

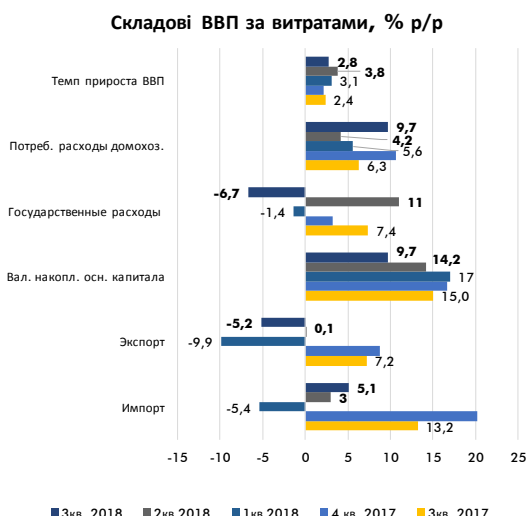


РЕЗЮМЕ

- Ключовими драйверами економічного зростання залишаються стійке приватне споживання і зростання капітальних інвестицій. У 2019р. ми очікуємо подальшого посилення споживчого попиту під впливом зростання доходів населення. Одночасно ймовірним є поступове охолодження інвестиційного попиту і зменшення його вкладу в забезпечення зростання ВВП внаслідок вичерпання резервів власних ресурсів підприємств і організацій та стриманого зростання корпоративного кредитування в умовах дефіциту банківської ліквідності і високого рівня процентних ставок.
- Умови монетарної політики є достатньо жорсткими для стримування надмірного зростання цін. Однак з огляду на немонетарний характер ключових драйверів цінової динаміки, значне зниження інфляційного тиску в 2019р. залишається малоімовірним. Отже ми очікуємо, що облікова ставка НБУ залишиться незмінною до середини 2019 р., після чого можливо її поступальне зниження.
- Істотне недофінансування окремих бюджетних програм в умовах хронічного невиконання планів по доходах і зриву програми приватизації змушує уряд до дорогих запозичень на внутрішньому ринку, що створює додаткові фінансові ризики в 2019р.
- Надходження в грудні перших траншів в рамках нових програм stand-by від МВФ (\$1,4 млрд) і макрофінансової допомоги від ЄС (0,5 млрд євро), а також затвердження кредитних гарантій Світового банку, завдяки яким планується залучити до \$1 млрд., сприятливо вплинули на сальдо платіжного балансу, курсову динаміку і перспективи макроекономічного розвитку.
- Сезонний відтік банківської ліквідності з середини серпня до середини грудня 2018р. виявився суворим на тлі жорсткої монетарної політики НБУ і відтоку коштів з рахунків клієнтів в результаті конфлікту в Азовському морі і подальшого введення воєнного стану. Внаслідок стійкого зростання економіки спостерігається посилення транзакційного попиту на гроші з боку населення і організацій, що додатково сприяє відтоку ліквідності з банківської системи.



Джерело: ДССУ, НБУ, МФУ, Raiffeisen Bank Aval Research



Джерело: ДССУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Україна: Суверенні рейтинги

У нац. вал.	S&P	Moody's	Fitch
Довгостроковий	B- =	Caa1 ↑	B- =
Короткостроковий	B =	-	B =
Прогноз	Стаб.	Стаб.	Стаб.
В іноз. вал.			
Довгостроковий	B- =	Caa1 ↑	B- =
Короткостроковий	B =	-	B =
Прогноз	Стаб.	Стаб.	Стаб.
Останнє оновлення	Жов-18	Гру-18	Жов-18

Джерело: Офіційні сайти рейтингових агентств

Фінансові аналітик:

Михайло Ребрук, Райффайзен банк Аваль, Київ
mykhailo.rebryuk@aval.ua
+380 44 5905621

Редактор:

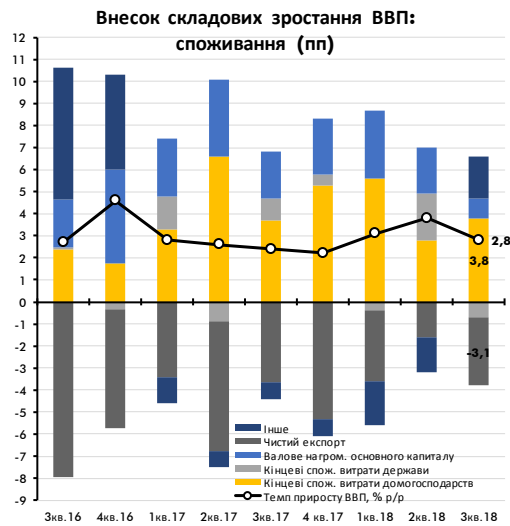
Володимир Кравченко, Директор Казначейства,
Райффайзен банк Аваль, Київ
+380 44 495 4220
vladimir.kravchenko@aval.ua

Україна: Ключові економічні показники

	2015	2016	2017	2018п	2019п	2020п
Реальний сектор						
ВВП (млрд грн.)	1989	2385	2983	3554	4107	4699
Реальний ВВП (% р/р)	-9,8	2,4	2,5	3,2	2,7	3,1
ІСЦ (ср., % р/р)	48,7	13,9	14,5	11,1	9,5	8,0
ІСЦ (кінець періоду, % р/р)	43,3	12,4	13,7	10,5	8,9	7,0
ІЦВ (ср., % р/р)	36,0	20,5	26,3	18,1	15,5	13,6
Промвиробництво (% р/р)	-13,0	2,8	-0,1	1,6	1,8	2,0
Безробіття за МОП (ср., %)	9,1	9,3	9,5	9,0	8,7	8,5
Зростання середньої з/п (% р/р)	20,5	23,5	37,1	23,5	18,0	15,0
Зовнішній сектор						
Рахунок поточних опер. (% ВВП)	1,6	-1,3	-2,5	-4,2	-4,4	-3,0
Зовнішній борг (% ВВП)	130,9	121,9	103,9	93,2	95,0	93,9
Офіц. резерви (млрд дол. США)	13,3	15,5	18,8	19,9	18,5	17,0
Валютний ринок						
USD/UAH (кінець періоду)	24,0	27,2	28,1	28,5	29,5	31,0
USD/UAH (середній)	22,0	25,6	26,6	27,3	28,7	29,7
Фіскальний сектор						
Дефіцит держ. бюджету (% ВВП)	-2,3	-2,9	-1,6	-2,0	-2,3	-2,2
Державний борг (% ВВП)	79,1	80,9	71,8	62,9	59,5	56,5

Джерело: ДССУ (Державна служба статистики України), НБУ (Національний банк України), МФУ (Міністерство фінансів України), Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen Bank Aval Research

Зверніть увагу на повідомлення про ризики і пояснення наприкінці цього документа



Джерело: ДССУ, Raiffeisen Bank Aval Research

ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК

Укрстат підтвердив попередню оцінку зростання реального ВВП України у 2кв18 на рівні 2,8%р/р. Ключовим драйвером економічного розвитку як і раніше залишається приватне споживання (+9,7%р/р), вклад якого в забезпечення реального приросту ВВП досяг +3,8пп.

Інвестиційний попит також демонструє позитивну динаміку: +24,6%р/р номінально і +9,7%р/р у реальних оцінках. Однак слід зазначити поступове охолодження даного показника, в результаті чого його внесок в забезпечення зростання ВВП скоротився з 3,1пп в 1кв18 до 0,9пп в 3кв18. **На наш погляд, це пов'язано з поступовим вичерпанням резервів власних ресурсів підприємств і організацій, які є основним джерелом фінансування капітальних інвестицій.** Так, в 1-3кв18 чистий прибуток підприємств знизився з 159 млрд грн. до 123 млрд грн., а середня рентабельність з 10,1% до 7,9% у порівнянні з аналогічним періодом 2017р. Також спостерігається зниження індексу ділових очікувань підприємств (з 20,6% в 1кв18 до 17,2% в 3кв18), що певною мірою пов'язано із зростанням невизначеності на тлі старту нового політичного циклу і підтверджується зниженням індексу інвестиційної привабливості України (до 3,07 з 5 по оцінками ЕВА, що на 0,03 бали нижче в порівнянні з першим півріччям).

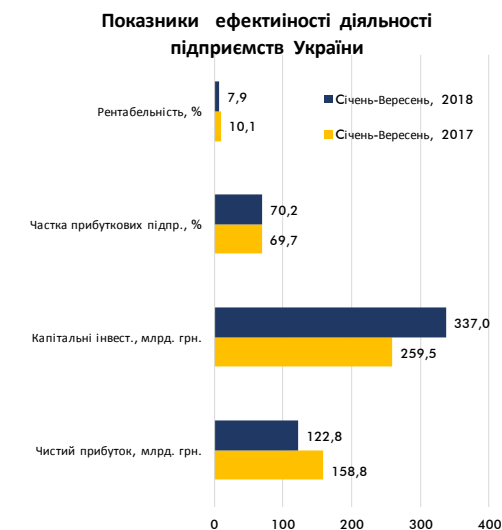
Скорочення державних витрат на 6,7%р/р у 3кв18 призвело до втрати 0,7пп реального приросту ВВП. Також негативний вплив на економічний розвиток продовжує надавати нарощування імпорту (+5,1%р/р у реальних оцінках) на тлі зниження обсягів експорту (-5,2%р/р). Негативний внесок чистого експорту склав -3,1пп зростання ВВП.

В галузевому розрізі основними драйверами економічного зростання в 3кв18 залишалися внутрішня торгівля (0,6пп з 2,8% зростання реального ВВП), сільське господарство (0,4пп) і операції з нерухомістю (0,2пп). Внесок промисловості в забезпечення економічного зростання скоротився з 0,7пп в 1кв18 до 0,2пп внаслідок падіння промислового виробництва в серпні і вересні (на -0,5% і -1,3%р/р відповідно). Відзначимо, що після зростання в жовтні (+1,4%р/р, +10%м/м), в листопаді промислове виробництво повернулося до падіння (-0,9%р/р, -2,1%м/м).

При цьому в цілому за підсумками 11 міс. 2018р. серед ключових секторів економіки лише легка і харчова промисловості показали негативні темпи приросту (-3,5% і -1,6%р/р відповідно). При цьому лідерами економічного розвитку залишилися хімічна промисловість (+18,6%р/р), сільське господарство (+8,2%), будівництво (+6,3%) і роздрібна торгівля (+6,2%).

Наш базовий прогноз передбачає уповільнення темпів зростання ВВП в 2019р. до 2,7% внаслідок: 1) обмеженого корпоративного кредитування банківським сектором через дефіцит гривневої ліквідності, сформованого в результаті жорсткої монетарної політики і високого рівня процентних ставок; 2) консервативної фінансової політики з урахуванням пікових погашень державного боргу в 2019р. і вимог МВФ; 3) погіршення ділових очікувань українських компаній, а також зниження припливу іноземних інвестицій через невизначеність, викликану майбутніми виборами; 4) погіршення судноплавства в Азовському морі в результаті зростання напруженості з РФ, що може негативно вплинути на обсяги експорту металів і зернових; 5) загального охолодження світової економіки.

mykhailo.rebryk@aval.ua



Джерело: ДССУ



Джерело: ДССУ

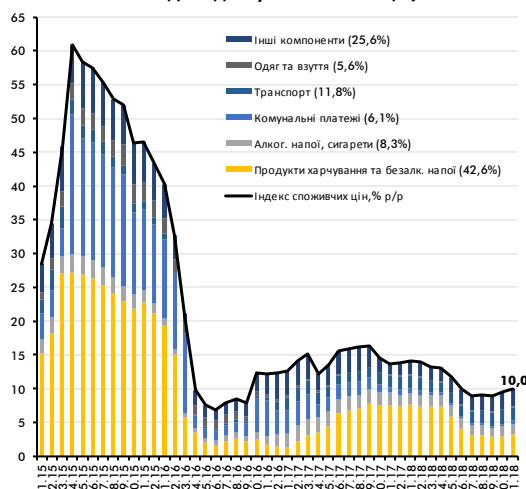
Прогнози реального зростання ВВП України

Джерело	2018	2019	2020
Райффайзен Банк Авал	3,2	2,7	3,1
Національний банк України	3,4	2,5	-
НБУ	3,3	2,8	-
Консенсус прогноз-аналітиків	3,1	2,9	3,1
Мінекономрозвитку	3,2	3,0	3,0
Bloomberg	3,3	2,7	3,0
МВФ	3,3	3,5	4,0
Світовий банк	3,5	3,5	3,0
J.P.Morgan	3,3	3,0	3,2
Середнє значення	3,3	3,0	3,2

Джерело: офіційні сайти організацій

Зверніть увагу на повідомлення про ризики і пояснення наприкінці цього документа

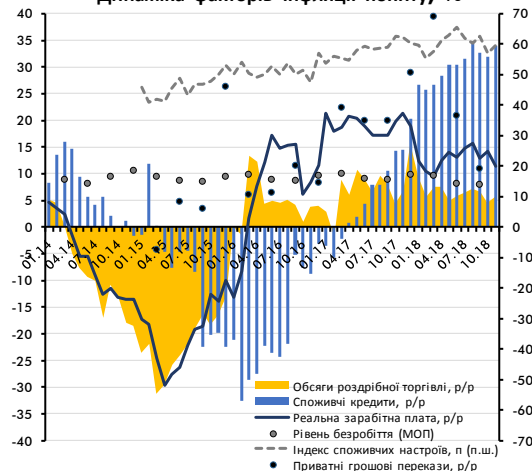
Внесок до індексу споживчих цін, п.п.*



*У () вага у структурі споживчого кошику для розрах. ІСЦ у 2018р

Джерело: ДССУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Динаміка факторів інфляції попиту, %



Джерело: ДССУ, НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

ІНФЛЯЦІЯ

Споживча інфляція в листопаді знову повернулася до двозначного показника (10%р/р). Протягом року в найбільшій мірі подорожчали транспортні послуги (27,8%), паливо (19%), алкогольні напої та тютюнові вироби (17,4%), а також послуги зв'язку (14,5%). Зростання цін на продукти харчування склало 7,5%р/р (+1,3%м/м). Найбільше подорожчав хліб (+21,8%р/р) і овочі (+17,5%р/р).

Основним драйвером зростання цін в листопаді (+1,4%м/м) виступило збільшення роздрібною ціни на газ для населення (+22,9%м/м). Подальше зростання тарифів на опалення і гарячу воду створить додатковий інфляційний тиск в найближчі місяці.

У середньостроковій перспективі основним драйвером зростання цін, на наш погляд, залишиться стійке внутрішнє споживання. Індекс споживчих настроїв (Gfk) залишається на високому рівні (+2,9п до 59,8п у листопаді). Номінальне підвищення зарплат в грудні склало +22,5%р/р, що відповідає 11,4% реального зростання. Трудові мігранти протягом 1-3кв18 перерахували в Україну \$8,2 млрд (+11%р/р). Реальний наявний дохід населення в 3кв18 збільшився на +10%р/р, а наявний дохід на душу населення склав 15199 грн. (+15,3%кв/кв).

У 2019р. ми очікуємо подальшого зростання зарплат внаслідок підвищення мінімальної заробітної плати з поточних 3723 до 4173 грн. з 01.01.2019, а також посилення дефіциту кадрів як в результаті розвитку економіки України, так і суттєвого відтоку трудових мігрантів. Відзначимо, що рівень безробіття в Україні в 3кв18 вперше з 2013р. знизився до 8%. При цьому в країнах східної Європи також посилюється дефіцит робочої сили і спостерігається значне зростання оплати праці. Відповідно можна очікувати подальшого зростання обсягів грошових переказів від трудових мігрантів. Крім того, бюджетом на 2019р. передбачено зростання витрат на соціальний захист і соціальне забезпечення населення на 32,1%р/р (+48,5 млрд грн.) зокрема для проведення актуалізації пенсій і збільшення соціальних трансфертів. Додатковим драйвером приватного споживання буде подальше зростання споживчого кредитування.

Кілька охолодити споживчий попит може відтік частини тимчасово вільних коштів населення на депозити (під впливом поступового зростання процентних ставок), збільшення витрат на комунальні послуги внаслідок зростання ціни на газ, а також деяке погіршення споживчих настроїв напередодні виборів, що наближаються. Відзначимо, що Меморандумом про економічну і фінансову політику України з МВФ закріплено подальше підвищення ціни на газ на +15% з травня 2019р. і +25% з січня 2020р.

З боку пропозиції додатковий інфляційний тиск у середньостроковій перспективі буде створювати зростання фонду оплати праці та обслуговування кредитів, що подорожчали. З іншого боку, сприятливий вплив може чинити зниження витрат на паливо внаслідок падіння світових цін на нафту.

Вплив курсового фактору, як ми очікуємо, буде відносно нейтральним.

Таким чином, з огляду на немонетарний характер більшості перерахованих факторів росту цін, складно очікувати значного зниження інфляційного тиску в 2019р. У середньому по року інфляція складе 9,5%р/р (на кінець року 8,9%р/р). При сприятливому збігу обставин можливе зниження до 6,8%р/р., а при несприятливому - зростання до 13,3%. При вкрай несприятливому - до 17%. Вкрай негативний вплив на інфляцію може надати сукупний вплив таких чинників, як відмова від стриманої монетарної і фінансової політики, втрата незалежності НБУ, зрив структурних реформ, співпраці з МВФ та іншими МФО, нарощування інтенсивності світових торгових воєн, несприятлива динаміка цін на продукти українського експорту, а також - на енергоносії, зростання напруженості з РФ.

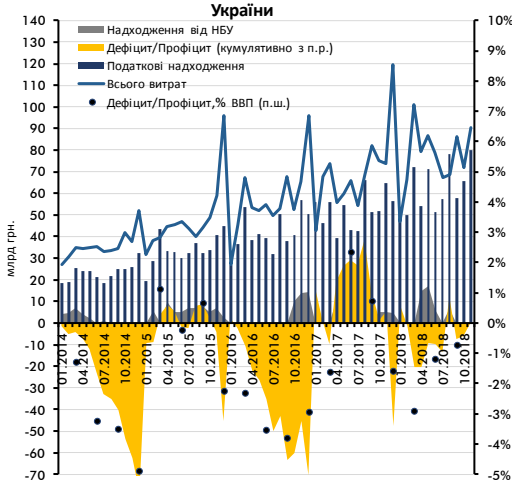
mykhailo.rebryk@aval.ua

Прогнози споживчої інфляції

Джерело	2018		2019		2020	
	ср.	к.р.	ср.	к.р.	ср.	к.р.
Райффайзен Банк Аваль	11,1	10,5	9,5	8,9	8,0	7,0
НБУ	10,9	10,1	8,8	6,3	5,6	5,0
Консенсус прогноз-аналітиків	НБУ	-	10,1	-	7,7	-
	Мінеконом розвитку	11,1	10,1	9,0	8,0	6,9
	Bloomberg	-	10,9	-	8,2	7,3
МВФ	11,0	-	9,2	-	5,9	-
Світовий банк	-	10,0	-	7,3	-	6,4
J.P.Morgan	11,1	-	9,7	-	8,3	-
Середнє значення	11,0	10,3	9,2	7,7	7,2	6,5

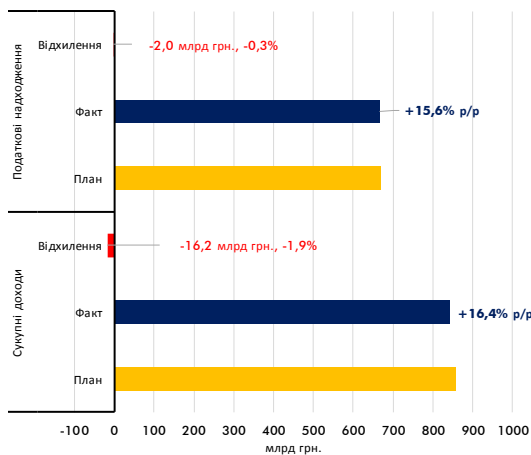
Джерело: офіційні сайти організацій

Динамика показників державного бюджету України



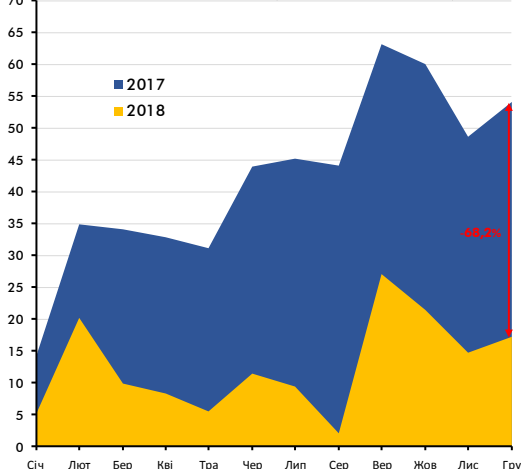
Джерело: ДССУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Показники виконання державного бюджету України у січні-листопаді 2018 р.



Джерело: Державна казначейська служба України

Залишки на Єдиному казначейському рахунку, млрд грн. (на початок місяця)



Джерело: Державна казначейська служба України

ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

Державний бюджет за підсумками 11 місяців 2018р. був зведений з символічним дефіцитом в розмірі 184 млн грн. Однак недофінансування окремих бюджетних програм продовжило зростати і досягло 62,3 млрд грн. по загальному фонду, що становить -7,5% їх запланованого річного обсягу. Найбільше відставання від планових показників як і раніше було характерним для програм фінансування охорони здоров'я (-31% менше плану або 5,9 млрд грн.), духовного і фізичного розвитку (-26,7% або 2,5 млрд грн.), економічної діяльності (-24,1% або 8,6 млрд грн.).

В абсолютному вираженні максимальне відставання від плану спостерігалось щодо фінансування загальнодержавних функцій (-20,3 млрд грн.), а у відносному - для витрат на ЖКГ (-70,4% від плану).

Зростання дохідної частини державного бюджету за результатами 11 міс. 2018р. склало 16,4%р/р, а план був виконаний на 98,1%. Всього доходи держбюджету за 11 місяців поточного року склали 843,2 млрд грн., що становить 89,7% планових річних показників.

Податкові надходження зросли на +15,6%р/р. Найбільше перевиконання планових показників по загальному фонду держбюджету припадає на податок на прибуток підприємств (+17,9%), а недовиконання - на експортні мита (-14,9%) і внутрішній акцизний податок (-11,2%).

Доходи місцевих бюджетів в січні-листопаді в порівнянні з аналогічним періодом 2017р. зросли на 22,5% або на 39 млрд грн. до 212,5 млрд гривень. При цьому власні доходи місцевих бюджетів за 11 місяців 2018р. збільшилися на 62,6% до 18,9 млрд грн. у порівнянні з січнем-листопадом 2017р. Залишки тимчасово вільних коштів місцевих бюджетів на депозитних рахунках в державних банках на 01.12.2018 склали 12,51 млрд грн.

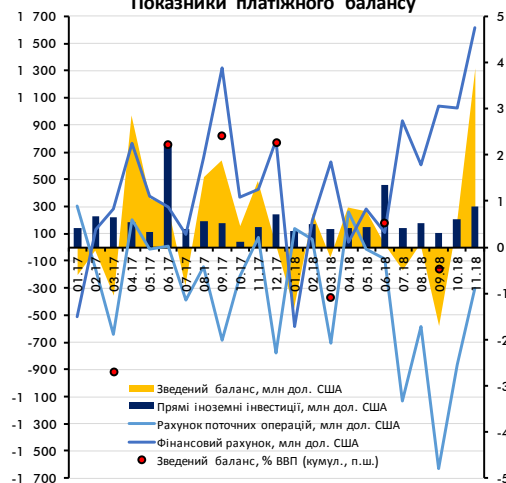
Залишки на Єдиному казначейському рахунку в листопаді збільшилися на 2,6 млрд грн. і початок грудня становили 17,2 млрд грн. Це, однак, на 68,2% менше показника аналогічного періоду 2017р.

mykhailo.rebryk@aval.ua

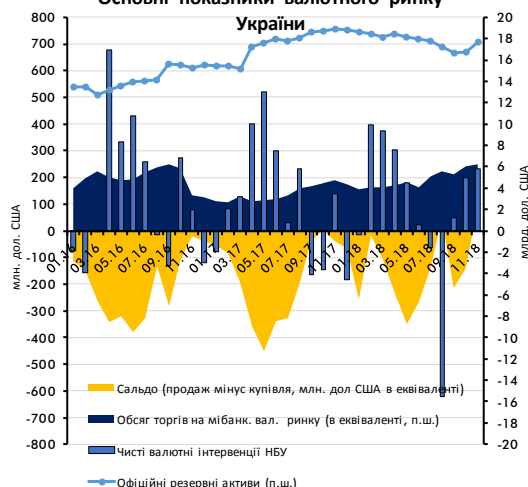
Видатки державного бюджету (загальний фонд): виконання плану в січні-жовтні 2018р.

	План, млрд грн.	Факт, млрд грн.	Відхилення	
			млрд грн.	%
Загальнодержавні функції	163,5	143,2	-20,3	12,4
Оборона	75,4	70,6	-4,9	6,5
Громадський порядок, безпека та судова влада	93,1	85,6	-7,5	8,0
Економічна діяльність	35,7	27,1	-8,6	24,1
Охорона навколишнього природного середовища	3,5	2,8	-0,7	19,3
Житлово-комунальне господарство	0,2	0,1	-0,1	70,4
Охорона здоров'я	18,9	13,0	-5,9	31,1
Духовний та фізичний розвиток	9,5	7,0	-2,5	26,7
Освіта	27,0	25,3	-1,7	6,2
Соц. захист та соц. забезпечення	139,0	137,2	-1,8	1,3
Міжбюджетні трансферти	266,0	257,7	-8,3	3,1
Усього	831,9	769,6	-62,3	7,5

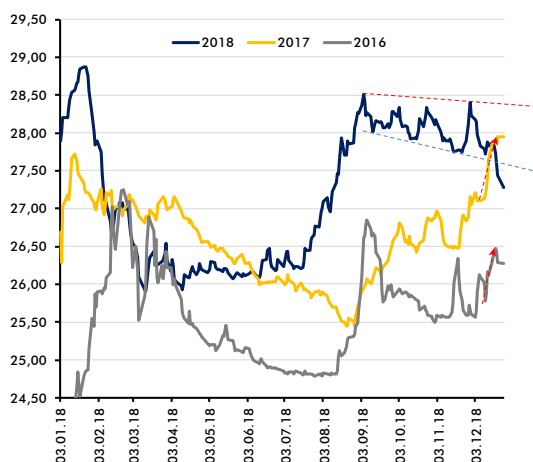
Джерело: Державна казначейська служба України (ДКСУ)

Показники платіжного балансу


Джерело: ДССУ, НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Основні показники валютного ринку


Джерело: НБУ

Динаміка обмінного курсу USD/UAH


Джерело: МФУ, Raiffeisen Bank Aval Research

ЗОВНІШНІЙ СЕКТОР І ВАЛЮТНИЙ РИНОК

У листопаді платіжний баланс був зведений з профіцитом в сумі \$1,32 млрд, а за підсумками 11 місяців 2018р. позитивне сальдо склало \$1,1 млрд. Експорт рекордного врожаю зернобобових дозволив звузити дефіцит поточного рахунку до \$ 299 млн. Однак в цілому в січні-листопаді 2018р. імпорт товарів і послуг збільшився на \$7,9 млрд (+14,1%р/р) в порівнянні з аналогічним періодом 2017р., в той час, як експорт зріс лише на \$4,8 млрд (+9,8%р/р). Як наслідок, торговий дефіцит розширився до \$10,6 млрд (+42,7%р/р або +\$3,2 млрд.).

У грудні 2018р. Україні були перераховані перші транші в рамках нових програм stand-by від МВФ (\$1,4 млрд) і макрофінансової допомоги від ЄС (0,5 млрд євро). Також 18 грудня були затверджені кредитні гарантії Світового банку на суму \$0,75 млрд., завдяки яким планується залучити до \$1 млрд в січні 2019р. Такі притоки іноземної валюти надавали сприятливий вплив на сальдо платіжного балансу, курсову динаміку і перспективи макроекономічного розвитку. Зокрема, міжнародне рейтингове агентство Moody's Investors Service підвищило суверенний кредитний рейтинг України в національній та іноземній валютах з Caa2 до Caa1 зі зміною прогнозу з позитивного на стабільний.

Надання траншу МВФ і пов'язаного фінансування сприяло зниженню ажитації на валютному ринку, внаслідок чого панічні покупки валюти, викликані введенням з 26 листопада воєнного стану в результаті конфлікту з РФ в Азовському морі, змінилися продажами.

Розширенню пропозиції на валютному ринку в грудні сприяли реалізація валютної виручки аграріїв від експорту рекордного врожаю зернобобових, а також валютних запасів Нафтогазу, що конвертувалися з метою виплати дивідендів. Крім того, дефіцит гривневої ліквідності на тлі жорсткої монетарної політики стимулював банки, компанії та населення продавати свої валютні запаси. Як наслідок, всупереч сформованому за останні кілька років грудневому девальваційному паттерну, гривня дещо зміцнилася (з 28,39 станом на 29.11.18 до 27,67 за станом на 28.12.18, тобто на 2,5%). Середньозважений курс USD/UAH склав близько 27,8.

НБУ з початку грудня вдалося купити більше \$400 млн грн. надлишку валюти на міжбанку (+\$232,8 млн на листопаді). **З урахуванням надходжень міжнародного фінансування, це дозволить наростити обсяг міжнародних резервів до кінця 2018р. до \$ 20,3 млрд.**

Таким чином, на наш погляд, макроекономічна ситуація фундаментально сприятлива для нормалізації і поступового зниження девальваційного тиску в середньостроковій перспективі. Певні ризики для курсової динаміки несуть пікові виплати за держборгом в 2019р нарощування імпорту в умовах сталого споживчого попиту, погіршення світових цінових умов на метали і зернобобові, що може знизити валютні надходження від експорту, зростання попиту на валюту з боку населення внаслідок зростання зарплат і невизначеності в період виборів. З іншого боку, обрання в результаті президентських виборів кандидата, дії якого є відносно прогнозованими, може привести до зростання інтересу іноземних інвесторів до держоблігацій і посилить приплив іноземної валюти, починаючи вже з другої половини 2019р.

У базовому сценарії в 2019р. ми очікуємо середньорічне значення курсу USD/UAH на рівні 28,7 з можливою девальвацією до кінця року до рівня 29,5. При позитивному збігу обставин, на наш погляд, середньорічний курс гривні може зміцнитися до 26-26,5. Подальше зміцнення, є малоімовірним, тому що НБУ, ймовірно, вважатиме за краще в таких обставинах максимально поповнити золотовалютні резерви за рахунок покупок на міжбанку. Крім того, істотна ревальвація буде ще більше стимулювати імпорт, одночасно негативний впливаючи на експортерів.

mykhailo.rebryk@aval.ua

Зверніть увагу на повідомлення про ризики і пояснення наприкінці цього документа

Грудень 2018р.
Випуск 6

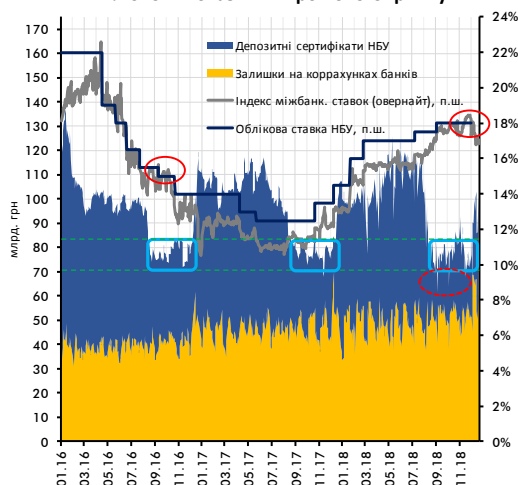
ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ОСНОВНИХ ПРОГРАМ ФІНАНСОВОЇ ДОПОМОГИ УКРАЇНИ

	Макрофінансова допомога від Європейського Союзу (MFA)	Stand-by програма МВФ (SBA)	Гарантії від Світового банку (PBG)
Статус	Затверджена 30.11.2018	Затверджена 18.12.2018	Затверджені 18.12.2018
Прес-реліз	https://eeas.europa.eu/delegation/s/ukraine/54726/eu-approves-disbursement-%E2%82%AC500-million-macro-financial-assistance-ukraine_en	https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/12/18/pr18483-ukraine-imf-executive-board-approves-14-month-stand-by-arrangement	http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/12/18/world-bank-guarantee-supports-vital-reforms-in-ukraine
Форма	Кредит	Кредит	Гарантії під реформи (Policy-Based Guarantee)
Загальний обсяг	До EUR 1 млрд	До USD 3.9 млрд (до XDR 2.8 млрд)	До USD 1 млрд
Тривалість прогр.	30 мес.	14 мес.	-
Режим виплат	2 транші: I транш: EUR 500 млн, перерахований 11.12.18 II транш: до EUR 500 млн, очікується навесні 2019р.	3 транші: I транш: USD 1.4 млрд, перерахований 21.12.18 II транш: USD 1.3 млрд (?), очікується в травні 2019р. III транш: USD 1.2 млрд (?), очікується в листопаді 2019р.	2 розміщення під гарантії: I розміщення: USD 400 млн очікувалося в грудні 2018р. II розміщення: USD 600 млн очікується в січні 2019р.
Очікуваний термін фінансування	До 15 років I транш: повернення в квітні 2033г.	? (не розголошується)	I транш: 4 роки (одна виплата в кінці періоду) II транш: 10 років (ніяких платежів протягом 4,5 років, далі пропорційні амортизаційні кожні 6 міс.)
Спосіб фінансування	Випуск облігацій Європейською комісією (з кредитним рейтингом AAA)	Кредит	Випуск єврооблігацій України під гарантії Світового банку
Процентна ставка	Визначається при розміщенні облігацій: I транш: 1.25%	? (не розголошується)	Буде визначена при розміщенні облігацій (до 4,9% + комісійні 0.8%)
Основні умови отримання	1) prior actions в рамках stand-by програми МВФ; 2) позитивна оцінка Європейською комісією прогресу, досягнутого в відношенні ряду узгоджених критеріїв макроекономічних і структурних реформ (18)	Prior actions, включаючи 1) прийняття об'єднаного бюджету на 2019р. ; 2) підвищення тарифів на газ та опалення; 3) прийняття законодавства щодо вдосконалення управління в держбанках	Prior actions в рамках stand-by програми МВФ
Офіційна мета	Ослаблення зовнішнього фінансування країни, підтримка платіжного балансу і бюджетних потреб, накопичення резервів в іноземній валюті та допомога країні в протистоянні поточній фінансовій стабільності. Підтримка зовнішньої та фінансової стабільності. Підтримка європейських цінностей, умовах включаючи стійкий і соціально обмінного курсу; 3) зміцнення відповідальний розвиток, що веде до створення робочих місць і скорочення бідності, а також прихильність громадянському суспільству.	Створення обмежень опори для економічної політики в 2019р. Підтримка банківської сфери (зміцнення макроекономічної і фінансової корпоративного управління державних банків), боротьби з корупцією (створення пріоритетів: 1) продовження антикорупційного суду), підвищення прозорості обліку земель з метою прозорості сільськогосподарського призначення, зниження держборгу; сільськогосподарського призначення, зниження інфляції в пенсій, субсидій на комунальні послуги та охорони здоров'я. Підтримка 2) подальше зниження інфляції в пенсій, субсидій на комунальні послуги та охорони здоров'я. Підтримка 3) зміцнення В цілому, програма реформ, що фінансового сектора, сприяння в підтримувану RBG, усуває структурні проблеми макроекономічної зокрема для поліпшення уразливості на передодні виборів 2019р. приватизації та управління.	Підтримка важливих реформ в сфері (зміцнення управління земель боротися з корупцією (створення антикорупційного суду), підвищення прозорості обліку земель з метою прозорості сільськогосподарського призначення, зниження держборгу; сільськогосподарського призначення, зниження інфляції в пенсій, субсидій на комунальні послуги та охорони здоров'я. Підтримка 2) подальше зниження інфляції в пенсій, субсидій на комунальні послуги та охорони здоров'я. Підтримка 3) зміцнення В цілому, програма реформ, що фінансового сектора, сприяння в підтримувану RBG, усуває структурні проблеми макроекономічної зокрема для поліпшення уразливості на передодні виборів 2019р. приватизації та управління.

Джерело: Офіційні прес-релізи ЄС, МВФ та СБ

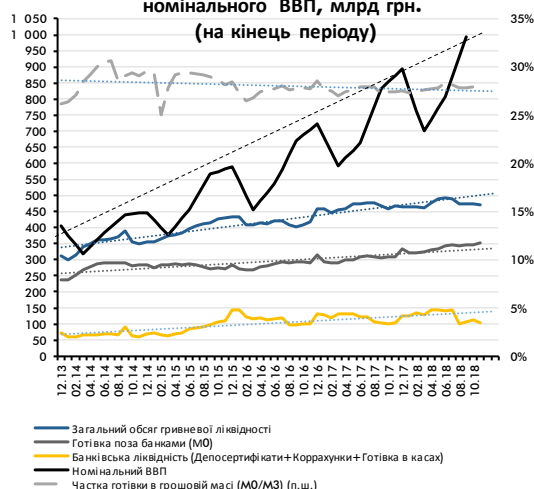
mykhailo.rebryk@aval.ua

Ключові показники грошового ринку



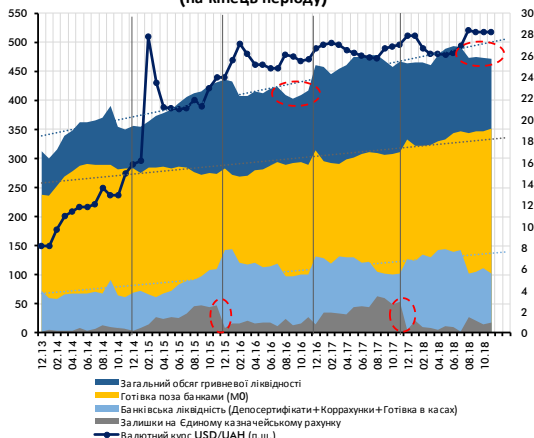
Джерело: НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Динаміка гривневої ліквідності та номінального ВВП, млрд грн. (на кінець періоду)



Джерело: НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Динаміка гривневої ліквідності, млрд грн. (на кінець періоду)



Джерело: НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

ГРОШОВИЙ РИНОК І МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА

У 2018р. достатньо точно відпрацював сформований в останні роки «патерн» відтоку банківської ліквідності з середини серпня до середини грудня. Однак, на наш погляд, поточний дефіцит виявився більш суворим на тлі жорсткої монетарної політики НБУ і відтоку коштів з рахунків клієнтів на покупку валюти. Так середній обсяг гривневої банківської ліквідності в зазначеному періоді 2018р. був на 1,4% нижче за аналогічний показник 2017р., а інвестиції в депозитні сертифікати НБУ скоротилися ще істотніше - на 18,8%. Також в окремі дні спостерігалися пікові відтоки ліквідності, а індекс міжбанк. ставок овернайт вперше з жовтня 2016р. перевищив значення облікової ставки НБУ і на початок грудня досяг 18,44%.

До середини грудня ситуація нормалізувалася. В цілому, середній обсяг гривневої банківської ліквідності в останньому місяці 2018р. склав 88,1 млрд грн. (+5,7%/р), що перевищує рівень листопада на 10,3%. Залишки на кореспондентських рахунках банків з початку місяця зросли на 0,6 млрд грн. (+1,2%), а обсяг інвестицій в депозитні сертифікати НБУ більш ніж подвоївся (+26 млрд грн.). Припливу гривні сприяло перетікання коштів з Єдиного казначейського рахунку на рахунки підприємств (+36,3 млрд грн.), а також переважання покупок іноземної валюти з боку НБУ (+9,4 млрд грн.).

При цьому перетікання коштів з рахунків клієнтів в готівкову форму в грудні склало 18,4 млрд грн. На наш погляд, це викликано як ситуативними, так і фундаментальними факторами. Ситуативно негативний ефект спричинив конфлікт в Азовському морі. Однак в той же час можна констатувати посилення транзакційного попиту на гроші з боку населення і організацій внаслідок зростання економіки. Так зростання номінального ВВП склало близько 20%, тоді як середньорічний обсяг гривневої ліквідності в економіці (включаючи залишки на коррахунках і інвестиції банків в депозитні сертифікати, обсяг готівкової гривні, а також залишки на Єдиному казначейському рахунку) за рік виріс лише на 0,98%/р, а обсяг ліквідності в розпорядженні банків - на 5,72%/р. Макроекономічний прогноз НБУ містить ще більш стримане збільшення грошової бази і грошової маси в 2019р. (+6,2% і 8,7% відповідно). У той же час номінальне зростання ВВП прогнозується на рівні 11,1% за відносно постійної швидкості грошового обігу. В результаті відбувається нарощування обсягу готівкової гривні поза банками (+10,5%/р у 2018 р.) Для здійснення розрахунків. На наш погляд, таке зростання є фундаментальним і органічним, про що свідчить той факт, що в середньому частка готівки в загальному обсязі грошової маси в 2018р. практично не змінилася (27,9%) і знаходиться в глобальному спадному тренді.

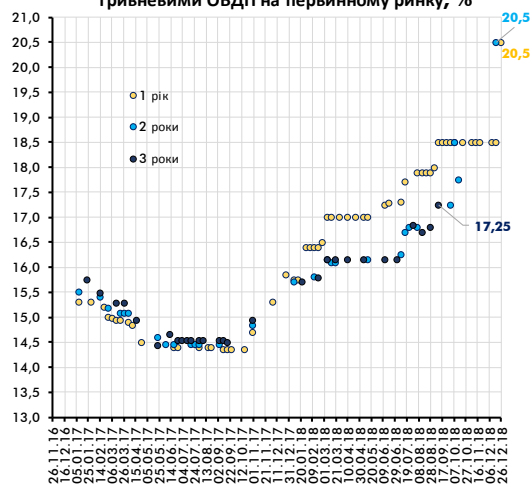
В таких умовах зростання процентних ставок по депозитах фактично не позначилося на схильності до заощадження. В середньому в листопаді прибутковість депозитів корпоративних клієнтів зросла на 0,6п.п. м/м, а фізичних осіб - на 0,4 п.п. м/м. Деякі банки пішли на ще більш суттєве підвищення процентних ставок. Однак при цьому спостерігався відтік з рахунків корпоративних клієнтів (-7,7%/р у листопаді), який лише частково компенсувався за рахунок надходжень на рахунки фізичних осіб (+6,6р/р).

Як і раніше, ми очікуємо подальшого скорочення надлишку ліквідності банківської системи і переходу до стану структурного дефіциту. Проте, в «базовому сценарії» ми не очікуємо якихось драматичних тенденцій, що загрожують фінансовій стабільності і ліквідності банківської системи.

На нашу думку, умови монетарної політики є достатньо жорсткими для стримування зростання цін. З іншого боку, з огляду на немонетарний характер ключових драйверів цінової динаміки, ми не очікуємо значного зниження інфляційного тиску в 2019р. Отже, найбільш ймовірно, що облікова ставка НБУ якийсь час буде залишатися незмінною. При сприятливому збігу макроекономічних обставин і помірній політичній турбулентності ми очікуємо старт циклу поступального зниження ключової ставки з середини 2019р.

mykhailo.rebryk@aval.ua

Середньозважений рівень дохідності за
гривневими ОВДП на первинному ринку, %



Джерело: МФУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Рівні котирувань гривневих ОВДП

Термін обігу	Дохідності	
	купівля	продаж
6 міс.	20.50 – 22.00%	18.25 – 20.00%
1 рік	21.00 – 21.85%	18.25 – 19.85%
2 роки	20.75 – 21.00%	18.25 – 19.25%
3 роки	21.00 – 21.25%	18.00 – 18.50%

Рівні котирувань валютних ОВДП

Термін обігу	Дохідності, USD/UAH	
	купівля	продаж
6 міс.	6.50 – 7.25% / 27.35 – 27.60	5.00 – 5.50% / 27.85 – 27.93
1 рік	7.25 – 7.50% / 27.35 – 27.60	5.05 – 5.50% / 27.85 – 27.93
2 роки	7.50 – 7.75% / 27.35 – 27.60	5.15 – 5.25% / 27.85 – 27.93

Джерело: Raiffeisen Bank Aval Trading Desk

РИНОК ОБЛІГАЦІЙ

У грудні прибутковості на вторинному ринку ОВДП продовжили зростання. Особливо це було помітно на короткому кінці кривої, де ставки зросли в середньому на 25-50б.п. на боці покупки і на 65-100б.п. на боці продажу. На довгому кінці кривої прибутковості виросли на 25-50б.п. на стороні покупки і всього на 5б.п. на боці продажу. Це зростання було зумовлене помірно-агресивними продажами з боку деяких учасників ринку, які можна було спостерігати протягом усього місяця, а також високими ставками на ринку РЕПО. Ближче до кінця місяця темпи зростання дохідностей сповільнилися і навіть було зафіксовано їх невелике зниження. У цей момент на підтримку зростання виступив Мінфін, різко підвищивши прибутковості первинних розміщень за короткими ОВДП на 150б.п., що в свою чергу спровокувало подальше зростання дохідностей на вторинному ринку.

Портфель ОВДП у власності нерезидентів за минулий місяць практично не змінився, в той час як портфель ОВДП у власності фізичних осіб продовжив стриманий, але впевнене зростання (+150 млн грн. за місяць).

На ринку валютних ОВДП зростання дохідностей також продовжився, проте більш стриманими темпами. В середньому за місяць котирування на боці покупки зросли на 5-10б.п. і на 20-25б.п. на боці продажу. Це зростання пояснюється продовженням впливу первинного ринку на вторинний. Незважаючи на це зростання, прибутковості первинних розміщень валютних ОВДП все ще істотно перевищують котирування на продаж на вторинному ринку (в середньому на 120-200б.п.).

Курс USD / UAH, який закладається при розрахунку ціни в гривнях, знизився за міжбанківським курсом і на 28.12.2018 коливався в коридорі 27,35-27,93.

У період з 03.12.2018 по 28.12.2018 Міністерство фінансів України залучило до бюджету 15 млрд грн., 492 млн. дол. США і 43 млн євро на первинних аукціонах з розміщення ОВДП. Не можна не відзначити первинні аукціони від 18.12.2018, на яких Мінфін істотно підвищив прибутковості первинних розміщень короткострокових гривневих ОВДП з 19,0 до 20,5%, завдяки чому зміг залучити значні кошти в розмірі 11,3 млрд. грн. Це підвищення дохідностей було неочікуваним для учасників ринку, тому багато з них на цих аукціонах придбали папери зі старою прибутковості 19%. Вже на наступному аукціоні первинного розміщення короткострокових ОВДП, який відбувся 26.12.2018, Мінфін знизив прибутковість відсікання до 20%, а потім, на позаплановому аукціоні 27.12.2018, розмістив 60-ти денні гривневі ОВДП під 18,50%. Прибутковості відсікання по валютним ОВДП залишилися практично на тих же рівнях.

oleg.klimas@aval.ua & aevdokimov@aval.ua

	Термін обігу							
	3 міс.	6 міс.	9 міс.	1 рік	1,5 р.	2 роки		
Результати аукціонів 04.12.2018								
Встановл. рівень дохідності, %	19,00	18,50	6,7	x	7,25	4,60	x	7,50
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	54,25 UAH	10,34 UAH	0,26 USD	x	0,67 USD	0,11 EUR	x	0,56 USD
Результати аукціонів 11.12.2018								
Встановл. рівень дохідності, %	19,00	4,50	18,50	6,70	x	18,50	7,25	x
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	7,55 UAH	43,60 EUR	14,73 UAH	1,63 USD	x	0,43 UAH	3,91 USD	x
Результати аукціонів 18.12.2018								
Встановл. рівень дохідності, %	6,34	20,50 (+2,5пп)	18,50	18,50	7,25	18,50	7,50 (+0,25пп)	x
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	253,1 USD (28 днів)	11771,5 UAH	8,33UAH	45,00 UAH	6,71 USD	6,06 UAH	50,69 USD	x
Результати аукціонів 26.12.2018								
Встановл. рівень дохідності, %	20,00 (-0,5пп)	x	7,25	x	x	x	x	x
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	708,36 UAH	x	2,77 USD	x	x	x	x	x
Результати аукціонів 27.12.2018								
Встановл. рівень дохідності, %	6,25	18,50	x	x	x	x	x	x
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	170,6 USD (19 днів)	2961,85 UAH (62 дні)	x	x	x	x	x	x

Джерело: МФУ, Raiffeisen Bank Aval Trading Desk

Зверніть увагу на повідомлення про ризики і пояснення наприкінці цього документа

КОНТАКТНА ІНФОРМАЦІЯ

Райффайзен Банк Аваль

Україна, Київ 01011, вул. Лєскова, 9
Тел. +380 44 490 8888

Казначейство:**Директор Казначейства:**

Володимир Кравченко (+380 44 495 4220)

Форекс, грошовий ринок:

Юрій Гриненко (+380 44 490 8988),
Олександр Варениця (+380 44 495 4227),
Микола Висоцький (+380 44 495 4023)

Операції с банкнотами та золотом:

Сергій Бігун (+380 44 490 8783),
Микола Белановський (+380 44 495 4020)

Продаж казначейських продуктів:

Марина Лукашенко (+380 44 495 4202),
Олександр Коренєв (+380 44 495 4295),
Тетяна Корнієнко (+380 44 495 4201)

Цінні папери:

Олег Клімас (+380 44 495 4208),
Олексій Євдокімов (+380 44 495 4206),
Дар'я Шацьких (+380 44 495 4204)

Аналіз та дослідження:

Михайло Ребрик (+380 44 590 5621)

Управління інвестиційного банкінгу:

Вікторія Масна (+380 44 230 2344)

Департамент обслуговування мультинаціональних компаній та торгового фінансування:**Директор:**

Сергій Костогриз (+380 44 495 4100)

Менеджери:

Анна Придибайло (+380 44 230 9981)

Департамент корпоративних клієнтів:**Директор :**

Юрій Козак (+380 44 490 8702)

Менеджери:

Володимир Кирилюк (+380 50 332 8919),
Олександр Яцентюк (+380 44 495 4243)

Повідомлення про ризики і пояснення

Цей документ не є пропозицією або запрошенням до підписки або придбання будь-яких цінних паперів, і ні цей документ, ні будь-яка інформація, що в ньому викладена, не є підставою для укладення будь-якого договору або прийняття будь-якого зобов'язання. Цей документ надається виключно в інформаційних цілях. Якщо не зазначено інше, всі точки зору і думки (включаючи твердження та прогнози) належать лише Райффайзен Банку Аваль і можуть бути змінені без попередження або повідомлення. Будь-яка інвестиція або інші рішення не повинні прийматися на підставі цього документа. Райффайзен Банк Аваль також не гарантує надійності, точності або повноти інформації, представленої в цьому документі, і не несе будь-якої відповідальності або зобов'язань щодо збитків або шкоди, отриманих в результаті використання цієї інформації.