



Фокус
Україна

Сегменти
Світові ринки,
державні облігації,
валютний ринок,
макроекономіка

Аналітики
Віталій Вавришук
Тарас Котович

Фінансовий тижневик

Реструктуризацію єврооблігацій розпочато

Стислий виклад коментарів

Ринки державних облігацій

Мінфін підігрів активність на ринку ОВДП

Міністерство фінансів запропонувало новий трирічний інструмент минулого вівторка, чим збільшило активність як на аукціоні, так і на вторинному ринку.

Реструктуризацію єврооблігацій розпочато

Україна оголосила детальні умови реструктуризації єврооблігацій та почала формальний процес їх погодження з інвесторами. Обмін паперів на нові облігації триватиме до кінця серпня.

Валютний ринок

НБУ допускає незначні коливання курсу гривні

Минулого тижня дефіцит валюти зменшився, тож НБУ дозволяв лише невеликі коливання курсу гривні до долара США переважно навколо 41 грн/\$.

Макроекономіка

Резерви НБУ знизилися на 1.8% в липні

Валові резерви НБУ знизилися на 1.8% в липні та на 8.1% за 7міс24 через значні інтервенції НБУ з продажу валюти.

Річна інфляція очікувано прискорилася в липні

Рівень споживчих цін не змінився в липні, але в річному вимірі інфляція прискорилася до 5.4% із 4.8% в червні.

**НАСТУПНИЙ ВИПУСК ФІНАНСОВОГО ТИЖНЕВИКА
ЗАПЛАНОВАНО НА 2 ВЕРЕСНЯ 2024 РОКУ.**

ПОНЕДІЛОК, 12 СЕРПНЯ 2024

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 9 серпня 2024)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп.ставка НБУ (%)	13.00	+0бр	-900бр
Ставка О/Н ² (міжбанк)	13.00	+0бр	-500бр
Корражунки банків ³ (млн грн)	239,050	+2.7	+19.4
Деп.сертифікати ⁴ (млн грн)	529,323	+0.3	+5.0

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 9 серпня 2024¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	677,606	+0.0	-2.1
Банки	720,007	-0.9	+28.9
Резиденти ³	169,634	+0.0	+40.0
Фіз.особи ⁴	64,668	+0.8	+39.7
Нерезиденти ⁵	29,644	-4.9	-42.1
Всього	1,662,190	-0.4	+13.0

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 9 серпня 2024)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	41.1451	-0.3	+11.5
EUR/USD	1.0917	+0.1	-0.5
Індекс долара ²	103.135	-0.1	+0.6

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

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Середньоринкові котирування ОВДП (за 12 серпня 2024)

Погашення	Придбання (%)	Продаж (%)
6 місяців	14.50	12.50
12 місяців	15.75	14.75
Два роки	16.50	15.50
Три роки	17.50	16.50
12 місяців (\$)	5.00	4.50
Два роки (\$)	N/A	N/A

Джерело: ICU.

Ринки державних облігацій

Мінфін підігрів активність на ринку ОВДП

Міністерство фінансів запропонувало новий трирічний інструмент минулого вівторка, чим збільшило активність як на аукціоні, так і на вторинному ринку.

Минулого тижня відбулося єдине в серпні погашення ОВДП обсягом 20 млрд грн. Це був перший випуск облігацій, які НБУ дозволив банкам використовувати для покриття частини обов'язкових резервів. Тож банки мали необхідність чимось замінити погашений інструмент.

Імовірно, щоб поступово замінити цей погашений випуск резервних ОВДП, Мінфін минулого тижня розміщував не 3.5-річні облігації, а новий трирічний інструмент із погашенням у жовтні 2027 року. Міністерство збільшило пропозицію найдовшого на аукціоні інструменту удвічі – до 10 млрд грн, а загалом на аукціоні пропонувало 18 млрд грн гривневих ОВДП. Вочевидь саме таку суму банки були готові перевкласти в нові облігації із урахуванням перспективи їх подальшого включення у перелік "резервних". Тож увесь запропонований випуск облігацій було розміщено, але для цього Мінфіну довелося підвищити максимальну задоволену ставку на 30 б.п. до 16.5% порівняно з облігаціями з аналогічним терміном обігу, які розміщувалися востаннє в червні. Сьогодні НБУ додав ці облігації до переліку «резервних». Більше деталей в [огляді аукціону](#).

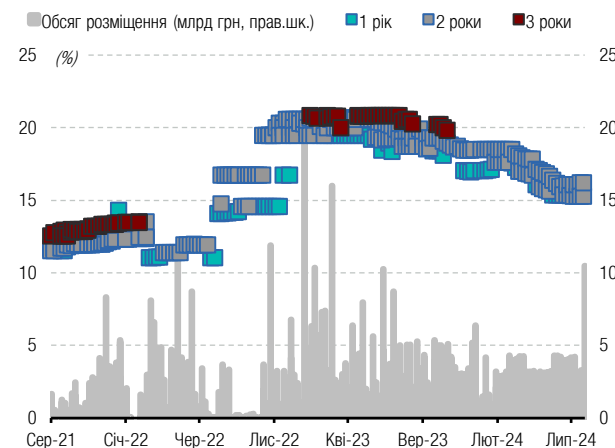
На вторинному ринку частка угод з новими ОВДП сягнула 10% від загального обсягу. Крім того, 35% обсягу всіх угод укладено з облігаціями, вже дозволеними для покриття обов'язкових резервів. Загальний обсяг торгів зріс більше ніж удвічі до 10.5 млрд грн.

Погляд ICU: Минулого тижня фактично збіглися інтереси Мінфіну та банків. Міністерству було необхідно рефінансувати більшу частину погашення, а банки зацікавлені в облігаціях, якими можуть покривати частину резервних вимог. Тому склався ситуативний компроміс, який задовольнив обидві сторони. Міністерство погодилося підвищити ставки за новим інструментом, вочевидь, щоб зібрати бажаний обсяг коштів.

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

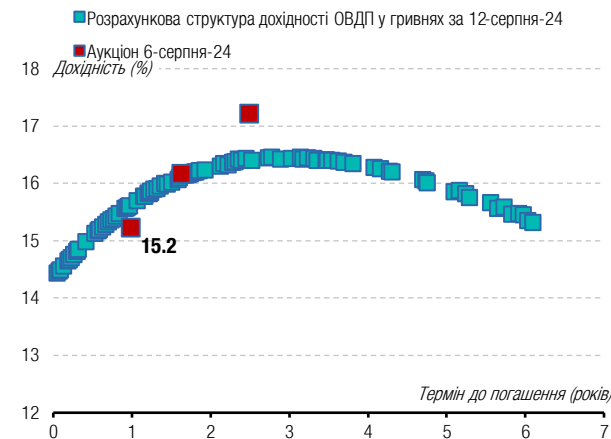
Графік 1. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

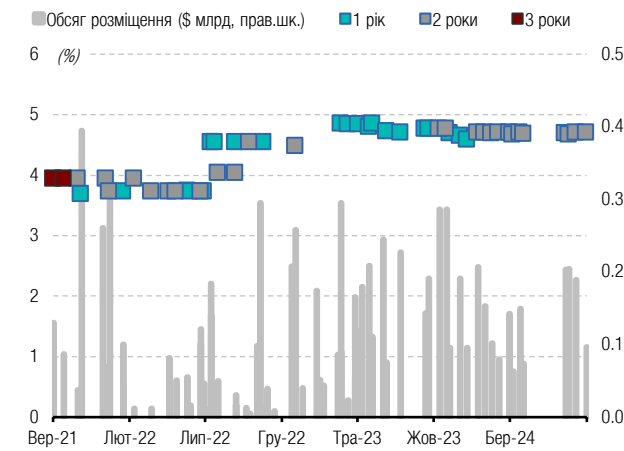
Розрахункова крива доходності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

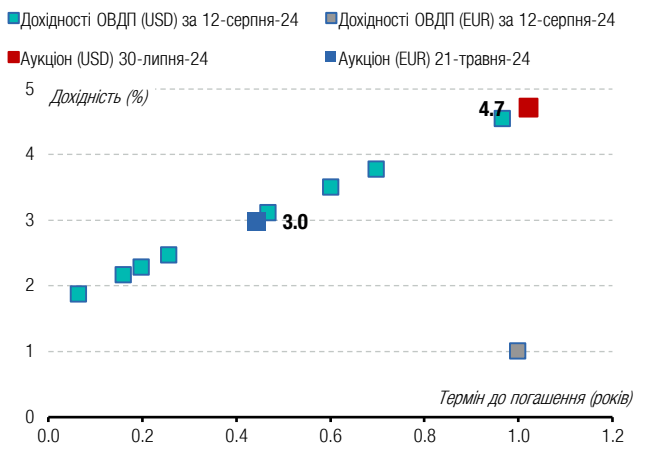
Графік 2. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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.

Реструктуризацію єврооблігацій розпочато

Україна оголосила детальні умови реструктуризації єврооблігацій та почала формальний процес їх погодження з інвесторами. Обмін паперів на нові облігації триватиме до кінця серпня.

Офіційна пропозиція передбачає обмін наявних облігацій на нові облігації двох серій, кожна з яких складається з чотирьох інструментів із різними термінами обігу. Облігації Серії А мають строки погашення у 2029, 2034-2036 роках, а серії В – у 2030, 2034-2036 роках. Усі інвестори, які добровільно погодяться на обмін, отримають еквівалент 40% наявного боргу (номінал та весь накопичений з 2022 року дохід) облігаціями серії А та еквівалент 23% облігаціями серії В. Крім того, номінал облігацій серії В з погашенням у 2035 та 2036 роках може зрости на еквівалент 12% від номіналу єврооблігацій, якими інвестори володіють зараз. Це трапиться, якщо номінальний ВВП за 2028 рік перевищить прогнозований МВФ показник принаймні на 3%, а реальний ВВП буде не меншим, ніж за прогнозом МВФ (прогнози зазначені в меморандумі за результатами четвертого перегляду програми розширеного фінансування).

Облігації серії В будуть ділитися між усіма тримачами облігацій однаково, а от серія А буде розподілятися залежно від того, якими єврооблігаціями володіють інвестори зараз. Власники облігацій із погашенням у 2024-25 роках отримають облігації серії А тільки з погашенням у 2029 та 2034 роках, а от власники найдовших єврооблігацій не отримають облігації серії А з погашенням у 2029 році.

Щоб реструктуризація відбулася, Мінфін має отримати згоду інвесторів, що сукупно володіють не менше ніж двома третинами всіх облігацій, що реструктуризуються. Додатково має бути згода власників принаймні половини єврооблігацій кожного випуску, щоб відбулася реструктуризація всього конкретного випуску. Якщо обидві ці умови будуть виконані, то будуть реструктуризовані навіть ті папери, власники яких згоди на обмін не надали. Такі незгодні власники не отримають облігації серії В з погашенням у 2035 та 2036 роках. Водночас ті, хто підтримує обмін до 23 серпня включно, отримають ще 1.25% винагороди.

Єврооблігації поступово дорожчали ще з середи, але в п'ятницю після оголошення умов зросли ще помітніше. Тиждень закінчився з цінами в діапазоні 30.9-37.5 цента за долар номінальної вартості, або в середньому з приростом на 0.6%. Діапазон цін для

інструментів із різним терміном обігу розширився до 10% із 8.8% тижнем раніше. Таке збільшення діапазону відбулося через стрімке подорожчання облігацій із погашенням у 2025 році, які отримали значно кращі умови, ніж єврооблігації з погашенням у 2026 році. Ціна Україна'25 зросла на 2.7% та була найвищою з усіх українських єврооблігацій на ринку.

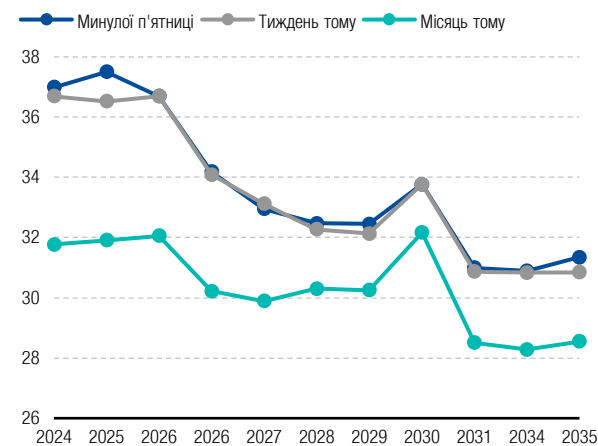
ВВП-варанти за підсумками тижня також подорожчали. Ціна виросла на 0.5% до 61.5 цента за долар умовного номіналу. Індекс облігацій країн, що розвиваються, EMBI, минулого тижня знизився на 0.1%.

Погляд ICU: З огляду на оприлюднені умови боргової операції, ми очікуємо досить високий рівень участі великих інституційних інвесторів у обміні, тож Мінфін майже гарантовано зможе зібрати достатньо заявок, щоб завершити реструктуризацію. Тож ми рекомендуємо тримачам облігацій надати згоду на їхній обмін до 23 серпня, щоб отримати комісію за згоду та всі облігації серії В.

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

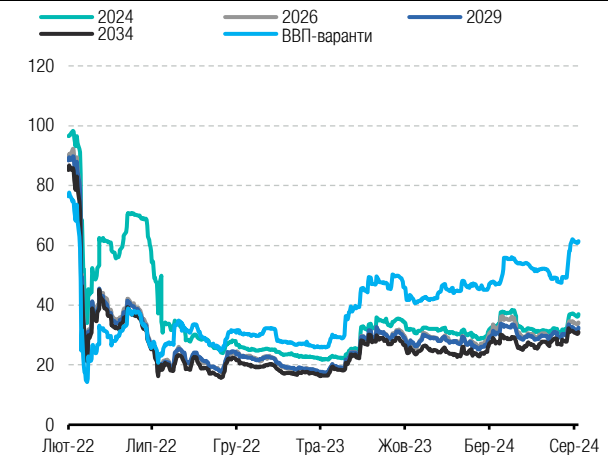
Графік 3. Ціни українських єврооблігацій

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 та ВВП-варантів з початку лютого 2022 року



Джерело: Bloomberg, ICU.

Валютний ринок

НБУ допускає незначні коливання курсу гривні

Минулого тижня дефіцит валюти зменшився, тож НБУ дозволяв лише невеликі коливання курсу гривні до долара США переважно навколо 41 грн/\$.

Дефіцит валюти на ринку помітно зменшився. За чотири робочі дні він склав \$351 млн, що на 39% менше, ніж за аналогічний період попереднього тижня. Відбулося це за рахунок зменшення чистої купівлі валюти як на міжбанківському, так і на роздрібному ринку. З огляду на кращу збалансованість ринку, НБУ зменшив обсяг інтервенцій на 29% до \$541 млн.

Клієнти банків (юрособи) за чотири робочі дні минулого тижня збільшили продаж валюти порівняно з аналогічним періодом попереднього тижня на 10.5% до \$942 млн, тоді як купували на 8.7% менше - \$1.1 млрд іноземної валюти. Тож чиста купівля валюти зменшилась удвічі, до \$162 млн.

У роздрібному сегменті валютного ринку чиста купівля валюти зменшилася не так кардинально, лише на 15% до \$188 млн. Населення зменшило купівлю валюти на 6%, а от продаж суттєво не змінився.

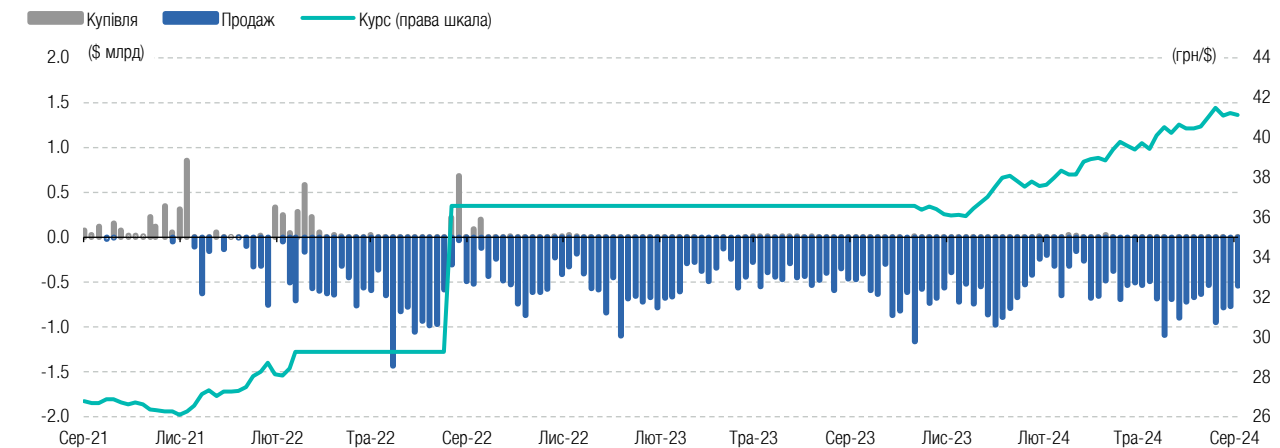
За підсумками тижня офіційний курс гривні посилюється на 0.3% до 41.1 грн/\$, а готівкова вартість долара США в системно важливих банках зменшилася також на 0.3% до 4.9-41.4 грн/\$.

Погляд ICU: Після значних коливань курсу гривні в липні НБУ вже кілька тижнів максимально задовольняє надлишковий попит і стабілізував курс неподалік 41 грн/\$. Обсяг інтервенцій знизився нижче від середньотижневого значення з початку року. Найімовірніше, НБУ найближчим часом продовжить стримувати коливання та зберігати курс неподалік поточного рівня, проте за кілька тижнів відновить кероване повільне послаблення гривні.

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

Графік 4. 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

Резерви НБУ знизилися на 1.8% в липні

Валові резерви НБУ знизилися на 1.8% в липні та на 8.1% за 7міс24 через значні інтервенції НБУ з продажу валюты.

НБУ змушений був у липні продати \$3.3 млрд, щоб запобігти нестабільності валютного ринку. Це був п'ятий найбільший місячний обсяг чистих інтервенцій із продажу валюты від початку великої війни. Надходження міжнародної фінансової допомоги були значно меншими, ніж потреба в інтервенціях, адже Україна протягом місяця отримала лише черговий транш кредиту МВФ обсягом \$2.2 млрд. Також на резерви вплинули виплати Україною за зовнішніми кредитами обсягом \$185 млн.

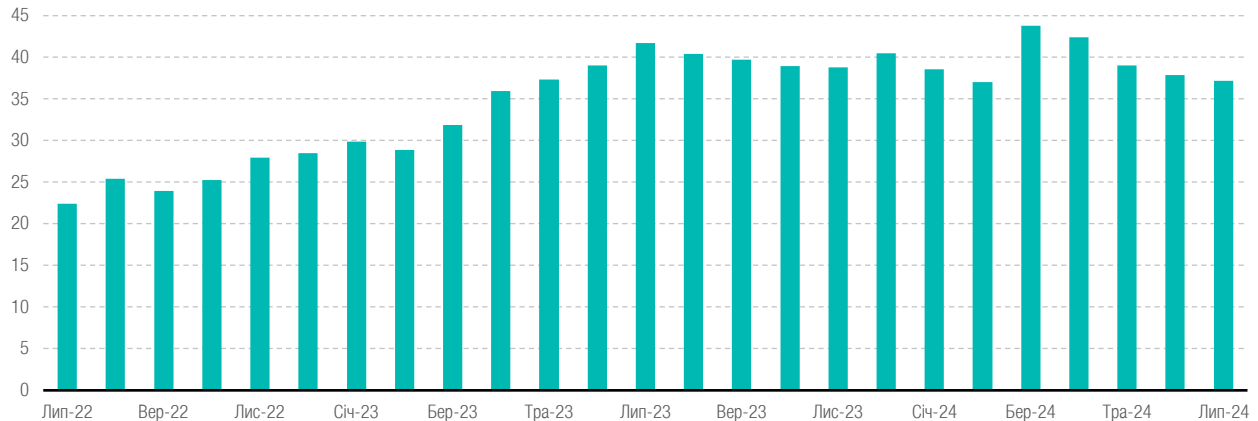
Погляд ICU: Значний тиск на резерви НБУ зберігається через необхідність продажу центральним банком значних обсягів валюты на міжбанківському ринку. У липні ця потреба навіть зросла через тимчасове помітне розбалансування валютного ринку в середині місяця, причиною якого стало стрімке послаблення гривні. Проте, за нашими оцінками, із серпня резерви відновили зростання, а їхній обсяг наприкінці цього року перевищить обсяг, що був наприкінці 2023 року. Тож НБУ надалі матиме достатньо ресурсів, щоб

убезпечити валютний ринок від значних дисбалансів за збереження тенденції до помірної керованої девальвації гривні.

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

Графік 5. Валові резерви НБУ, \$ млрд

Резерви НБУ знижуються четвертий місяць поспіль



Джерело: НБУ, ICU.

Річна інфляція очікувано прискорилося в липні

Рівень споживчих цін не змінився в липні, але в річному вимірі інфляція прискорилося до 5.4% із 4.8% в червні.

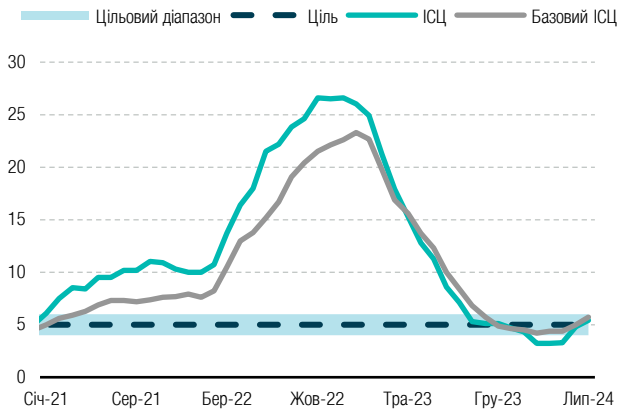
Прискорення річної інфляції в липні переважно було обумовлено цінами на продукти харчування: вони відновили зростання в річному вимірі після того, як чотири місяці поспіль перебували нижче від минулорічного рівня. Через посуху виробництво багатьох овочів та фруктів знизилася в липні порівняно з минулорічними показниками, і місячна дефляція в сегменті продуктів харчування цього липня виявилася меншою, ніж у липні минулого року. Інші складові споживчого кошика мали різнонаправлену динаміку. Проте темпи зростання майже всіх складових у річному вимірі ледь змінилися порівняно з червневими показниками. Єдиний помітний виняток – ціни на транспортні послуги, темпи зростання яких знизилася до 10.8% із 13.0% у червні.

Погляд ICU: У липні споживчі ціни очікувано прискорилися, але дещо помітніше, ніж ми очікували. Інфляційні ризики очевидно посилюються останнім часом, проте вони все ж залишаються низькими за історичними мірками. Інфляція прискориться і буде в діапазоні 6-7% наприкінці вересня, але все ж значно нижче, ніж за поточним прогнозом НБУ – 7.8% (цей прогноз НБУ не враховує ефектів можливого підвищення ставки ПДВ). Ми також очікуємо, що за результатами року інфляція може виявитися нижчою, ніж прогнозує НБУ. Ключові інфляційні ризики в наступні місяці – це підвищення акцизів на пальне (але цей ефект може бути нівельований нижчими цінами на нафту) та можливе підвищення ПДВ з вересня. Також проінфляційним чинником є поступова девальвація гривні, але її ефекти зараз не є дуже значними.

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

Графік 6. ІСЦ, базовий ІСЦ та інфляційні цілі, р/р, %

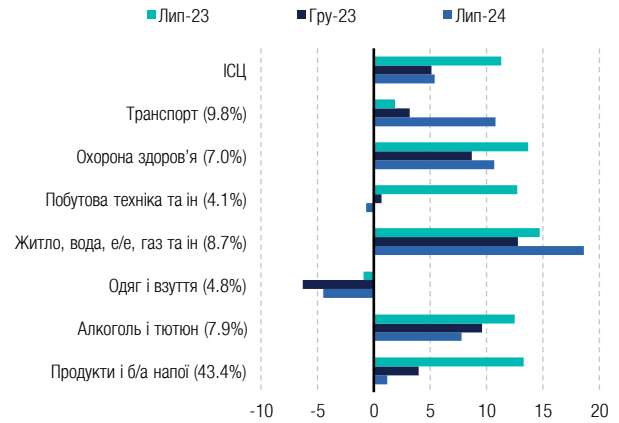
Річна інфляція очікувано прискорюється



Джерело: Держстат, НБУ, ІСУ.

Графік 7. ІСЦ та його основні компоненти, р/р, %

Ціни на продукти харчування почали зростати у річному вимірі



* числа в дужках показують частку складових у споживчому кошику

Джерело: Держстат, 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.

