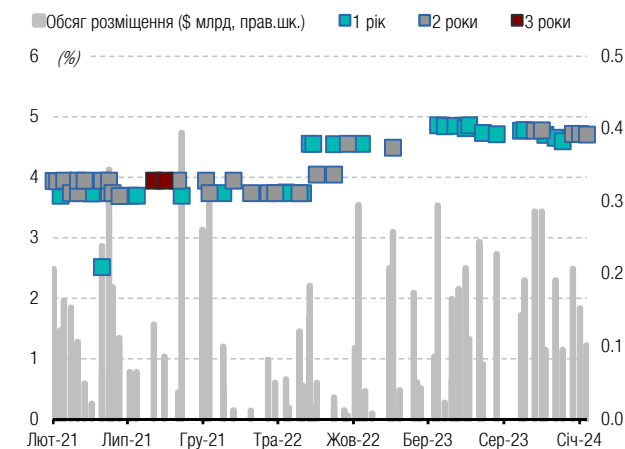
Розрахункова крива доходності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

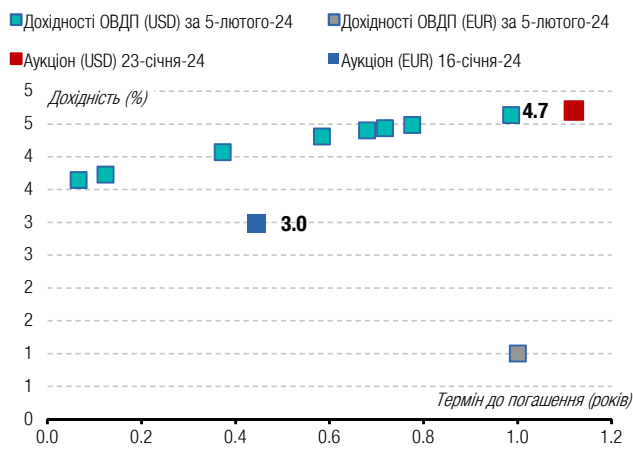
Графік 5. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ІСУ.

Розрахункова крива доходності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ІСУ.

Рішення ЄС не допомогло єврооблігаціям

Ціни українських єврооблігацій знизилися минулого тижня попри затвердження ЄС програми фінансування на 50 млрд євро.

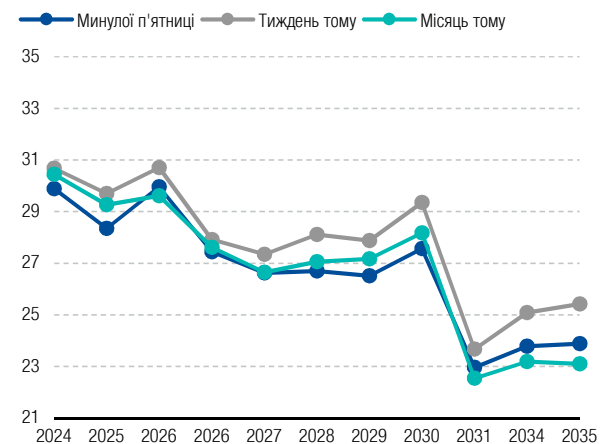
За підсумками минулого тижня єврооблігації подешевшали в середньому на 4%, змістившись у діапазон 23-30 центів за долар. Діапазон цін для українських єврооблігацій із різним терміном погашення розширився до 13.1%. Ціна ВВП-варантів підвищилася на 1% до 47 центів за долар умовного номіналу. Водночас індекс EMBI за цей час зріс на 0.3%.

Погляд ІСУ: Європейський Союз у четвер затвердив програму фінансування для України на 2024-27 роки на суму 50 млрд євро. Перший транш обсягом 4.5 млрд євро очікується наступного місяця. Це рішення дало невеликий позитивний поштовх для цін єврооблігацій, але в п'ятницю вони знову дешевшали, закінчивши тиждень на низхідному тренді. Увага тримачів єврооблігацій переважно зосереджена на перспективах узгодження пакету допомоги Україні від США, оскільки передбачає не лише фінансову, а й військову підтримку для України. Саме це питання залишатиметься визначальним для цін на українські папери у найближчі тижні.

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

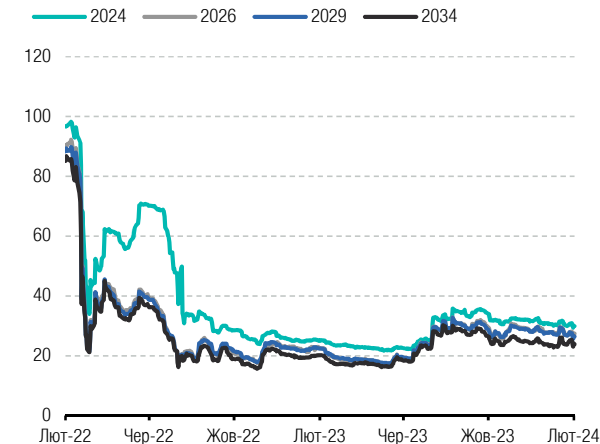
Графік 6. Ціни українських єврооблігацій

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



Джерело: Bloomberg, ICU.

Ціни низки єврооблігацій у доларах США з початку лютого 2022 року



Джерело: Bloomberg, ICU.

Валютний ринок

НБУ стримав укріплення гривні

Національний банк зменшив тижневі інтервенції до десятимісячного мінімуму, чим стримав укріплення гривні.

На міжбанківському валютному ринку за чотири робочі дні обсяг продажу валюти клієнтами банків (юрособами) зріс на 21%, а купівля валюти зменшилася на 9%, тож чистий продаж валюти юридичними особами за чотири робочі дні минулого тижня склав майже \$135 млн. Продаж переважав купівлю другий тиждень поспіль, хоча до цього понад дев'ять місяців поспіль ситуація була протилежною. Офіційний курс гривні посилювався за тиждень на 0.6% до 37.57 грн/\$.

Водночас на роздрібному ринку загальні обсяги купівлі та продажу валюти змінилися несуттєво. За чотири робочі дні населення придбало \$474 млн (на 1% більше) і продало \$259 млн (на 4% більше, ніж за аналогічний період попереднього тижня). Із початком нового місяця знову активізувалася купівля безготівкової валюти з відповідним зменшенням купівлі готівкової. Середній курс у системно важливих банках за минулий тиждень посилювався на 0.4% до 37.5-38.1 грн/\$.

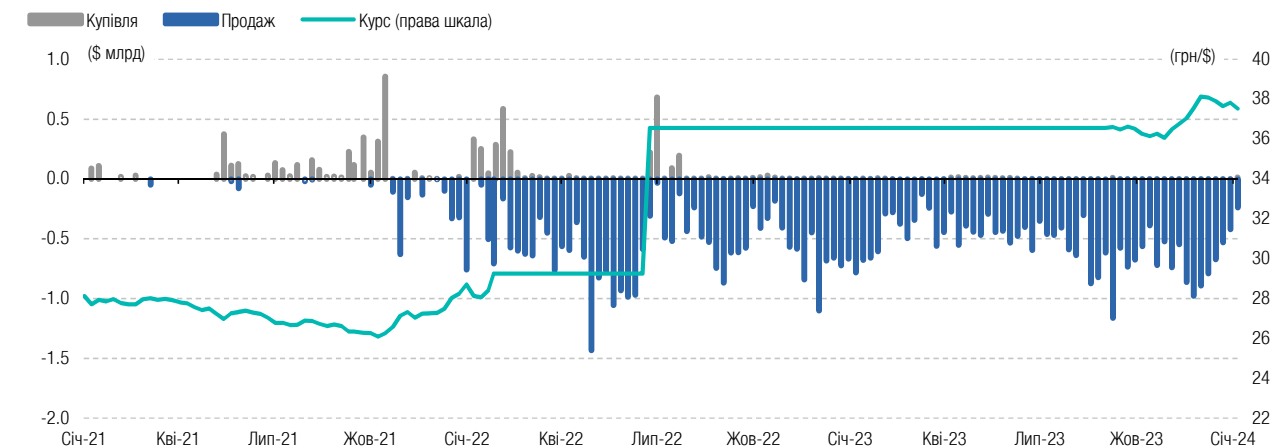
Сукупно ці фактори покращили загальну ситуацію на валютному ринку, чим скористався Національний банк та зменшив інтервенції з продажу валюти до мінімуму за десять місяців - \$239 млн, ще й викупив \$15 млн протягом минулого тижня.

Погляд ICU: *Значне покращення балансу попиту та пропозиції валюти з боку бізнесу, ймовірно, сигналізує про покращення курсових очікувань та більшу впевненість ринку в здатності НБУ контролювати валютний ринок. Тим часом Національний банк зменшив свою присутність на міжбанківському ринку, чим фактично стримав можливість потенційного подальшого укріплення курсу гривні.*

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

Зовнішні кредити компенсували дефіцит поточного рахунку у 2023 році

Дефіцит поточного рахунку сягнув \$9.8 млрд (5.4-5.6% ВВП) у 2023 році через збільшення дефіциту торгівлі товарами та падіння грантової допомоги від США.

Дефіцит зовнішньої торгівлі товарами майже подвоївся минулого року. Експорт товарів знизився на 16% р/р через логістичні перешкоди та несприятливі світові ціни на агропродукцію. Тим часом імпорт товарів зріс на 14% через посилення внутрішнього споживчого попиту. Дефіцит зовнішньої торгівлі послугами дещо покращився через зниження витрат біженців за кордоном. Доходи мігрантів залишалися відносно стабільними та підтримали профіцит балансу первинних доходів. Трансферти уряду знизилися приблизно на 20%, адже США суттєво скоротили грантову підтримку українського бюджету порівняно з показниками 2022 року.

Дефіцит поточного рахунку було повністю компенсовано припливами капіталу через фінансовий рахунок, переважно пільговими кредитами від міжнародних фінансових організацій та інших країн. Завдяки підтримці партнерів сукупний баланс поточного та фінансового рахунків був суттєво позитивним, що дало змогу НБУ збільшити протягом 2023 року валові резерви на 42% до \$40.5 млрд.

Погляд ICU: За нашими оцінками, у минулому році дефіцит зовнішньої торгівлі сягнув пікового значення 21-22% ВВП та, ймовірно, дещо знизиться цього року. Цьому сприятиме поступове відновлення товарного експорту Чорним морем та подальше зниження витрат біженців за кордоном. Із урахуванням цих факторів та припускаючи надходження грантової підтримки від США протягом року, ми очікуємо, що дефіцит поточного рахунку залишатиметься майже незмінним у діапазоні 5-6% ВВП. Як і минулого року, цей дефіцит буде повністю профінансовано пільговими кредитами, які залучатиме уряд. Тож НБУ не змушений буде витратити наявні резерви для підтримання стабільності на валютному ринку. Неспроможність Конгресу США затвердити пакет допомоги Україні створить ризики для українського платіжного балансу. Проте, на нашу думку, надходження фінансової допомоги

від інших партнерів навіть за такого сценарію можуть бути достатніми, щоб компенсувати дефіцит поточного рахунку. Загалом ми очікуємо, що ситуація на валютному ринку залишатиметься відносно стабільною протягом поточного року.

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

Графік 8. Ключові складові платіжного балансу, \$ млн

Припливи за фінансовим рахунком компенсували дефіцит поточного рахунку у 2023 році

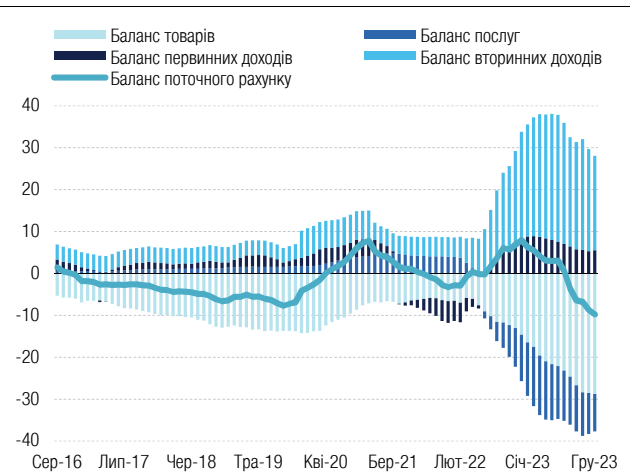
	2023	2022	Гру 2023	Гру 2022
Поточний рахунок	-9,750	7,972	-797	273
Баланс торгівлі товарами	-28,810	-14,652	-2,116	-3,116
Баланс торгівлі послугами	-8,936	-11,085	-562	-589
Первинні доходи	5,513	8,481	350	1,041
в т.ч. доходи мігрантів	11,504	12,826	879	943
Вторинні доходи	22,483	25,228	820	1,867
в т.ч. бюджетні трансферти	14,004	17,777	948	2,683
Фінансовий рахунок*	-19,057	11,055	-1,143	-1,884
Зміна торгових кредитів	-906	12,736	503	346
Зміна готівки поза банками	11,801	10,073	1,085	1,536
Чисті кредити уряду	-25,942	-14,749	-1,970	-3,831
Інше	-4,010	2,995	-761	65

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

Джерело: НБУ, ІСУ.

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

12-місячний поточний рахунок надалі погіршується



Джерело: НБУ, ІСУ.

Державний борг зріс на 30% у 2023 році

Державний борг України зріс на 3.2% у грудні та на 30% протягом 2023 року до \$145 млрд.

Від початку повномасштабного вторгнення росії державний борг зріс на 56% у доларовому еквіваленті. Протягом 2023 року приріст державного боргу переважно був обумовлений надходженням пільгових кредитів від ЄС та, значно меншою мірою, від Світового банку, МВФ, а також внутрішніми запозиченнями. Фінансова допомога від США надходила у формі грантів, тож це дозволило уникнути ще більшого зростання державного боргу. Частка гривневих запозичень у загальному боргу України знизилася минулого року на 5.6 вп до 27.2%. Борг за єврооблігації (без урахування єврооблігацій, куплених росією) склав 13.6% загального державного боргу.

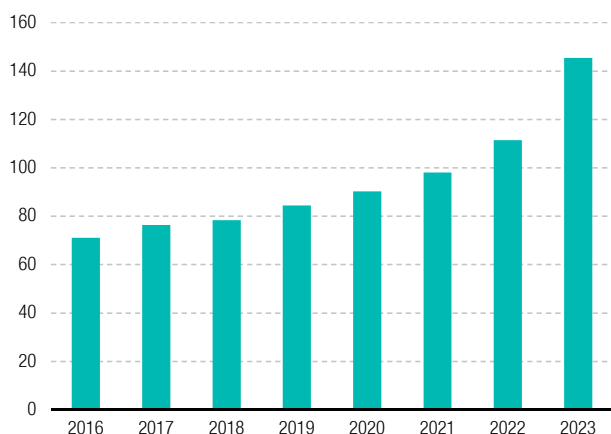
Погляд ІСУ: За нашими оцінками, співвідношення державного боргу до ВВП склало наприкінці минулого року 83-84%. Це дещо вище від нашого прогнозу 81%, що пояснюється слабшим курсом гривні, ніж очікувався наприкінці року. Ми очікуємо, що це співвідношення зросте приблизно до 90% наприкінці 2024 року через надходження нових пільгових кредитів та певну девальвацію гривні. Попри те, що таке співвідношення боргу до ВВП не є комфортним, воно не створює значних ризиків у середньостроковій перспективі. Майже всі нові кредити від початку великої війни – це довгострокові кредити, які не потрібно буде повертати принаймні протягом наступного десятиліття. Ставка за такими кредитами є низькою, а часто нульовою. Тож Україна матиме

достатньо часу, щоб вирішити проблеми високого боргового навантаження, аби воно не створювало проблем із ліквідністю в період війни. Ключова подія найближчих місяців – реструктуризації суверенних єврооблігацій. Уряд прагне завершити переговори з тримачами паперів до завершення першого півріччя.

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

Графік 10. Державний борг, еквівалент \$ млрд

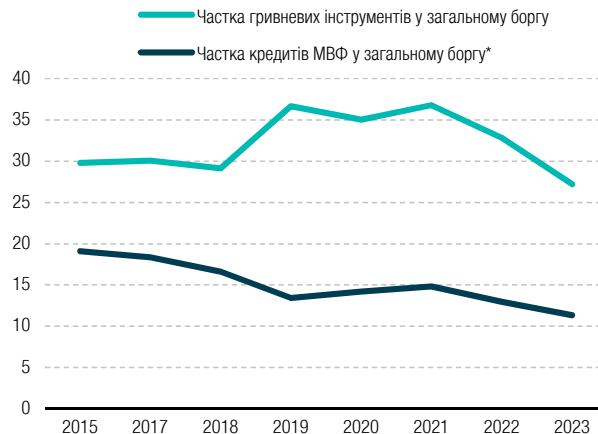
Державний борг зріс на 30% у доларовому еквіваленті у 2023 році



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



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

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.

