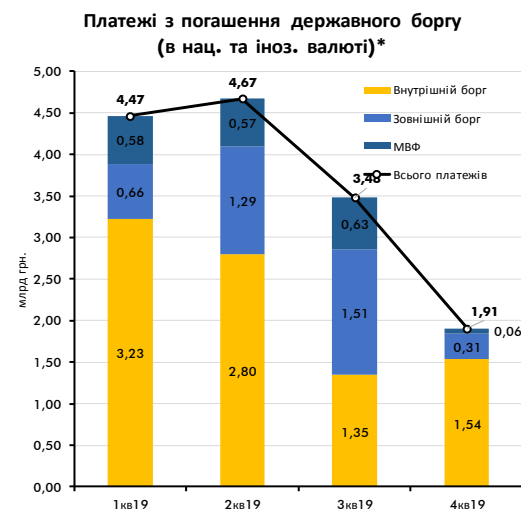


РЕЗЮМЕ

- У 2018р. економіка України продовжила поступове відновлення, незважаючи на внутрішньополітичні ризики та тривалий конфлікт з Росією: зростання ВВП побило 7-річний рекорд (3,2-3,3%), споживча інфляція досягла 5-річного мінімуму (9,8%р/р), надходження за фінансовим рахунком досягли \$7,5 млрд, а міжнародні резерви перевищили \$20,8 млрд. вперше з 2013р., профіцит платіжного балансу склав \$2,9 млрд, що є абсолютним рекордом за останні 8 років.
- Однак темпи відновлення економіки України є недостатньо динамічними для оперативного повернення до докризових показників, тому важливим є інтенсифікація структурних реформ і поліпшення інвестиційного клімату.
- Зберігаються ризики нестійкості нещодавно сформованого дезінфляційного тренду внаслідок істотного тиску з боку споживчого попиту, високих інфляційних очікувань населення, а також зростання виробничих витрат і регульованих тарифів. Відповідно, важливим є підтримання існуючого крихкого балансу між цілями НБУ щодо забезпечення цінової стабільності і збереження позитивного імпульсу економічного зростання.
- На тлі зниження темпів зростання ключових секторів економіки і пробуксовки програми приватизації спостерігається посилення фінансових ризиків. З урахуванням пікових виплат за зовнішнім боргом, це підвищує важливість дотримання принципів зваженої фінансової політики і утримання від популістських витрат, не забезпечених зростанням доходної частини бюджету.
- Збереження тенденції щодо розширення дефіциту торгового балансу (-\$11,5 млрд у 2018р.) на тлі майбутніх відтоків за фінансовим рахунком створює фундаментальні передумови для посилення девальваційного тиску. Однак накопичений буфер у вигляді \$20,8 млрд міжнародних резервів, жорстка і незалежна монетарна політика НБУ, а також продовження співпраці з МВФ та іншими міжнародними фінансовими донорами, на нашу думку, дозволить згладити зайву волатильність на валютному ринку і зберегти макроекономічну стабільність.



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 аналітики:

Михайло Ребрук, Райффайзен банк Аваль, Київ
mykhailo.rebryk@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

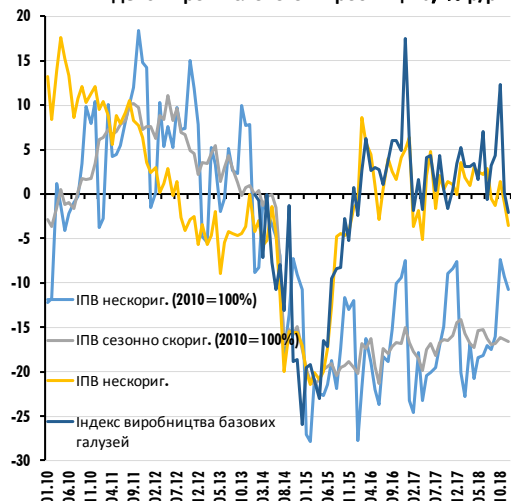
	2015	2016	2017	2018п	2019п	2020п
Реальний сектор						
ВВП (млрд грн.)	1989	2385	2983	3554	4107	4699
Реальний ВВП (% р/р)	-9,8	2,4	2,5	3,2	2,7	3,1
ІСЦ (ср., % р/р)	48,7	13,9	14,5	11,1	9,5	8,0
ІСЦ (кінець періоду, % р/р)	43,3	12,4	13,7	10,5	8,9	7,0
ІЦВ (ср., % р/р)	36,0	20,5	26,3	18,1	15,5	13,6
Промвиробництво (% 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

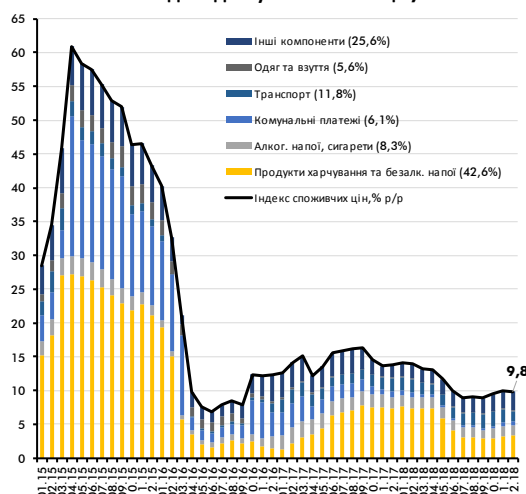
Зверніть увагу на повідомлення про ризики і пояснення наприкінці цього документа

**Темпи зростання виробництва
за галузями, %**


Джерело: ДССУ

Індекси промислового виробництва, % р/р


Джерело: ДССУ, НБУ

Внесок до індексу споживчих цін, п.п.*


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

Джерело: ДССУ, Raiffeisen Bank Aval Research

ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК

У грудні 2018р. посилювалося падіння виробництва ключових галузей економіки. Серед лідерів падіння можна виділити житлове будівництво

(-24,6%р/р), машинобудування (-16,8%), металургію (-9,9%) і переробну промисловість (-8,8%). Спостерігалось також скорочення як вантажо-, так і пасажирообороту на -6,9% і -5,6%р/р відповідно. Негативні результати були лише частково компенсовані зростанням сільського господарства (+2,8%р/р), роздрібною торгівлі (+4,9%), енергетичного сектора (+11,1%), а також добувної промисловості (+1,8%). Як наслідок, **індекс виробництва базових галузей, що розраховується НБУ, за підсумками грудня виявився негативним (-2,1%)**.

Проте, завдяки рекордному врожаю кукурудзи та олійних культур, високому споживчому попиту, холодним погодним умовам (що сприяли зростанню в енергетичному секторі), а також ефекту низької бази порівняння можна прогнозувати близько 3,5%р/р зростання економіки в 4кв18. У цілому, ми очікуємо, що **реальний ВВП за результатами 2018р. збільшиться на 3,2-3,3%р/р, що буде найкращим показником, починаючи з 2011р.** У галузевому розрізі серед ключових секторів економіки лише легка і харчова промисловості, а також вантажний транспорт у 2018р. продемонстрували падіння обсягів виробництва (на -4,6%, -1,9%р/р і -3,4% відповідно). Найбільш динамічно розвивалися хімічна промисловість (+16,5%р/р), сільське господарство (+7,8%), роздрібна торгівля (+6,1%), будівництво (+4,4%) і пасажирський транспорт (+4,4%).

З нашої точки зору, темпи відновлення економіки України є недостатньо динамічними для оперативного повернення до докризових показників. Так, сезонно скоригований індекс промислового виробництва в грудні 2018р. залишався істотно нижче аналогічного показника 2010 року, взятого за базисний (-16,6%). Без сезонної корекції відставання становить -10,8%. Відзначимо, що в зазначених цифрах виключено вплив фактору територіальних втрат.

Тому критично важливим є нарощування темпів структурних реформ і покращення інвестиційного клімату в Україні. Також, на відміну від прихильників стимулювання економіки в рамках політики «дешевих грошей», ми віримо, що **сталий економічний розвиток в довгостроковому періоді може бути заснований виключно на фундаменті цінової і фінансової стабільності.** Тому, з нашої точки зору, важливим є підтримання існуючого крихкого балансу між цілями НБУ щодо забезпечення цінової стабільності і збереження імпульсу економічного зростання, що починає давати свої позитивні плоди у вигляді макроекономічної стабілізації.

mykhailo.rebryk@aval.ua

ІНФЛЯЦІЯ

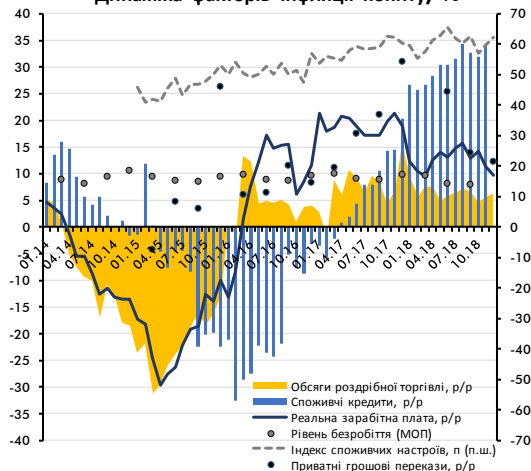
У 2018 р. індекс споживчих цін знизився з 13,7% до 9,8%, побивши 5-річний рекорд. Покращилися й інфляційні очікування населення (11,9% у грудні 2018р. проти 14,9% у вересні).

Однак, на наш погляд, дещо передчасно констатувати стійкість нещодавно сформованого дезінфляційного тренду. Так, відчутному зниженню індексу споживчих цін наприкінці минулого року поряд з жорсткою і незалежною монетарною політикою НБУ сприяв вплив ситуативних чинників - зниження світових цін на нафту, хороший урожай сезонних фруктів і зміцнення обмінного курсу гривні, яке підтримало здешевлення імпортованих товарів (зокрема, завдяки рекордному врожаю зернових, валютних надходженням від МВФ, ЄС і Світового банку).

Протягом року подешевшали лише фрукти (-17%р/р у грудні) і цукор (-9,3%). Ціни на всі інші групи товарів і послуг зросли. У найбільшій мірі подорожчали транспортні послуги (+28,9%), алкогольні напої та тютюнові вироби (+17,9%), послуги зв'язку (+15,1%), а також освітні послуги (+13,4%). Істотно зросли житлово-комунальні тарифи, зокрема на утримання будинків і прибудинкових територій (+23,7%), природний газ (+22,9%), водопостачання (+19,9%). Зростання цін на продукти харчування склав +7,8%р/р, найбільше подорожчали овочі (+27,8%) і хліб (+21,5%р/р).

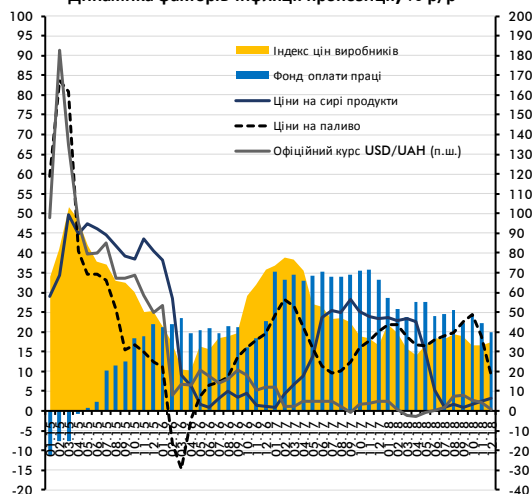
Зверніть увагу на повідомлення про ризики і пояснення наприкінці цього документа

Динаміка факторів інфляції попиту, %



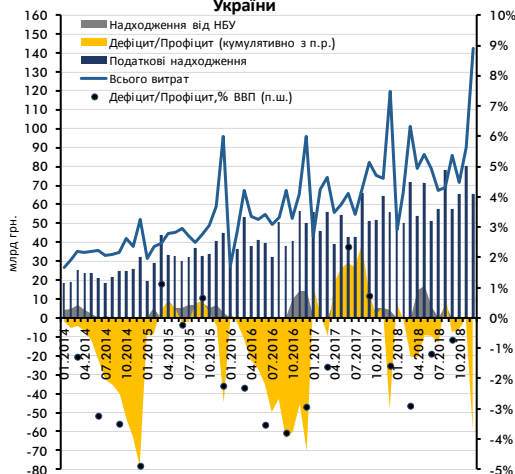
Джерело: ДССУ, НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Динаміка факторів інфляції пропозиції, % р/р



Джерело: ДССУ, НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Динаміка показників державного бюджету України



Джерело: ДССУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Індекс споживчих цін залишився значно вище таргету центрального банку, а повернення інфляції до затвердженого цільового діапазону (6%±1в.п.) самим НБУ очікується тільки в 1кв20. Інфляційні очікування населення, будучи в деякій мірі «заякореними» (коефіцієнт кореляції з обліковою ставкою в 2015-2018рр. склав 0,74), також залишаються істотно вищими за таргет.

Крім того, на наш погляд, зберігається істотний інфляційний тиск з боку споживчого попиту, обумовлений:

- стійким зростанням заробітних плат як в номінальному (+20,5%р/р у грудні 2018р.), так і в реальному (+9,7%р/р) виразах;
- збільшенням мінімальної заробітної плати з поточних 3723 грн. до 4173 грн. з 01.01.2019;
- актуалізацією пенсій і соціальних трансфертів (бюджетом на 2019р. передбачено зростання витрат на соціальний захист і соціальне забезпечення населення на 32,1%р/р (+48,5 млрд грн.);
- посиленням дефіциту кадрів як в результаті розвитку економіки України, так і суттєвого відтоку трудових мігрантів (рівень безробіття в Україні у Зкв18 вперше з 2013р. знизився до 8%);
- збільшенням перерахувань від трудових мігрантів (\$11,3 млрд або +24,3%р/р у 2018р.);
- поліпшенням споживчих настроїв (індекс GfK зріс на 2,4п. до 62,2п. у грудні 2018р.);
- розширенням споживчого кредитування (+34%р/р у листопаді 2018р.);
- стартом монетизації субсидій з березня 2019р.

З боку пропозиції додатковий інфляційний тиск у середньостроковій перспективі буде створювати зростання фонду оплати праці. Ми не очікуємо істотного уповільнення зростання зарплат в Україні й ослаблення міграційних процесів у 2019р. в силу дисбалансів на ринках праці, що склалися в країнах Східної і Центральної Європи. Заплановане зростання тарифів на газ і житлово-комунальні послуги, опалення та гарячу воду також створить додатковий інфляційний тиск в 2019р.

З іншого боку, сприятливий вплив на ціни може надати зниження витрат на паливо в разі збереження світових цін на нафту на відносно низькому рівні.

Вплив курсового фактору, як ми очікуємо, буде сприятливим для зниження інфляції у першому півріччі 2019р. і відносно нейтральним у другому.

mykhailo.rebryk@aval.ua

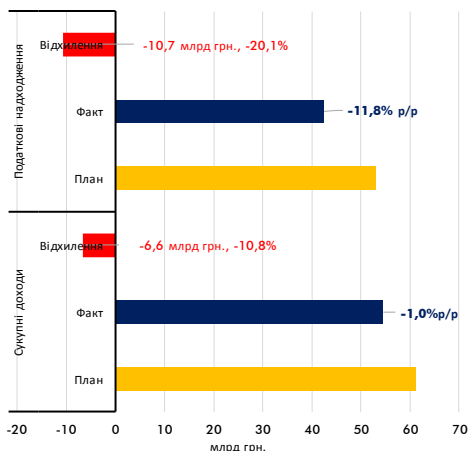
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

Зведений бюджет України у 2018р. було виконано з дефіцитом в розмірі 67,8 млрд грн., що на 60,9%р/р більше показника 2017р. Доходи зведеного бюджету зросли на 167,3 млрд грн. (16,5%р/р), що трохи нижче темпів номінального збільшення ВВП (близько +20%р/р) і середньої заробітної плати (+24,8%р/р).

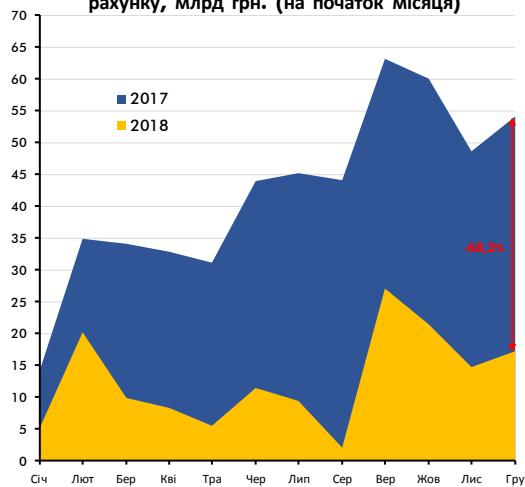
Основними джерелами доходів зведеного бюджету були податкові надходження (83,3%), у структурі яких основна питома вага припадала на ПДВ (38%), ПДФО (23,3%), акцизний податок (12,9%) і податок на прибуток підприємств (10,8%). Найбільші темпи приросту в порівнянні з 2017р. продемонстрували прямі податки: податок на прибуток підприємств (+44,7%), ПДФО (+23,8%) і єдиний податок (+22,8%), що сигналізує про позитивні зміни в економіці. Істотно зросли також надходження від внутрішнього ПДВ (+24,7%). Позитивним фактором також є зростання власних доходів бюджетних організацій на 25,1% (на 2019р. бюджетом заплановано зростання даного показника на 28,3%).

Витатки зведеного бюджету в 2018р. виросли на 18,3%р/р (+193,2 млрд грн.). У їх структурі основна питома вага припадала на соціальний захист і соціальне забезпечення (24,7%), освіту (16,8%) і фінансування загальнодержавних функцій (15,3%). Найбільші темпи приросту в порівнянні з 2017р. були характерні для витрат на економічну діяльність (+36,8%), підтримання громадського порядку, безпеки та фінансування судової влади (+33,4%), а також витрат на оборону (+30,5%).

Зверніть увагу на повідомлення про ризики і пояснення наприкінці цього документа

Показники виконання державного бюджету
України у січні 2019 р.


Джерело: Державна казначейська служба України

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


Джерело: Державна казначейська служба України

 Виконання плану за доходами державного
бюджету у 2018р.

Показники	План, млрд грн.	Факт, млрд грн.	Відхилення млрд грн.	%
Податкові надходження	760,0	753,8	-6,2	-0,8
ПДФО	91,1	91,7	0,6	0,7
Податок на прибуток підприємств	82,3	96,9	14,6	17,7
Рентна плата	46,5	45,3	-1,3	-2,7
Акцизний податок	124,1	118,9	-5,3	-4,2
ПДВ	384,4	384,4		
Податки на міжн. торгівлю	28,7	27,1	-1,7	-5,7
Неподаткові надходження	171,4	164,7	-6,7	-3,9
Власні надх. бюдж. установ	52,6	46,7	-5,9	-11,3
Кошти від НБУ	50,5	44,6	-5,9	-11,7
Кошти від ЄС та інших донорів	2,4	1,5	-0,9	-38,3
ВСЬОГО	946,6	928,1	-18,5	-1,9

Джерело: Державна казначейська служба України

Дефіцит державного бюджету за підсумками 2018р. збільшився на +23,7%р/р і досяг 59,3 млрд грн. Незважаючи на 17%р/р зростання (+134,7 млрд грн.) у порівнянні з 2017р., план за доходами було виконано лише на 98%. Податкові надходження, які становлять 81,2% дохідної частини збільшилися на 20,2% (+126,7 млрд грн.), що відповідає 99,2% запланованого обсягу. При цьому спостерігалось перевиконання плану зі зборів податку на прибуток підприємств (+17,7%) і ПДФО(+ 0,7%).

Надходження від приватизації склали лише 268,8 млн грн. з 18,8 млрд грн., запланованих на 2018р. Всього за рахунок внутрішніх позик в бюджет було залучено 174,2 млрд грн., а за рахунок зовнішніх - 112,3 млрд грн. Таким чином, спочатку закріплені в бюджеті на 2018р. таргети за даними показниками (123,8 млрд грн. і 110,7 млрд грн. відповідно) були виконані. Однак, з урахуванням змін, затверджених протягом року, програма чистих зовнішніх запозичень була виконана лише на 73,3% (на 3,9 млрд грн. менше плану), а внутрішніх - на 68,5% (-17,9 млрд грн.).

Недофінансування окремих програм державного бюджету досягло 48,3 млрд грн., що відповідає 4,7% їх запланованого річного обсягу. В абсолютному вираженні максимальне відставання від планових показників спостерігалось щодо фінансування загальнодержавних функцій (-16,4 млрд грн.) та економічної діяльності (-10,8 млрд грн.), а у відносному - для витрат на ЖКГ (-28,5% від плану).

Перший місяць 2019р. охарактеризувався істотним недовиконанням плану по доходах держбюджету (-6,6 млрд грн. або -10,8% від плану). Недонадходження податків склало 7,6 млрд грн. (-28% від плану), а митних зборів - 3 млрд грн. (-12% від плану). Падіння зазначених показників у порівнянні з аналогічним періодом 2017р. склало -13,4%р/р і -10,4% відповідно.

Незважаючи на масштабні розміщення державних облігацій, у січні 2019р., залишки на Єдиному казначейському рахунку збільшилися лише на 2,1 млрд грн. до 11,93 млрд грн. Це на 40,7% менше показника аналогічного періоду 2018р. і на 65,8% менше показника 2017р.

Таким чином, спостерігається посилення фінансових ризиків. З урахуванням пікових виплат за зовнішнім боргом, це підвищує важливість дотримання принципів зваженої фінансової політики і утримання від популістських витрат, не забезпечених зростанням дохідної частини бюджету.

mykhailo.rebryk@aval.ua

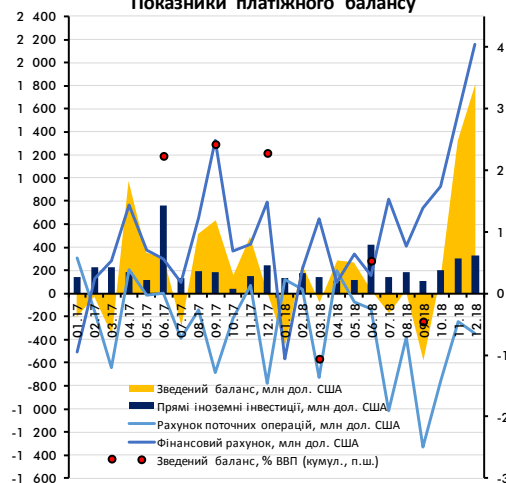
Виконання плану за показниками державного бюджету у 2018р.

Показники	План, млрд грн.	Факт, млрд грн.	Відхилення млрд грн.	%
Видатки	1 034,1	985,8	-48,3	-4,7
Загальнодержавні функції	179,3	162,9	-16,4	-9,1
Оборона	97,8	97,0	-0,8	-0,8
Громадський порядок, безпека та судова влада	123,5	116,9	-6,6	-5,3
Економічна діяльність	74,4	63,6	-10,8	-14,6
Охорона природного середовища	6,1	5,2	-0,9	-14,6
ЖКГ	0,4	0,3	-0,1	-28,5
Охорона здоров'я	23,4	22,6	-0,7	-3,2
Духовний та фізичний розвиток	10,5	10,1	-0,4	-3,5
Освіта	49,9	44,3	-5,5	-11,1
Соцзахист і соцзабезпечення	164,2	163,9	-0,3	-0,2
Міжбюджетні трансферти	304,7	298,9	-5,7	-1,9
Кредитування	6,5	1,5	-5,0	-76,8
Надання кредитів	13,9	8,3	-5,6	-40,3
Повернення кредитів	7,4	6,8	-0,6	-7,8
Фінансування	80,6	59,2	-21,4	-26,5
Чисті запозичення	58,7	52,0	-6,7	-11,4
внутрішні	9,7	7,3	-2,4	-24,5
зовнішні	49,0	44,7	-4,3	-8,8
Надходження від приватизації	18,8	0,3	-18,5	-98,6

Джерело: Державна казначейська служба України (ДКСУ)

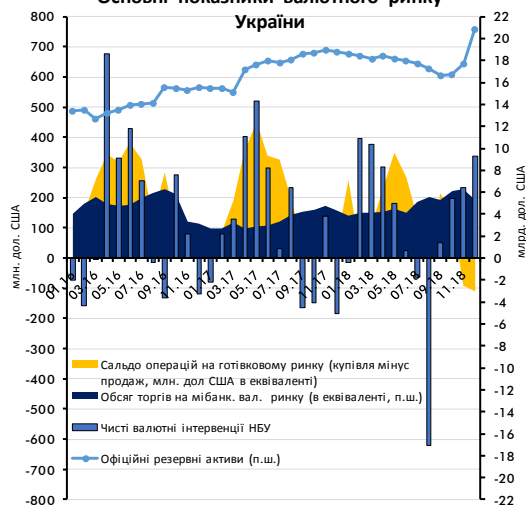
Зверніть увагу на повідомлення про ризики і пояснення наприкінці цього документа

Показники платіжного балансу



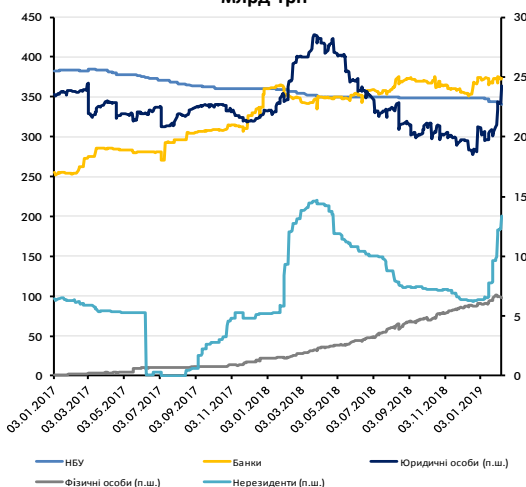
Джерело: ДССУ, НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Основні показники валютного ринку України



Джерело: НБУ

Динаміка ОВДП у розрізі власників, млрд грн



Джерело: НБУ

ЗОВНІШНІЙ СЕКТОР І ВАЛЮТНИЙ РИНОК

Профіцит платіжного балансу за результатами 2018р. склав \$2,9 млрд дол., що на 12,1%р/р більше показника 2017р. і є абсолютним рекордом за останні 8 років. Цьому сприяли покупки українських ОВДП з боку нерезидентів в першому півріччі, а в другій половині року - емісія євробондів (\$2 млрд), надходження першого траншу від МВФ (\$1,4 млрд), а також пов'язаного фінансування від ЄС та Світового банку (сукупно близько \$1 млрд в еквіваленті).

У цілому приплив за фінансовим рахунком у 2018р. досяг \$7,5 млрд, що є найкращим результатом з 2013р. При цьому, за оцінками Міністерства фінансів України, відношення державного та гарантованого боргу до ВВП скоротилося з 71,8% до 62,7%.

У той же час, притоки валютної виручки від реалізації рекордного врожаю й істотного приросту експорту чорних металів і виробів з них (+15,3%р/р) не перекрыли відтоки за інтенсивним імпортом. Так, у 2018р. у порівнянні з 2017р. імпорт товарів і послуг збільшився на \$6,9 млрд (+14,0%р/р), у той час, як експорт зріс лише на \$3,6 млрд (+9,2%р/р). Як наслідок, **торговий дефіцит розширився до \$11,5 млрд (+ 32,9%р/р або + \$2,8 млрд.)**, що є абсолютним антирекордом за останні 5 років. Зазначені відтоки були лише частково компенсовані \$11,3 млрд надходжень від трудових мігрантів (+24,3%р/р), проте дефіцит поточного рахунку практично подвоївся в порівнянні з торішнім показником і досяг \$4,7 млрд.

Збереження зазначених тенденцій з урахуванням майбутніх пікових виплат за валютним державним боргом, створює фундаментальні передумови для посилення девальваційного тиску. Однак накопичений буфер у вигляді \$20,8 млрд міжнародних резервів (3,5 міс. імпорту), а також жорстка і незалежна монетарна політика НБУ, на нашу думку, дозволять згладити зайву волатильність на валютному ринку і зберегти макроекономічну стабільність.

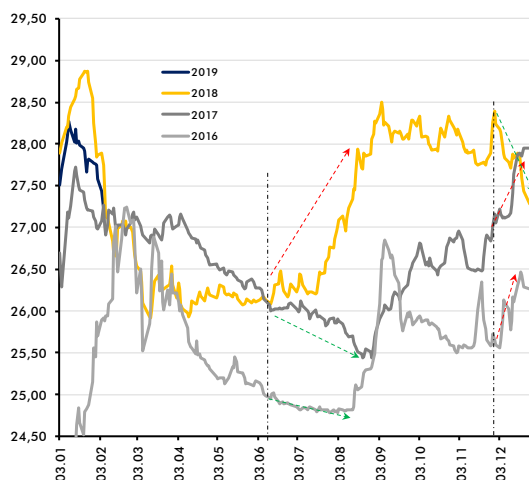
Відзначимо, що бюджетом на 2019р. заплановано додаткове залучення 143,9 млрд грн. зовнішніх позик (\$5,2 млрд в еквіваленті за курсом на 01.02.19). У лютому очікується залучення позики в розмірі 17,6 млрд грн. (близько \$0,6 млрд) під гарантії Світового банку. Навесні 2019р. заплановано надходження 500 млн євро у вигляді макрофінансової допомоги від ЄС. За умови виконання умов програми stand-by від МВФ, очікується надходження \$1,3 млрд в травні і \$1,2 млрд в листопаді 2019р. Також, за оцінками НБУ, протягом 2019р. можливе залучення додаткових \$2 млрд. за рахунок емісії єврооблігацій.

Незважаючи на істотну девальвацію валют групи країн, що розвиваються, обмінний курс USD/UAH завершив 2018р. змицненням на 1,4% з 28,1 до 27,7. Всупереч високій невизначеності, пов'язаній з майбутніми виборами, в січні 2019р. портфель українських ОВДП у розпорядженні нерезидентів був збільшений на 5,5 млрд грн. або \$195 млн., а за першу декаду лютого - ще на 1,6 млрд грн. або \$60 млн. Такий інтерес до гривневих паперів сприяв розширенню пропозиції на валютному ринку. Як наслідок, почалося відпрацювання сформованого протягом останніх кількох років ревальваційного патерну, який, ймовірно, буде підтриманий майбутніми продажами з боку аграріїв у зв'язку зі стартом весняних польових робіт і дещо ослабне у середині квітня на тлі виходу нерезидентів з придбаних у січні тримісячних облігацій. Зазначені тенденції дозволяють НБУ скуповувати надлишки валюти на міжбанку для поповнення золотовалютних запасів (+\$136,1 млн у січні 2019р.) і такі покупки, ймовірно, посиляться при подальшому зміцненні курсу гривні.

Варто відзначити, що середньоденна волатильність курсу USD/UAH (стандартне відхилення) у 2018р. склала 0,89 грн. проти 0,57 грн. у 2017р., а коефіцієнти варіації - відповідно 3,3% проти 2,1%. Таким чином, у цілому в 2018 р. курс був більш волатильним, ніж в 2017р. і, ймовірно, залишиться таким, оскільки валютний ринок залишається досить «неглибоким», незважаючи на істотне збільшення обсягу торгів.

Також, виходячи з того, що значна частина пропозиції валюти формується аграріями-експортерами, валютному ринку України притаманна суттєва сезонність. Цікаво, що в 2018р. спостерігалось змицнення традиційних сезонних патернів, що ускладнило життя багатьом валютним спекулянтам: вони втратили як на змінах курсу, так і на високій альтернативній прибутковості гривневого ресурсу.

Динаміка обмінного курсу USD/UAH



Джерело: НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Так, традиційний девальваційний тренд стартував не восени, а в середині літа. Ослабленню гривні спровокували:

- 1) відтік коштів нерезидентів з гривневих ОВДП у розмірі 3,3 млрд грн. (-30,4%) з початку літа з подальшою конвертацією в іноземну валюту;
- 2) купівля іноземної валюти з боку малих і середніх фермерських господарств за рахунок готівкової гривневої виручки від продажів продукції великим с/г трейдерам (при цьому зміщення сезонності відбулося зокрема через ранній старт кампанії зі збору врожаю);
- 3) ситуативне «притримування» продажу валютних надходжень великими експортерами з залученням короткострокових кредитів в період сплати податків в очікуванні осінньої девальвації;
- 4) невизначеність щодо отримання траншу від МВФ.

І навпаки, всупереч сформованому за останні кілька років грудневу девальваційному патерну, і незважаючи на панічні покупки валюти, викликані введенням воєнного стану, гривня дещо зміцнилася (з 28,39 станом на 29.11.18 до 27,67 за станом на 28.12.18, тобто на 2,5%). Сприятливий вплив на курсову динаміку наприкінці 2018р. зокрема здійснили 1) надання траншу МВФ і пов'язаного фінансування; 2) реалізація валютної виручки аграріїв від експорту рекордно врожаю зернобобових; 3) продаж валютних запасів Нафтогазу, конвертованих з метою виплати дивідендів; 4) дефіцит гривневої ліквідності на тлі жорсткої монетарної політики.

mykhailo.rebryk@aval.ua

ГРОШОВИЙ РИНОК І МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА

У січні 2019р. середній обсяг гривневої банківської ліквідності склав 110,8 млрд грн. (+10%р/р), що перевищує грудневий показник на 22,8 млрд грн. або 25,9%. Залишки на кореспондентських рахунках банків з початку місяця зросли на 14 млрд грн. (+39,4%) до 49,7 млрд грн., а обсяг інвестицій у депозитні сертифікати НБУ збільшився до 68,5 млрд грн. (+10,5%), на піку досягаючи 74,9 млрд грн. Припливу ліквідності сприяли надходження готівкової гривні від клієнтів (+22,1 млрд грн.), а також переважання покупок іноземної валюти з боку НБУ (+3,7 млрд грн.). При цьому спостерігався чистий відтік коштів з банківських рахунків на Єдиний казначейський рахунок в сумі 8,5 млрд грн.

Індекс міжбанківських ставок овернайт протягом січня знизився з 17,11% до 16,23%.

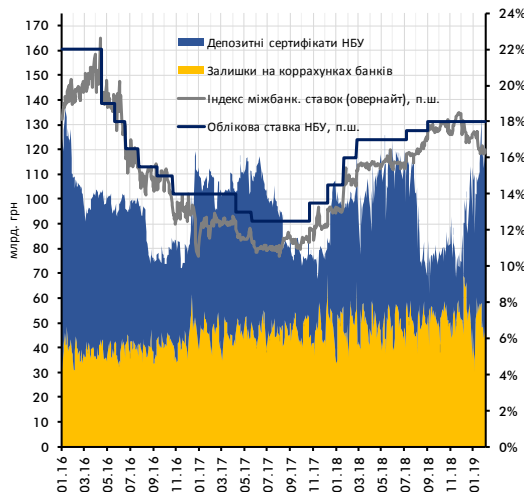
Таким чином, ризик формування дефіциту банківської ліквідності сезонно знизився. Відзначимо, що в умовах, що склалися, у банків не виникло гострої необхідності в залученнях коштів за допомогою інструментарію, передбаченого новим дизайном монетарної політики: чистий приплив за даним каналом склав всього 801 млн грн.

З іншого боку, новий інструментарій фактично розблокував канал гривневої емісії для фінансування дефіциту бюджету, оскільки гроші, отримані у вигляді рефінансування потенційно можуть спрямовуватися на придбання ОВДП. При цьому фактором, що стримує апетит уряду за такими залученнями, перш за все, є дорожня ресурсу. Це, на наш погляд, є одним з істотних аргументів на користь політики «дорогих грошей».

Серед інших ключових аргументів можна виділити такі:

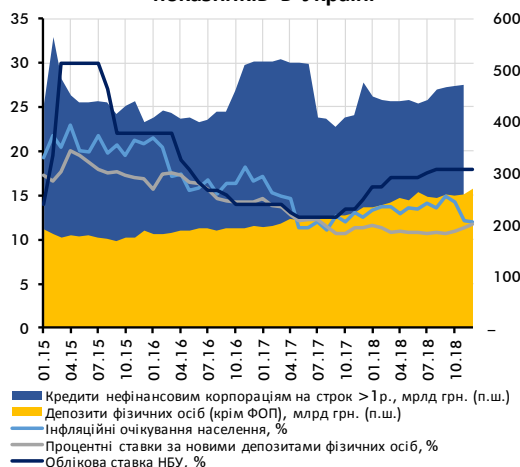
- 1) незважаючи на відчутне зниження, інфляція (9,8%) все ще залишається значно вище цільового діапазону НБУ (5%±1ПП), а її повернення в зазначений діапазоні самим же НБУ очікується тільки в 1кв20;
- 2) інфляційні очікування населення (11,9%) також залишаються істотно вищими за таргет;
- 3) зберігається високий фундаментальний тиск з боку факторів інфляції попиту;
- 4) політика «дорогої гривні» сприяє зміцненню обмінного курсу гривні, який, у свою чергу, є одним з ключових факторів цінової динаміки: а) інтерес нерезидентів до гривневих інструментів сприяє притоку валюти; б) зростають стимули конверсії в гривню заощаджень резидентів в іноземній валюті;
- 5) тренд зростання ставок за депозитами населення, що намітився останнім часом, повинен посприяти нарощуванню схильності до заощаджень і дещо остудити споживчий попит, що позитивно позначиться на інфляції;

Ключові показники грошового ринку



Джерело: НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Динаміка деяких монетарних показників в Україні

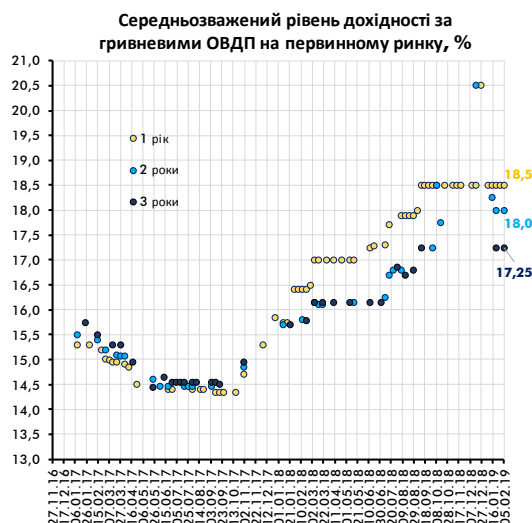


Джерело: НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Матриця кореляцій деяких монетарних показників в Україні у 2015-2018рр.

Показники	Інфляційні очікування населення	Індекс споживчих цін	Процентні ставки за новими депозитами населення	Облікова ставка НБУ
Інфляційні очікування населення	1,00			
Індекс споживчих цін	0,80	1,00		
Процентні ставки за новими депозитами населення	0,89	0,75	1,00	
Облікова ставка НБУ	0,74	0,84	0,71	1,00

Джерело: НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research



Джерело: МФУ, Raiffeisen Bank Aval Research

б) зниження облікової ставки з урахуванням високої невизначеності результатів майбутніх «подвійних виборів» і в умовах високих інфляційних очікувань може бути сприйнято як популістське і обумовлене політичними факторами рішення, що відкидає тінь сумніву на незалежність центрального банку і його прихильність політиці інфляційного таргетування.

Результати оцінки ділових очікувань підприємств України (проводиться НБУ) підтверджують, що надмірно високі ставки є суттєвою перешкодою при прийнятті рішень про залучення кредитів (67,3% респондентів). Однак, за нашими оцінками, коефіцієнт кореляції обсягів кредитів, наданих фінансовим корпораціям на строк більше 1 року, і процентних ставок за новими кредитами корпоративному сектору (без урахування овердрафту) у 2015-2018гг. склав всього -0,29. З обліковою ставкою НБУ кореляція є ще меншою: -0,17. Це не підтверджує наявності істотного зв'язку між зазначеними показниками. Також, згідно з результатами опитування НБУ, обмежений доступ до банківських кредитів, як і раніше, не розглядається підприємствами як істотне обмеження для нарощування обсягів виробництва. Попит на кредити залишається високим: частина респондентів, які планують брати кредити склала 37,6% проти 36,6 в Зкв18. На зростання портфеля корпоративних кредитів також розраховує 75% банків, опитаних НБУ, а 52% відзначає зростання попиту корпорацій на кредити в Зкв18.

На наш погляд, незалежно від рівня облікової ставки, довгострокове кредитування корпоративного сектора стримується, насамперед, високими страновим і індивідуальними кредитними ризиками, а також недостатністю «довгого» ресурсу. Так, питома вага депозитів з терміном більше 1 року складає всього 10,3% обсягу сукупних зобов'язань банків України за станом на 01.01.19 (23,3% портфеля депозитів фізичних осіб і 12,4% корпоративних клієнтів).

Нарощування обсягів залучення депозитів (тим більше - довгострокових) неможливо без відновлення довіри до банківської системи. Крім того, важливу роль відіграє рівень процентних ставок, адже якщо він не перекидає інфляцію і ризик банкрутства банку, схильність до заощаджень об'єктивно різко знижується. Так, за нашими оцінками, з індексом інфляційних очікувань населення ставки за депозитами корелюють на 89%, що істотно перевищує показник тісноти зв'язку з офіційним індексом споживчих цін (75%). Відзначимо, що останній раз, коли ставки за депозитами перевищували очікування населення щодо інфляції, було літо 2017р.

Таким чином, ми цілком підтримуємо і вважаємо стратегічно вірним рішення НБУ залишити облікову ставку на поточному рівні (18%).

mykhailo.rebryk@aval.ua

Рівні котирувань гривневих ОВДП

Термін обігу	Дохідності	
	купівля	продаж
6 міс.	19.75 – 20.00%	18.20 – 18.25%
1 рік	19.75 – 20.50%	18.15 – 18.50%
2 роки	19.75 – 20.00%	18.00 – 18.15%
3 роки	19.50 – 19.60%	17.90 – 18.00%

Рівні котирувань валютних ОВДП

Термін обігу	Дохідності, USD/UAH	
	купівля	продаж
6 міс.	6.80 – 7.25% / 27.20 – 27.30	5.00 – 5.50% / 27.55 – 27.70
1 рік	7.50 – 7.75% / 27.20 – 27.30	5.15 – 5.65% / 27.55 – 27.70
2 роки	7.60 – 7.80% / 27.20 – 27.30	5.30 – 5.50% / 27.55 – 27.70

Джерело: Raiffeisen Bank Aval Trading Desk

РИНОК ОБЛІГАЦІЙ

Дохідності на вторинному ринку ОВДП помітно знизилися. У січні спостерігалось істотне зниження дохідностей за гривневими ОВДП на вторинному ринку по всій лінійці кривої. У середньому зниження склало 75-150б.п. Головними причинами падіння ставок стала відсутність агресивних продажів на вторинному ринку, а також повернення дохідностей розміщення на первинному ринку практично до колишніх рівнів, за якими Міністерство фінансів розміщувало їх досить тривалий період до кінця минулого року.

Децо інша ситуація спостерігалась на вторинному ринку валютних ОВДП, де дохідності, хоч і незначно, але зросли. Середнє зростання котирувань за місяць склало 10-25б.п. Зростання на стороні покупки можна частково пояснити падінням курсу долара, а на стороні продажу - триваючим поступовим наближенням котирувань до дохідностей первинного розміщення.

Курс USD/UAH, який закладається при розрахунку ціни в гривнях, продовжив падіння слідом за міжбанківським курсом і на 05.02.2019 коливався в коридорі 27,20-27,70.

Січень 2019р.
Випуск 1

Структура власників ОВДП
(на 11.02.2019)



Джерело: МФУ, Raiffeisen Bank Aval Research

У січні не можна не відзначити зростаючий попит на ОВДП з боку інвесторів-нерезидентів, портфель яких за минулий місяць зріс на 5,9 млрд грн. Також високий попит на ОВДП спостерігався і у фізичних осіб, за січень 2019р. портфель ОВДП у власності фізичних осіб збільшився на 0,54 млрд. грн.

У період з 08.01.2019 по 05.02.2019 Міністерство фінансів України залучило до бюджету 30,8 млрд грн., 585,3 млн доларів США і 33,3 млн євро на первинних аукціонах з розміщення ОВДП. Цей місяць був досить результативним для Міністерства фінансів України. Їм вдалося залучити порівняно значні суми в різних валютах за відносно короткий період часу. Протягом місяця великим попитом користувалися облігації, номіновані в доларах США, і короткі гривневі папери з терміном погашення 3-9 місяців. Вельми активним був попит з боку інвесторів-нерезидентів на первинному ринку, що, в свою чергу, спровокувало зміцнення гривні на міжбанківському ринку. Дохідність відсікання протягом місяця практично не змінювалася, що давало можливість інвесторам прогнозувати свої інвестиційні вкладення і здійснювати їх згідно зі своїми прогнозами.

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

Термін обігу														
3 міс.				6 міс.				9 міс.		1 рік		1,5 роки	2 роки	3 роки
Результати аукціонів 08.01.2019														
Встановл. рівень дохідності, %	19,00 (+0,5пп)				6,70		18,50		x	x	x	X		
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	35,92 UAH				1,01 USD		8,36 UAH		x	x	x	X		
Результати аукціонів 15.01.2019														
Встановл. рівень дохідності, %	19,50 (+0,5пп)	6,50		19,00 (+0,5пп)	6,70	4,6 (+0,1пп)	18,50	18,50	7,25	x	18,25	X		
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	2 800,12 UAH	139,81 USD		1 061,07 UAH	1,44 USD	3,95 EUR	31,73 UAH	1 916,60 UAH	3,49 USD	x	23,37 UAH	X		
Результати аукціонів 22.01.2019														
Встановл. рівень дохідності, %	19,50	6,50	4,50	19,00	4,60		18,50	7,25	18,50	x	18,00 (-0,25пп)	17,25		
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	2 562,9 UAH	53,2 USD	20,9 EUR	2 983,4 UAH	3,03 EUR		612,73 UAH	56,24 USD	3 812,00 UAH	x	309,17 UAH	11,00		
Результати аукціонів 29.01.2019														
Встановл. рівень дохідності, %	6,25	19,50	6,50	4,50	19,00	6,70		18,50	7,25	18,50	x	x		
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	286,6 USD (22 дня)	3 871,3 UAH	38,12 USD	5,68 EUR	3 939,02 UAH	0,50 USD		1 528,79 UAH	7,02 USD	207,57 UAH	x	x		
Результати аукціонів 05.02.2019														
Встановл. рівень дохідності, %	19,50				19,00		6,70		18,50	18,50	7,25	x	18,00	17,25
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	2 901,41 UAH (63 дня)				2 762,70 UAH		2,56 USD		11,83 UAH	331,96 UAH	7,39 USD	x	224,72 UAH	105,00 UAH

Джерело: МФУ, Raiffeisen Bank Aval Trading Desk

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.