

Фінансовий тижневик

НБУ погіршив прогноз інфляції та ставок

Стислий виклад коментарів

Огляд міжнародних ринків

Ринки лихоманить напередодні виборів у США

Висока невизначеність результатів виборів президента й у Конгрес США може спричинити новий сплеск волатильності на ринках, тож минулого тижня інвестори намагалися скорочувати свої позиції як в облігаціях, так і в акціях.

Ринки державних облігацій

Мінфін знову змінює пропозицію ОВДП

Міністерство фінансів повертає на первинні аукціони резервні облігації, але не розміщуватиме річні військові облігації в листопаді.

Роловер гривневого боргу зріс у жовтні

Міністерство фінансів залучило в жовтні рекордний обсяг коштів через розміщення ОВДП. Обсяги запозичень у гривні удвічі перевищили погашення, проте сукупний роловер за всіма валютами майже не змінився.

Валютний ринок

НБУ збільшив амплітуду коливань курсу гривні

Минулого тижня офіційний курс гривні досягнув 41.38/\$, максимуму жовтня, але до кінця місяця НБУ укріпив курс гривні завдяки кращій збалансованості ринку.

Макроекономіка

Поточний рахунок став очікувано дефіцитним у вересні

Місячний баланс поточного рахунку став від'ємним у вересні – дефіцит склав \$2.4 млрд. Це значне, проте очікуване погіршення порівняно з показниками серпня через паузу в надходженні бюджетних грантів від міжнародних партнерів.

НБУ погіршив прогноз інфляції та облікової ставки на 2025 рік.

Облікову ставку центральний банк зберіг на рівні 13%, як і очіувалося.

ПОНЕДІЛОК, 4 ЛИСТОПАДА 2024

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 1 листопада 2024)

	Останній рівень	Зміна за тиждень	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	13.00	+0bp	-300bp
Ставка О/Н ² (міжбанк)	13.00	+0bp	-300bp
Корражунки банків ³ (млн грн)	261,276	+1.5	+29.0
Деп. сертифікати ⁴ (млн грн)	456,513	-1.2	-6.0

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 1 листопада 2024¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	677,606	+0.0	-1.9
Банки	822,264	+0.0	+37.2
Резиденти ³	147,096	+0.8	+16.4
Фіз. особи ⁴	70,486	+2.7	+46.0
Нерезиденти ⁵	23,278	-5.0	-50.6
Всього	1,761,461	+0.1	+16.4

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 1 листопада 2024)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	41.3253	+0.0	+13.4
EUR/USD	1.0834	+0.4	+2.5
Індекс долара ²	104.282	+0.0	-2.4

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

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Середньоринкові котирування ОВДП (за 4 листопада 2024)

Погашення	Придбання (%)	Продаж (%)
6 місяців	15.25	14.25
12 місяців	15.75	15.00
Два роки	16.75	15.50
Три роки	17.75	16.50
12 місяців (\$)	5.00	4.50
Два роки (\$)	N/A	N/A

Джерело: ICU.

Огляд міжнародних ринків

Ринки лихоманить напередодні виборів у США

Висока невизначеність результатів виборів президента й у Конгрес США може спричинити новий сплеск волатильності на ринках, тож минулого тижня інвестори намагалися скорочувати свої позиції як в облігаціях, так і в акціях.

Тим часом стан західних економік залишається відносно непоганим. У 3кв24 ВВП США зріс на 2.8% у річному вимірі, тоді як ВВП Єврозони на 0.4% кв/кв, в обох випадках понад очікування економістів. Безробіття в США в жовтні залишилося на невисокому рівні – 4.1%, таким чином засвідчивши, що американський ринок праці залишається сильним. Ці дані підкріплювали очікування повільніших темпів зниження ставок, пригнічуючи ринки облігацій.

Також негативно впливали на облігації напружене очікування виборів у США й зростання ймовірності, за оцінками ринків, перемоги Дональда Трампа. Інвестори вважають, що якщо Трамп повернеться на пост президента, його політика високих імпорتنих тарифів і нижчих податків призведе до прискорення інфляції і значного зростання бюджетного дефіциту. Як наслідок, дохідності десятирічних казначейських облігацій США зросли за тиждень на 14 б.п. до 4.38%, дворічних на 10 б.п. до 4.21% – до найвищих рівнів з кінця липня. Індекс вартості єврооблігацій країн, що розвиваються, EMBI, знизився за тиждень на 1.0%.

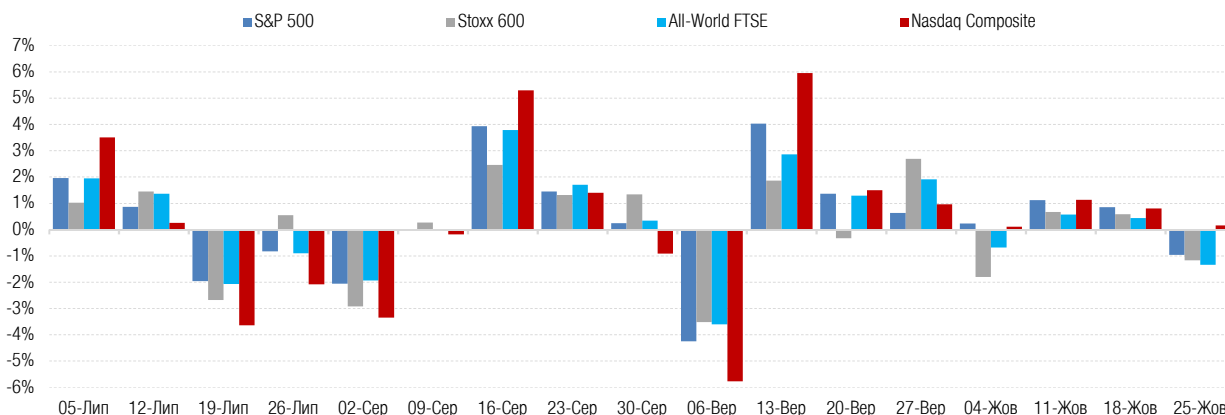
Нервозний стан перекинувся також і на ринки акцій. До того ж на провідні фондові індекси погано впливали негативні сигнали від провідних компаній, що звітували за 3кв24. Зокрема, компанії Meta і Microsoft наростили прибутки понад прогнози аналітиків, проте заявили про подальше зростання витрат на впровадження технологій із використанням штучного інтелекту, що вкрай розчарувало інвесторів. За підсумками тижня американські S&P 500 і Nasdaq Composite знизилися на 1.4% і 1.5% відповідно, європейський Stoxx 600 на 1.5%, а глобальний All-World FTSE на 1.2%.

Зниження цін минулого тижня переважало й на ринках сировинних товарів. Найстрімкіше впали ціни на природний газ у Європі (-10%) на тлі новин про продовження транзиту газу через Україну з січня 2025 р., проте вже азербайджанського походження замість російського. Суттєво знизилися ціни на нафту (-4%) після того, як ринки пересвідчилися в обмеженому характері авіаударів Ізраїлю по Ірану. Також активно коригувалися вниз ціни на дорогоцінні метали після нещодавнього стрімкого ралі.

Погляд ICU: Американські вибори, очікування щодо ставок і корпоративні фінансові звіти найближчими тижнями залишатимуться ключовими визначальними факторами для фінансових ринків. І хоча ринки наразі вважають найбільш імовірним результатом виборів перемогу Дональда Трампа, результат виборів залишається вкрай не визначеним. Більше того, відсутність помітної переваги в жодного з кандидатів за результатами голосування може призвести до затягування виборчого процесу, зокрема перерахунку голосів і судових спорів. Тож волатильність на ринках найближчим часом може ще більше посилитись. Остаточні ж результати виборів зберігають достатній потенціал впливу на ринки. Зокрема, перемога Трампа і республіканців у Конгресі, ймовірно, призведе в короткостроковій перспективі до подальшого зростання дохідностей облігацій і цін на акції. Перемога Камали Харріс може сприяти зниженню дохідностей облігацій і тимчасовому помірному послабленню ринків акцій.

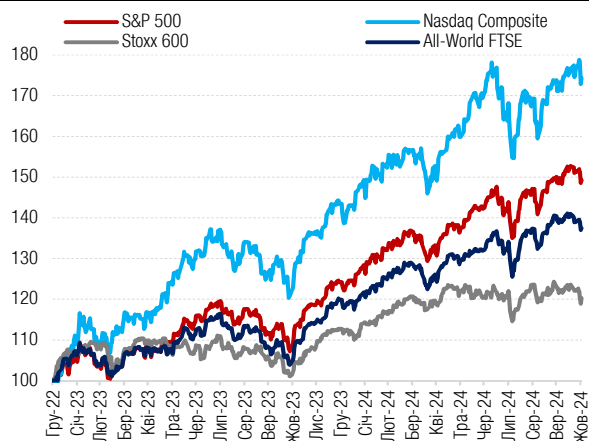
Графік 1. Тижнева динаміка фондових індексів у 2П24 р., %

Провідні фондові індекси знижуються через нервозність напередодні виборів у США



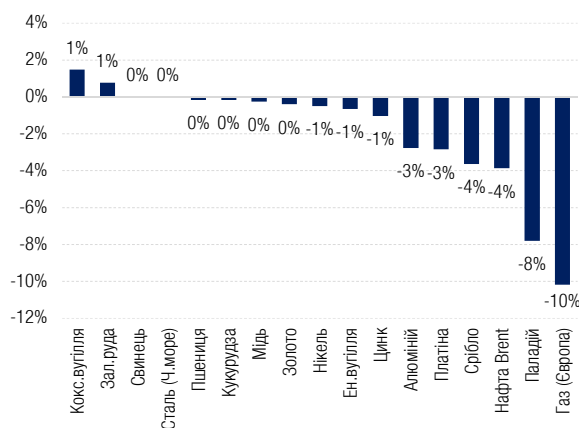
Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 2. Ключові світові фондові індекси, 31/12/22=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

Мінфін знову змінює пропозицію ОВДП

Міністерство фінансів повертає на первинні аукціони резервні облігації, але не розміщуватиме річні військові облігації в листопаді.

Останні три тижні поспіль міністерство не розміщувало резервні облігації, проте збирало заявок на військові облігації у 4-5 разів більше, ніж пропонувало до розміщення. Це й дозволило залучати значні обсяги запозичень, однак без зниження ставок за ними. Зокрема, минулого тижня заявки на військові ОВДП з погашенням у 2026-27 роках перевищили пропозицію вп'ятеро. Однак більшість заявок були зі ставками, аналогічними рівню відсікання. Заявки з нижчими ставками були невеликими й не впливали навіть на середньозважену ставку. Більше деталей в [огляді аукціону](#).

У листопаді потреба в рефінансуванні значно менша порівняно з жовтнем. Протягом поточного місяця Мінфіну доведеться виплатити близько 30 млрд грн та \$287 млн основної суми боргу за ОВДП, тоді як минулого місяця виплати становили 42.7 млрд грн та \$668 млн.

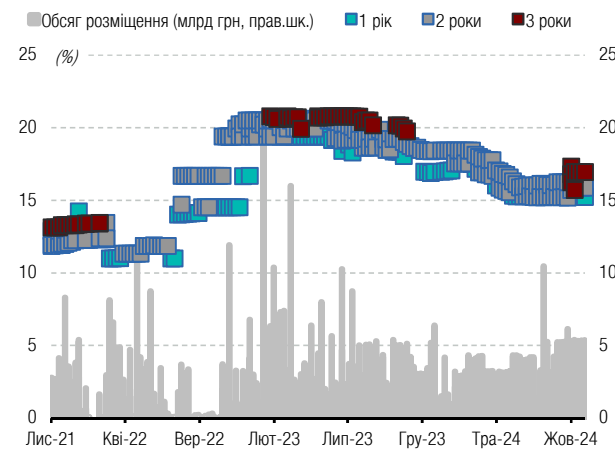
Тож цього місяця Міністерство фінансів знову кардинально змінює набір інструментів, що пропонуватимуться інвесторам на первинних аукціонах. Мінфін виключив з календаря розміщень найкоротший (річний) випуск ОВДП взагалі і замінив півтора- та 2.5-річні папери новими випусками військових облігацій. Крім того, міністерство повертає на первинний ринок ОВДП два випуски резервних облігацій із погашенням через два та три роки.

Погляд ICU: Міністерство фінансів, вочевидь, розраховує, що попит на військові ОВДП залишиться великим, і за рахунок цього та розміщення резервних облігацій вдасться залучити достатньо коштів, щоб рефінансувати всі погашення листопада та профінансуватися інші потреби бюджету цього місяця. Водночас дрібні інвестори, що переважно цікавляться короткими інструментами, навряд чи перемістяться в довші військові облігації і, найімовірніше, інвестуватимуть у короткі ОВДП на вторинному ринку.

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

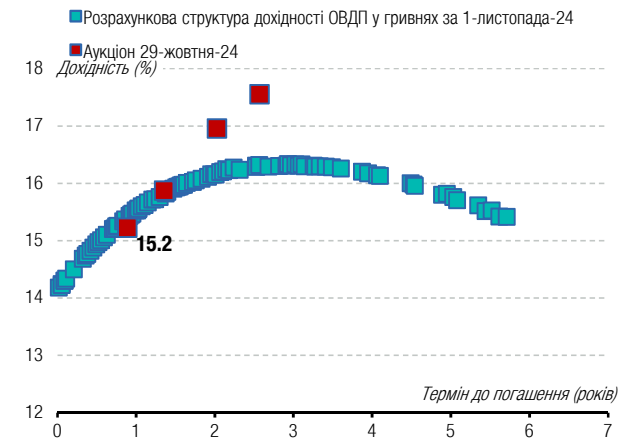
Графік 4. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

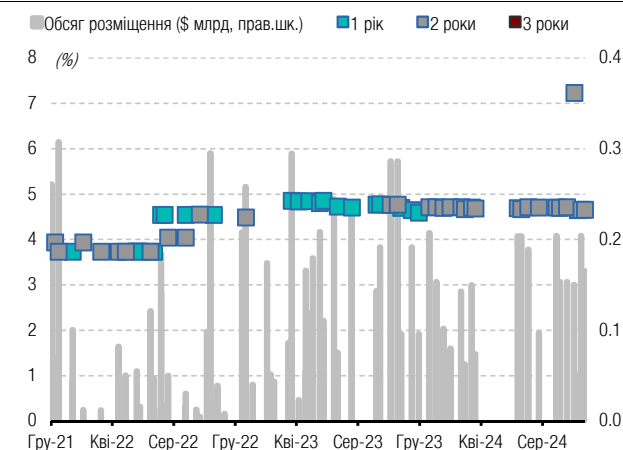
Розрахункова крива доходності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

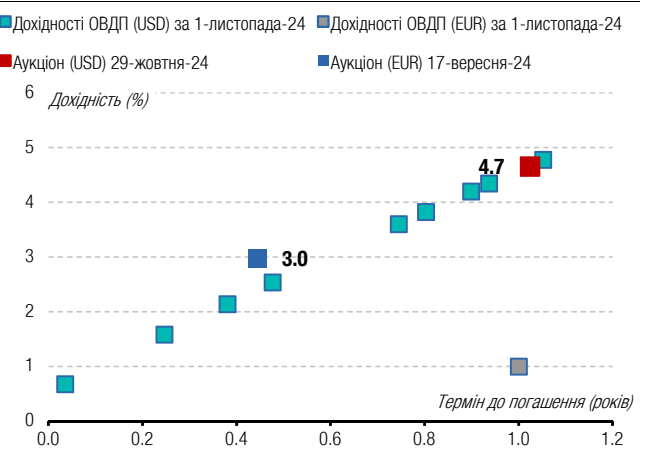
Графік 5. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

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



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

Роловер гривневого боргу зріс у жовтні

Міністерство фінансів залучило в жовтні рекордний обсяг коштів через розміщення ОВДП. Обсяги запозичень у гривні удвічі перевищили погашення, проте сукупний роловер за всіма валютами майже не змінився.

За жовтень Мінфін залучив загалом до бюджету 103 млрд грн у всіх валютах, зокрема майже 80 млрд грн і \$562 млн. Водночас довелося погасити ОВДП на 42,7 млрд грн та \$668 млн. Тож за місяць сукупний роловер внутрішнього боргу склав 146%, що майже удвічі менше, ніж у вересні, і за 10 місяців цього року становить 152%.

У розрізі валют рефінансування погашень гривневого боргу за місяць склало 187% і зросло до 181% за 10 місяців року зі 179% за підсумками 9м24. Водночас роловер у доларах США за місяць склав лише 84%, тож за 10м24 рефінансування доларових боргів погіршилося до 119% порівняно зі 136% за 9м24. Показники рефінансування боргу в євро не змінюються третій місяць поспіль і залишаються 83%, оскільки запозичень і погашень у цій валюті не відбувалося в жовтні та листопаді.

Погляд ICU: Мінфін розміщує великі обсяги гривневих облігацій, однак не поспішає розміщувати валютні ОВДП, тож може використати цю можливість наприкінці року в разі нагальної потреби в коштах. Листопад та грудень менш навантажені погашеннями, ніж жовтень, тож міністерство навряд чи матиме складнощі з рефінансуванням погашень. Однак потреби бюджету в додатковому фінансуванні великі, тож чисті запозичення мають бути більшими, ніж у жовтні.

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

Валютний ринок

НБУ збільшив амплітуду коливань курсу гривні

Минулого тижня офіційний курс гривні досягнув 41.38/\$, максимуму жовтня, але до кінця місяця НБУ укріпив курс гривні завдяки кращій збалансованості ринку.

Загальний дефіцит валюти на ринку різко скоротився минулого тижня. Чиста купівля валюти за чотири дні тижня склала лише \$348 млн (на 26% менше від аналогічного періоду попереднього тижня), зокрема \$159 млн на міжбанківському ринку (на 37% менше) та \$189 млн у роздрібному сегменті (на 13% менше).

Водночас НБУ майже не змінив обсяг інтервенцій: вони зменшилися лише на 1.7% до \$696 млн. За нашими підрахунками, найбільшими вони були у вівторок, приблизно \$200 млн, і саме цього дня курс гривні впритул наближався до 41.4 грн/\$, але вже в середу НБУ продав лише приблизно половину від обсягу інтервенцій, проведених у вівторок.

У підсумку загалом за тиждень офіційний курс гривні навіть посилювався на декілька копійок до 41.29 грн/\$, а готівкова вартість долара США в системно важливих банках збільшилася незмінною - 41.1-41.6 грн/\$.

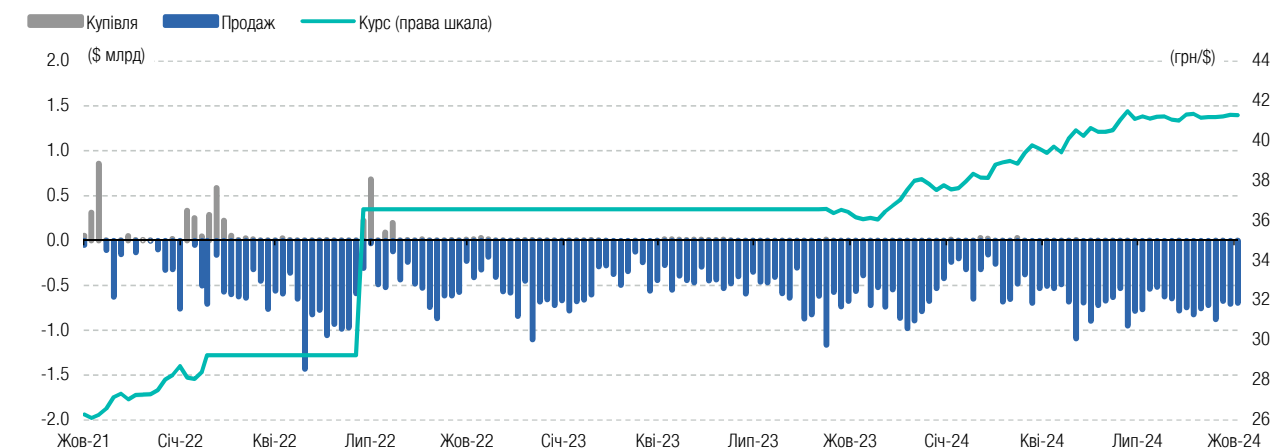
Погляд ICU: У понеділок було різке зростання попиту на іноземну валюту серед клієнтів банків, тож у вівторок банки відкупили в НБУ необхідний обсяг валюти, чим і спричинили значне збільшення інтервенцій у цей день. Уже у вівторок ситуація на міжбанківському ринку змінилася: клієнти банків стали продавати приблизно стільки ж валюти, як і купували, а ріст продажу за чотири робочі дні склав майже 20% порівняно з аналогічним періодом попереднього тижня. Причиною для такого збільшення продажів могла стати

потреба експортерів у гривневій ліквідності для сплати низки податкових платежів, останньою датою для яких була середа.

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

Графік 6. 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 став очікувано дефіцитним у вересні

Місячний баланс поточного рахунку став від'ємним у вересні – дефіцит склав \$2.4 млрд. Це значне, проте очікуване погіршення порівняно з показниками серпня через паузу в надходженні бюджетних грантів від міжнародних партнерів.

Загалом у вересні не було зафіксовано якихось неочікуваних змін у зовнішніх рахунках – дефіцит зовнішньої торгівлі як товарами, так і послугами залишився близьким до серпневих показників. Баланс первинних доходів був від'ємним, як у серпні, оскільки доходи від інвестицій нерезидентів перевищили доходи українців від оплати праці за кордоном. Якщо ця закономірність продовжиться, то це може означати фундаментальну зміну в балансі рахунку первинних доходів для України. Вторинні доходи різко впали, адже Україна не отримала протягом вересня бюджетних грантів від міжнародних партнерів. Це й пояснює суттєве погіршення показника поточного рахунку протягом місяця.

За фінансовим рахунком чисті відпливи приватного капіталу склали близько \$0.4 млрд, також був зафіксований незначний відплив капіталу і з державного сектору. Зростання іноземної готівки поза банківською системою залишається основним каналом відпливу приватного капіталу – він склав \$1.4 млрд у вересні, що є одним із найбільших місячних показників за останні квартали. Водночас, за винятком кредиту від МВФ (який не потрапляє у фінансовий рахунок), Україна не отримала значних позик від міжнародних партнерів.

Оскільки й поточний, і фінансовий рахунки були зведені з дефіцитом у вересні, НБУ змушений був витратити значні обсяги резервів для збалансування валютного ринку – вони скоротилися на 8% м/м до \$38.9 млрд.

Погляд ICU: Оскільки вересень не приніс жодних несподіванок у частині зовнішніх рахунків, ми зберігаємо наш прогноз дефіциту поточного рахунку

цього року на рівні 6% ВВП. Цей прогноз припускає, що Україна отримає заплановані гранти від США та ЄС. Ми також очікуємо на чистий приплив капіталу за фінансовим рахунком протягом 4кв, адже міжнародні партнери України фіналізують низку пільгових позик. Усе це має забезпечити значне зростання резервів НБУ до кінця року – ми їх очікуємо на рівні, близькому до \$44 млрд.

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

Графік 7. Ключові складові платіжного балансу, \$ млн

Поточний рахунок знову став дефіцитним у вересні

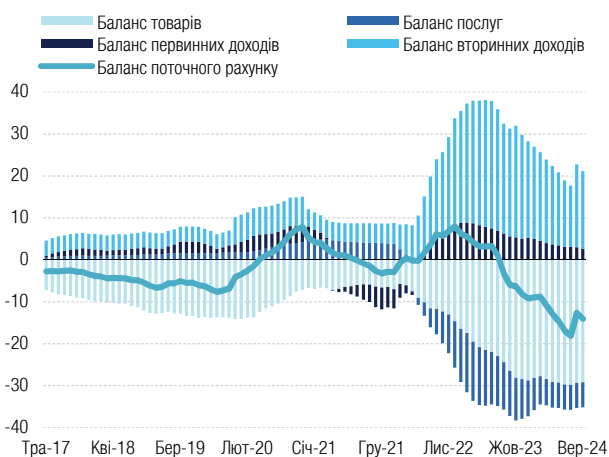
	Вер.24	Сер.24	Вер.23
Поточний рахунок	-2,396	3,145	-992
Баланс торгівлі товарами	-2,664	-2,508	-2,804
Баланс торгівлі послугами	-521	-573	-654
Первинні доходи	-37	-44	331
в т.ч. доходи мігрантів	656	682	891
Вторинні доходи	826	6,270	2,135
в т.ч. бюджетні трансферти	216	5,655	1,459
Фінансовий рахунок*	433	-1,772	-1,259
Зміна торгових кредитів	-598	-552	502
Зміна готівки поза банками	1,376	1,093	771
Чисті кредити уряду	48	-2,856	-1,687
Інше	-393	543	-845

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

Джерело: НБУ, ICU.

Графік 8. Поточний рахунок платіжного балансу, 12-місячна ковзна, \$ млрд

12-місячний поточний рахунок волатильний через нерівномірні надходження грантів від донорів



Джерело: НБУ, ICU.

НБУ погіршив прогноз інфляції та облікової ставки на 2025 рік.

Облікову ставку центральний банк зберіг на рівні 13%, як і очікувалося.

Нацбанк зазначив, що основною причиною погіршення прогнозу стало прискорення інфляції, яке перевищило очікувані показники. Раніше НБУ прогнозував чотири зниження ставки на 50 б.п. у 2025 році, починаючи з січня. Тепер перше зниження очікується лише в липні, а наступне на 50 б.п. у жовтні, при цьому більше знижень перенесено на 2026 рік. На кінець 2024 року НБУ тепер очікує ІСЦ на рівні 9.7% (попередній прогноз – 8.5%) з подальшим зниженням до 6.9% на кінець 2025 року (попередній прогноз – 6.6%). Дизайн монетарної політики цього разу не змінився.

Погляд ICU: НБУ змінив свою комунікацію, не тільки відтермінувавши зниження ставок у своєму прогнозі, але й згадавши можливість підвищення ставки. Ми вважаємо, що поточне зростання інфляції є тимчасовим, спричиненим поганим врожаєм цього року, і не повинно перевищити переглянутий прогноз НБУ. Шанси на підвищення ставки в найближчі місяці залишаються низькими, хоча за останні кілька місяців вони децю зросли. Ми також підтримуємо думку НБУ про значне уповільнення інфляції в другій половині 2025 року, що відкриває можливість для зниження ставки.

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

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 Вавришук

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.