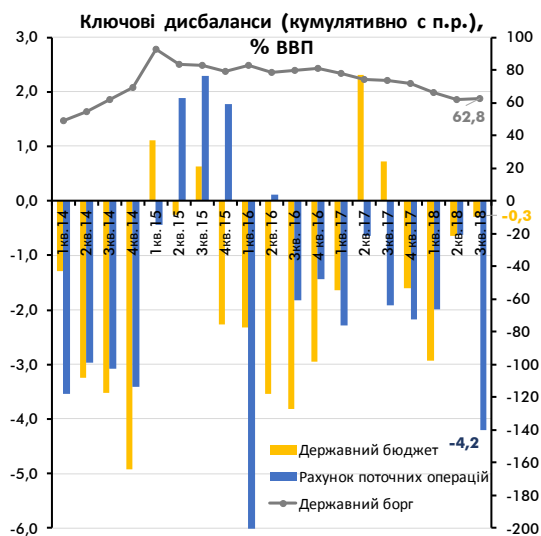


РЕЗЮМЕ

- Економіка України зростає 11 кварталів поспіль. Ризики певного зниження темпів економічного зростання в 2019р. пов'язані, зокрема, з жорсткими монетарними умовами, дефіцитом банківської ліквідності, порушенням роботи українських портів в Азовському морі, а також зростанням невизначеності внаслідок введення воєнного стану та старту президентської виборчої кампанії.
- Незважаючи на незначне посилення інфляційного тиску (до 9,5%р/р), НБУ, судячи з усього, в змозі утримати ціни поблизу прогнозованого рівня (10,1%). Негативний вплив підвищення цін на газ і послуги теплокомуненерго, а також послаблення курсу USD/UAH буде частково компенсовано відчутним зниженням світових цін на нафту і охолодженням споживчих настроїв.
- Поступово вирішується проблема неповного виконання планів по доходах держбюджету, що на тлі недофінансування окремих бюджетних програм дозволяє прогнозувати утримання бюджетного дефіциту в межах 2,5% ВВП.
- Психологічні та ситуативні драйвери підвищеного попиту на інвалюту, які порушили слабкий ревальваційний тренд, носять переважно короткостроковий характер. Поточна ситуація в цілому фундаментально сприятлива для стабілізації курсової динаміки з урахуванням очікуваних надходжень значних коштів від міжнародних донорів і традиційних чистих продажів валюти населенням напередодні різдвяних і новорічних свят.
- Прийняття 22 листопада закону про державний бюджет на 2019р. не тільки сприятливо позначилося на очікуваннях інвесторів та іміджі держави, а й відкрило доступ до отримання в грудні-січні фінансових ресурсів у загальній сумі до \$3 млрд за рахунок надання перших траншів в рамках програм SBA від МВФ і MFA від ЄС, а також кредитних гарантій від Світового банку.
- З огляду на короткостроковість характеру посилення інфляційного та девальваційного тиску, що наразі спостерігається, в умовах сприятливої макроситуації і достатньо високого поточного рівня реальних процентних ставок, ми не бачимо ґрунтовних підстав для подальшого підвищення облікової ставки НБУ.



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



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

Україна: Суверенні рейтинги

У нац. вал.	S&P	Moody's	Fitch
Довгостроковий	B-	Saa2	B-
Короткостроковий	B	Sa	B
Прогноз	Стаб.	Позитив.	Стаб.
В іноз. вал.			
Довгостроковий	B-	Saa2	B-
Короткостроковий	B	Sa	B
Прогноз	Стаб.	Позитив.	Стаб.
Останнє оновлення	Жов-18	Сер-17	Жов-18

Джерело: Офіційні сайти рейтингових агентств

Фінансові аналітики:

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

Сергій Колодій, Райффайзен банк Аваль, Київ
serhii.kolodii@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.)	1 989	2 385	2 983	3 370	3 650	3955
Реальний ВВП (% р/р)	-9,8	2,4	2,5	3,5	2,5	3,0
ІСЦ (ср., % р/р)	48,7	13,9	14,4	11,5	9,5	8,0
ІСЦ (кінець періоду, % р/р)	43,3	12,4	13,7	10,0	9,0	7,0
ІЦВ (ср., % р/р)	36,0	20,5	26,4	17,5	14,0	9,0
Промвиробництво (% р/р)	-13,0	2,8	0,4	2,0	1,8	4,0
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	25,0	20,0	15,0
Зовнішній сектор						
Рахунок поточних опер. (% ВВП)	1,8	-1,4	-2,2	-3,2	-2,8	-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	20,5	16,0	17,0
Валютний ринок						
USD/UAH (кінець періоду)	24,0	27,2	28,1	28,5	29,5	31,0
USD/UAH (середній)	21,9	25,6	26,6	27,3	28,9	29,7
Фіскальний сектор						
Дефіцит держ. бюджету (% ВВП)	-2,3	-2,9	-3,1	-3,0	-2,5	-3,0
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

ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК

Економіка України зростає 11 кварталів поспіль. Однак, за попередніми оцінками Укрстату, в 3кв2018 зростання реального ВВП уповільнилося з 3,8% до 2,8%р/р. Основна причина такого уповільнення, на наш погляд, більшою мірою носить технічний характер: у зв'язку з раннім початком кампанії зі збирання врожаю істотний приріст сільськогосподарського виробництва відобразився в червні (+36,4%р/р), тоді як у липні відбулося істотне зниження обсягів аграрного виробництва по відношенню до показників аналогічного періоду минулого року (-11,2%р/р). Відповідно, статистично внесок аграрного сектора був відображений у показниках зростання ВВП у 2кв2018.

Більш тривожним трендом можна вважати падіння промислового виробництва в серпні та вересні (на -0,5% і -1,3%р/р, відповідно). Зокрема, негативні темпи приросту демонстрували машинобудування, енергетика, переробна промисловість і будівництво. Істотно погіршилися також показники вантажообігу (в основному, внаслідок порушення свободи судноплавства в Азовському морі в результаті дій РФ). Це тягне за собою ризик для нашого поточного прогнозу щодо динаміки ВВП в 2018р., якого, ймовірно, не буде досягнуто, а зростання складе від 3,1 до 3,4%.

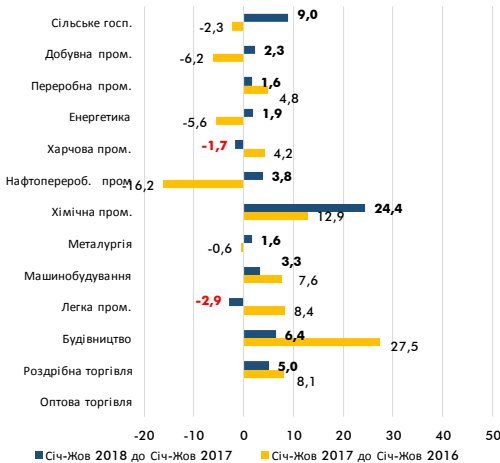
Відзначимо, що в жовтні промислове виробництво повернулося до зростання (+1,4%р/р, +10%м/м). В цілому за підсумками 10 місяців 2018р. серед ключових секторів економіки лише легка та харчова промисловості показали негативні темпи зростання (-2,9% і -1,7%р/р, відповідно). При цьому лідерами економічного зростання залишилися хімічна промисловість (+24,4%р/р), сільське господарство (9,0%), будівництво (+6,4%) і роздрібна торгівля (+5,0%).

Зростання капітальних інвестицій у січні-вересні 2018р. склало +19,9%р/р (проти 20,7%р/р в аналогічному періоді 2017р.). Зниження темпів зростання капітальних інвестицій, на наш погляд, викликано як ефектом високої бази порівняння, так і поступовим вичерпанням резервів власних ресурсів підприємств і організацій, які є основним джерелом фінансування таких інвестицій (73,2% загального обсягу). За рахунок банківських кредитів було профінансовано лише 7% капітальних інвестицій. На подальше динамічне зростання цього показника розраховувати складно з огляду на перспективу обмеження кредитування банками корпоративного сектору через дефіцит гривневої ліквідності в умовах жорсткої монетарної політики та високого рівня процентних ставок.

Ліва частина капітальних інвестицій (94% з 337 млрд грн.), як і раніше, була спрямована на придбання нових матеріальних активів: будівель (43%), машин, обладнання та інвентарю (34%), а також транспортних засобів (13%). Таким чином, продовжується нарощування та модернізація виробничих потужностей, що може бути драйвером для збільшення обсягів виробництва в майбутньому.

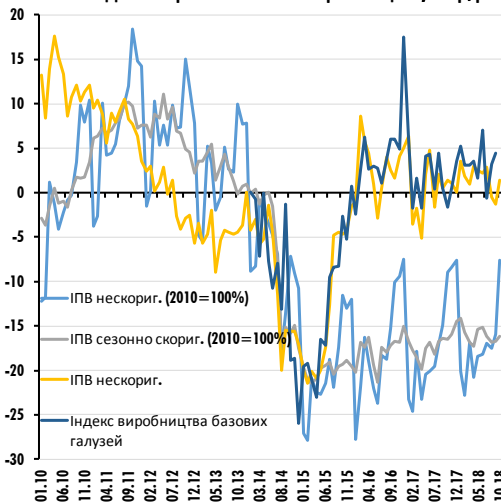
У цьому році в Україні очікується рекордний врожай зернових і зернобобових культур (67 млн т). Середня врожайність збільшилася на 11,2% до 4,65 (т/га). Це зростання в основному викликане рекордно високими зборами кукурудзи, сої та соняшнику. Зокрема, очікується, що обсяг збору кукурудзи досягне 34,8 млн т, а врожайність складе 7,59 т/га, що на 45% більше, ніж у 2017р.

Темпи зростання виробництва за галузями, %



Джерело: ДССУ

Індекси промислового виробництва, % р/р



Джерело: ДССУ, НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

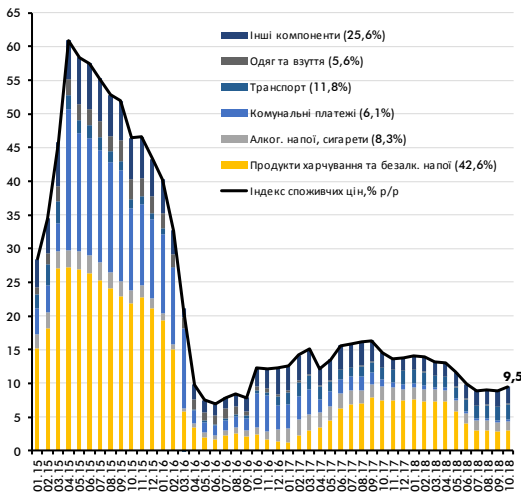
Темпи зростання виробництва ключових галузей у січні-жовтні 2018р., %

	06	07	08	09
Промисловість	2,2	2,9	-0,5	-1,3
Сільське госп.	36,4	-11,2	9,0	11,4
Добувна пром.	-0,6	4,5	2,3	0,7
Переробна пром.	2,8	2,3	-0,5	-1,6
Енергетика	4,8	3,2	-6,4	-3,9
Будівництво	2,2	10,6	-1,1	-1,0
Роздрібна торгівля	6,3	6,6	7,5	6,9
Оптова торгівля	3,8	8,5	2,0	2,2
Вантажооборот	-1,0	4,1	-6,4	-3,9
Пасажирооборот	9,9	2,6	4,0	4,0
Харчова пром.	0,7	-1,9	-1,0	0,3
Нафтоперероб. пром.	0,3	1,4	-7,6	3,9
Хімічна пром.	30,3	9,5	10,3	6,1
Металургія	3,3	5,6	1,7	-1,3
Машинобудування	4,8	1,0	-1,5	-4,5

Джерело: ДССУ, НБУ

mykhailo.rebryk@aval.ua

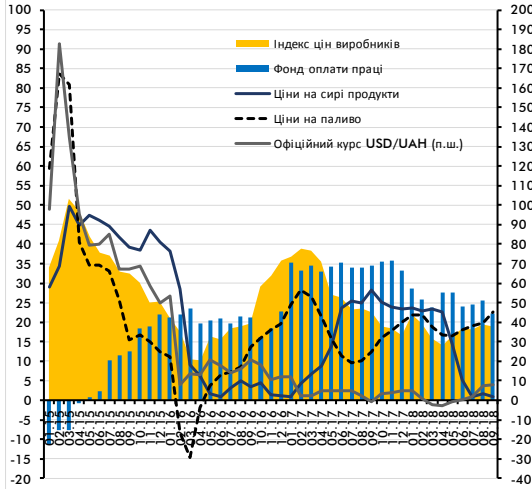
Внесок до індексу споживчих цін, п.п.*



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

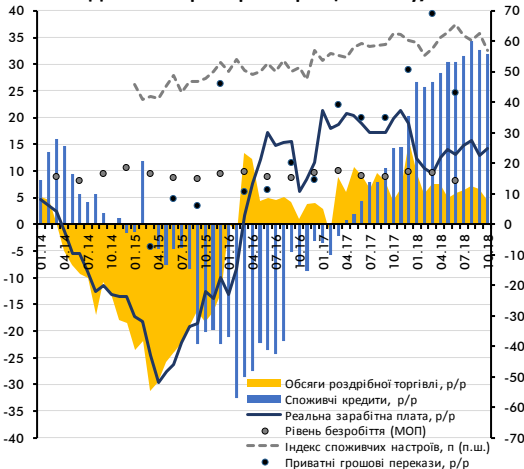
Джерело: ДССУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Динаміка факторів інфляції пропозиції, % р/р



Джерело: ДССУ, НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Динаміка факторів інфляції попиту, %



Джерело: ДССУ, НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

ІНФЛЯЦІЯ

У жовтні інфляція прискорилася до 1,7% м/м, що відповідає 9,5%р/р і перевищує вереснєве значення на 0,6п.п. Серед основних драйверів можна виділити зростання цін на транспортні послуги (26,0%р/р), паливо (24,5%), алкогольні напої та тютюнові вироби (16,9%), ресторани і готелі (14,1%), послуги зв'язку (13,6%), освітні послуги (13,2%). Разом з тим, завдяки хорошему врожаю фруктів і підвищенню виробництва цукру традиційний для осіннього періоду інфляційне зростання продуктів харчування виявилось порівняно низьким (+1,6%р/р).

З боку попиту основний інфляційний тиск, як і раніше, створюється стійким внутрішнім споживанням, яке продовжує підживлюватися істотним зростанням заробітних плат у жовтні як у номінальному (+24,9%р/р), так і в реальному (+14,2%р/р) обчисленні, соціальних трансфертів (+27,8%р/р у 2кв18), активним споживчим кредитуванням (+31,9%р/р у жовтні) та значними обсягами грошових переказів від трудових мігрантів (\$6,35 млрд у січні-липні).

Наявність стійкого споживчого попиту підтверджується зростанням реальних роздрібних продажів (+5,0%р/р у січні-жовтні) і пасажирообороту (+5,5%р/р).

Індекс споживчих настроїв (Gfk) в жовтні різко скоротився на 5,7 пунктів до 56,9п., що приблизно відповідає рівню на початок 2018р. На наш погляд, це викликано зростанням невизначеності з наближенням президентських і парламентських виборів, призначених на 2019р. Погіршення споживчих настроїв має частково дестимулювати споживчий попит і, відповідно, знизити інфляційний тиск.

Крім того, стабілізація курсової динаміки позитивно відобразилася на інфляційних очікуваннях населення: прогноз зростання цін протягом найближчих 12 місяців скоригувався з 14,9% у вересні до 14,3% у жовтні 2018р.

Сприятливий вплив на рівень цін у листопаді-грудні може надати рекордна за 45 місяців зниження цін на нафту (BRENT -14,5% з \$76 до \$65 за барель; WTI -15,4%), що з певним часовим лагом знизить інфляцію витрат. Очікується, що вже до кінця листопада ціни на паливо трохи знизяться.

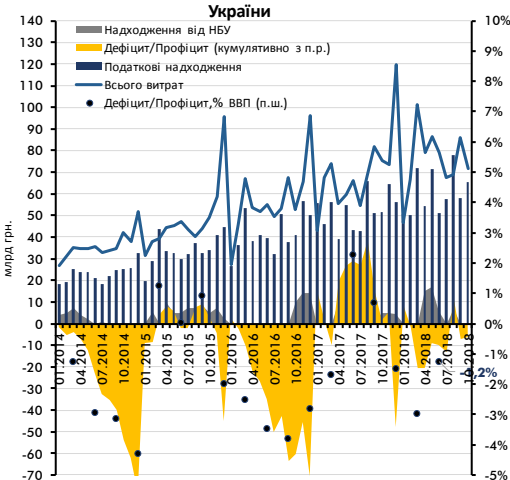
З іншого боку, листопад традиційно генерує порівняно високі місячні темпи інфляції. У порівнянні з сьогоdnішньою ситуацією роки вона становила в середньому 1,1%м/м або 10,1%р/р.

Разом з цим, підвищення роздрібною ціни на газ для населення на 23,5% з листопада, як очікується, призведе до зростання тарифів на поставку тепла та гарячої води на 14-16%, що в подальшому негативно відобразиться на індексі інфляції. Також зауважимо, що МВФ додатково очікує від України ще на 2 підвищення ціни на газ: +15% з травня 2019р. та +25% з січня 2020р.

Істотні ризики для нашого прогнозу щодо цінової динаміки генеруються невизначеністю щодо подальшого розвитку ситуації, що викликана військовим конфліктом в Азовському морі та подальшим введенням воєнного стану в ряді регіонів України. Однак ми не схильні на даному етапі вносити зміни до нашого «базового сценарію» траєкторії споживчих цін, оскільки вважаємо, що психологічні чинники носять скоріше короткостроковий характер, в той час як загальна фундаментальна ситуація є сприятливою для нормалізації й поступового зниження інфляційного тиску.

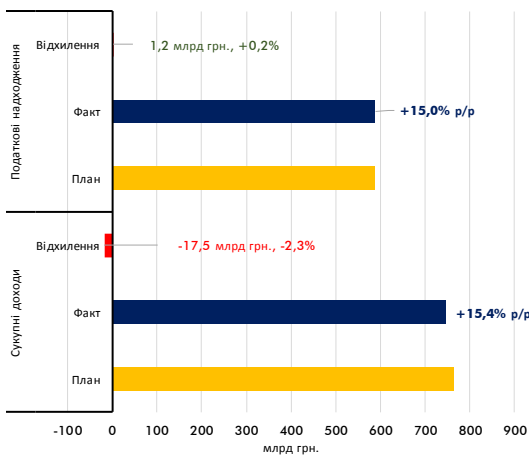
serhii.kolodii@aval.ua & mykhailo.rebryk@aval.ua

Динамика показників державного бюджету України



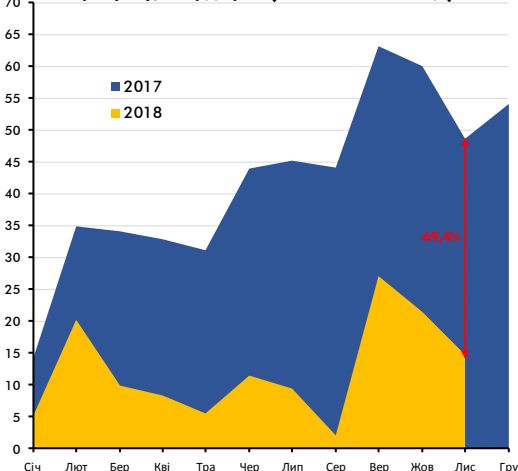
Джерело: ДССУ, Raiffeisen Bank Aval Research

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



Джерело: Державна казначейська служба України

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



Джерело: Державна казначейська служба України

ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

Зведений бюджет України в січні-вересні 2018р. був зведений з профіцитом у розмірі 14,5 млрд грн., який, однак, істотно зменшився в порівнянні з аналогічним періодом 2017р. (-65%р/р). Доходи зведеного бюджету зросли на 116 млрд грн. (15,6%р/р), що дещо нижче темпів збільшення ВВП у 2кв18 (+21,4%р/р) і середньої заробітної плати (+25,8%р/р).

Основними джерелами доходів зведеного бюджету були податкові надходження (82,7%), у структурі яких основну питому вагу складали ПДВ (31,3%), ПДФО (19,1%), акцизний податок (10,4%) і податок на прибуток підприємств (9,5%). Найбільші темпи зростання в порівнянні з 2017р. припали на податок на прибуток підприємств (153,7%), єдиний податок (123,9%) та ПДФО, що сигналізує про позитивні зміни в економіці. Як відомо, динаміка надходження прямих податків знаходиться у прямій залежності від темпів економічного зростання.

Доходи загального фонду державного бюджету за січень-жовтень 2018р. виконані на 97,9% від планових показників. При цьому податкові надходження виконані на 100,2%, неподаткові надходження - 86,0%. Найбільше перевиконання планових показників припадає на податок на прибуток підприємств (121,1%), недовиконання - внутрішній акцизний податок (87,5%). Доходи державного бюджету склали 673,2 млрд грн. (79,7% планових річних показників).

Видатки загального фонду державного бюджету за січень-жовтень 2018р. виконані на 92,0% від планових показників. При цьому найбільше виконання припадає на соціальний захист і соціальне забезпечення (98,7%), міжбюджетні трансферти (95,6%) і оборону (93,6), а найменше - на ЖКГ (13,36%), охорону здоров'я (63,0%), духовний та фізичний розвиток (70,0%). Витрати державного бюджету склали 753 млрд грн. (74,1% планових річних показників).

За рахунок істотного недофінансування окремих статей витрат (у сукупності на 60,1 млрд грн.) вдалося утримати загальний дефіцит загального фонду державного бюджету за 10 місяців (15,5 млрд грн.) значно нижче планового рівня (61,3 млрд грн.). При цьому кумулятивний дефіцит державно бюджету за результатами трьох кварталів 2018р. склав всього 4,8 млрд грн., що відповідає 0,3% ВВП.

Однак, незважаючи на це, залишки коштів на Єдиному казначейському рахунку в жовтні знизилися з 21,4 до 14,7 млрд грн. (проти 48,6 млрд грн. на 01.11.2017). Залишки тимчасово вільних коштів місцевих бюджетів на депозитних рахунках в державних банках на 01.11.2018 склали 12,97 млрд грн. (-9,9%р/р).

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

	План, млрд грн.	Факт, млрд грн.	Відхилення млрд грн.	%
Загальнодержавні функції	137,2	121,2	-16,0	11,7
Оборона	67,6	63,2	-4,3	6,4
Громадський порядок, безпека та судова влада	84,1	76,7	-7,5	8,9
Економічна діяльність	32,2	23,3	-8,9	27,6
Охорона навколишнього природного середовища	3,2	2,4	-0,7	23,5
Житлово-комунальне господарство	0,1	0,0	-0,1	86,6
Охорона здоров'я	17,5	11,0	-6,5	37,0
Духовний та фізичний розвиток	8,7	6,1	-2,6	30,0
Освіта	24,6	22,8	-1,8	7,3
Соц. захист та соц. забезпечення	128,1	126,5	-1,6	1,3
Міжбюджетні трансферти	245,4	235,4	-10,1	4,1
Усього	748,8	688,7	-60,1	8,0

Джерело: Державна казначейська служба України (ДКСУ)

serhii.kolodii@aval.ua & mykhailo.rebryk@aval.ua

Зверніть увагу на повідомлення про ризики і пояснення наприкінці цього документа

Планові доходи державного бюджету на 2019 рік

Показники	План, млрд грн.		Приріст, %	Частка, %
	2018	2019		
Податкові надходження	759,9	860,7	13,3	83,9
ПДФО	91,1	106,2	16,5	10,3
Податок на прибуток підприємств	82,3	95,5	16,0	9,3
Рентна плата	46,5	58,3	25,3	5,7
Акцизний податок	124,1	130,2	5,0	12,7
ПДВ	384,3	434,8	13,2	42,4
Податки на міжн. торгівлю	28,7	31,5	9,9	3,1
Неподаткові надходження	145,0	155,4	7,2	15,1
Власні надх. бюдж. установ	26,2	33,7	28,3	3,3
Кошти від НБУ	50,5	47,6	-5,8	4,6
Кошти від ЄС та інших донорів	2,4	1,9	-21,8	0,2
ВСЬОГО	917,9	1026,1	11,8	100,0

Джерело: Закони України про державний бюджет

БЮДЖЕТ 2019

23 листопада ВРУ затвердила закон про Державний бюджет України на 2019р., який передбачає зростання доходів на 118%, видатки у розмірі 1112 млрд грн. і граничний дефіцит у сумі 90 млрд грн. (2,3% ВВП).

Бюджет 2019р. базується на таких прогнозних значеннях основних макроекономічних показників: зростання реального ВВП -3,0%; зростання номінального ВВП -11,6%, інфляція -7,7%, курс USD/UAH на кінець року - 29,4.

Динаміка основних соціальних стандартів. Передбачено поетапне збільшення середнього прожиткового мінімуму з 1853 грн. до 1936 грн. з 1 липня і до 2027 грн. з 1 грудня. Прожитковий мінімум на працездатних осіб з 1 січня підвищиться до 1921 грн., що означає автоматичний перерахунок окладів працівників бюджетної сфери в рамках ЄТС на 9,0%. Мінімальна заробітна плата з 1 січня складе 4123 грн. (+12,1%).

Основним джерелом доходів державного бюджету залишаються податкові надходження (83,9%), в структурі яких найбільша питома вага припадає на ПДВ (42,4% доходів), акциз (12,7%), ПДФО (10,3%) і податок на прибуток підприємств (9,3%).

Питома вага неподаткових надходжень дещо скоротиться в порівнянні з 2018 роком і складе 15,1%. Це, зокрема, пов'язано зі скороченням планових перерахувань від НБУ з 50,5 млрд грн. до 47,6 млрд грн.

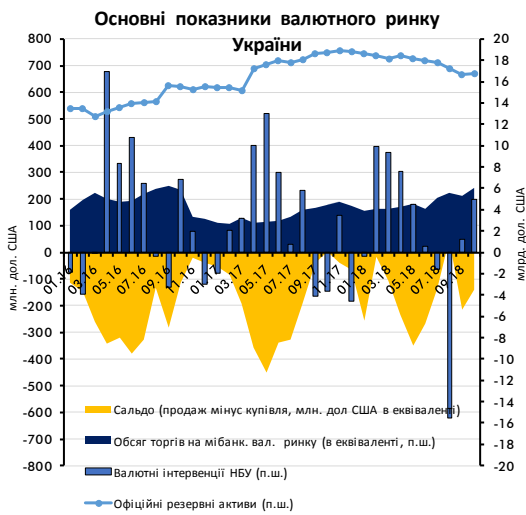
Найбільша питома вага в структурі витрат державного бюджету припадає на міжбюджетні трансферти (25,9%), соціальний захист та соціальне забезпечення (17,9%), загальнодержавні витрати (17,7%), громадський порядок, правоохоронну систему і судову владу (11,9%), оборону (9,4%) і економічну діяльність (7,2%).

Планові показники державного бюджету на 2019 рік

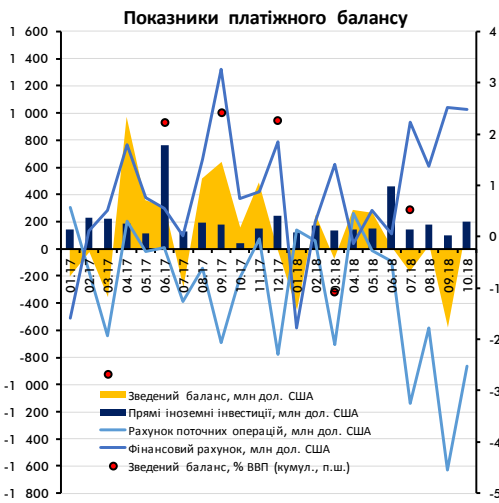
Показники	План, млрд грн.		Приріст		Частка	
	2018	2019	%	млрд грн.	%	млрд грн.
Видатки	991,7	1112,1	12,1%	120,4	100,0%	0,0
Загальнодержавні функції	177,3	197,2	11,2%	19,9	17,7%	-0,1
Оборона	88,6	104,4	17,8%	15,8	9,4%	0,5
Громадський порядок, безпека та судова влада	110,3	132,8	20,5%	22,6	11,9%	0,8
Економічна діяльність	73,3	80,6	9,9%	7,3	7,2%	-0,1
Охорона природного середовища	4,8	6,8	43,7%	2,1	0,6%	0,1
ЖКГ	0,4	0,2	-60,5%	-0,2	0,0%	0,0
Охорона здоров'я	25,2	38,4	52,3%	13,2	3,5%	0,9
Духовний та фізичний розвиток	10,4	10,5	1,6%	0,2	0,9%	-0,1
Освіта	41,3	53,1	28,5%	11,8	4,8%	0,6
Соцзахист і соцзабезпечення	151,1	199,6	32,1%	48,5	17,9%	2,7
Міжбюджетні трансферти	309,0	288,4	-6,7%	-20,6	25,9%	-5,2
Кредитування	6,8	4,0	-41,2%	-2,8	-	-
Надання кредитів	14,2	13,7	-3,5%	-0,5	-	-
Повернення кредитів	-7,3	-9,7	32,9%	-2,4	-	-
Фінансування	80,6	90,0	11,6%	9,3	100,0%	0,0
Чисті запозичення	56,2	73,7	31,0%	17,4	81,9%	12,1
внутрішні	9,7	51,5	429,5%	41,8	57,3%	45,2
зовнішні	46,5	22,1	-52,4%	-24,4	24,6%	-33,1
Надходження від приватизації	21,3	17,1	-19,7%	-4,2	19,0%	-7,4

Джерело: Закони України про державний бюджет

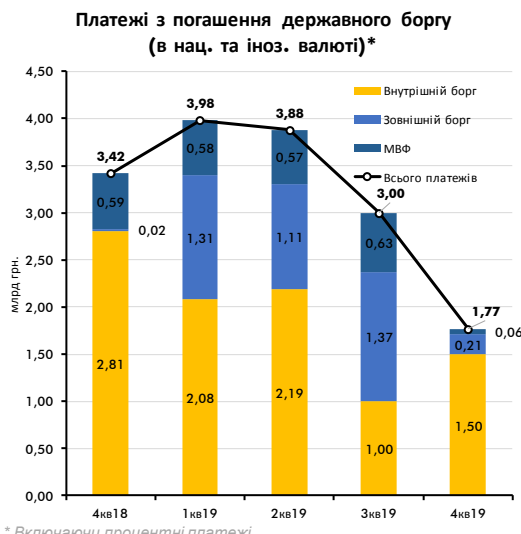
serhii.kolodii@aval.ua & mykhailo.rebryk@aval.ua



Джерело: ДССУ, НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research



Джерело: НБУ



* Включаючи процентні платежі

Джерело: МФУ, МВФ, Raiffeisen Bank Aval Research

ЗОВНІШНІЙ СЕКТОР І ВАЛЮТНИЙ РИНОК

У жовтні платіжний баланс був зведений з профіцитом в сумі \$164 млн, однак за 10 міс. 2018р. мав місце дефіцит в розмірі \$254 млн. Зростання імпорту товарів і послуг в січні-жовтні склав \$7,5 млрд (+14,8%/г/г) в той час як експорт зріс лише на \$4,2 млрд (+9,6%/г/г). Як наслідок, торговий дефіцит склав \$10 млрд., що на 49,1% або на \$3,3 млрд. більше, ніж за такий самий період 2017р. У зв'язку з випереджаючим зростанням імпорту дефіцит поточного рахунку в жовтні виріс до \$0,86 млрд. і кумулятивно склав \$4,57 млрд.

Однак, з огляду на прогрес у перемовинах з міжнародними кредиторами, який було досягнуто в жовтні-листопаді, в грудні 2018р. – січні 2019р. з високим ступенем ймовірності можна очікувати отримання перших траншів у рамках нової програми stand-by від МВФ (до \$2 млрд), макрофінансової допомоги від ЄС (до 0,5 млрд євро), а також затвердження кредитних гарантій від Світового банку (\$0,75 млрд). Такі притоки іноземної валюти, безумовно, сприятливо позначаться і на зведеному сальдо поточного і капітального рахунків платіжного балансу, а також на рівні міжнародних резервів НБУ.

Основним драйвером українського експорту найближчим часом стануть продажі зернових і зернобобових культур, для врожаю яких у цьому році склалися дуже сприятливі погодні умови. З огляду на насичення внутрішнього ринку, значна частина нового врожаю, ймовірно, буде експортована, що послужить збільшенню припливу іноземної валюти. Якщо світові ціни на зернові залишаться сприятливими, це дозволить знизити девальваційний тиск на гривню, а також допоможе наповненню державного бюджету за рахунок зростання митних і податкових надходжень.

Розширена пропозиція іноземної валюти на готівковому і безготівковому сегментах валютного ринку в жовтні дозволила НБУ провести чисту купівлю іноземної валюти в розмірі \$198,5 млн, що частково компенсувало серпневі продажі. Станом на 31 жовтня обсяг міжнародних резервів збільшився лише незначно (+\$ 99 млн) до \$ 16,7 млрд. Однак внаслідок надходження коштів від розміщення єврооблігацій вже 05.11.18 резерви зросли до \$ 18,1 млрд. Їх рівень незначно перевищує оцінку 3 місяців імпорту.

У листопаді в порівнянні з попереднім місяцем середньозважений курс гривні по відношенню до долара США дещо зміцнівся і склав 27,9 грн. Таким чином можна констатувати, що, незважаючи на традиційну «ажитацію» в даний період року, в цілому осінь 2018р. залишалася для національної валюти спокійною.

Певний девальваційний тиск спричинило введення з 26 листопада воєнного стану в 10 областях терміном на 30 днів у результаті конфлікту з РФ в Азовському морі. За часом ці події співпали з традиційним для кінця року посиленням негативних для національної валюти факторів, пов'язаних зі збільшенням закупівель природного газу та інших імпортних енергоносіїв, щомісячними відшкодуванням ПДВ і виведенням дивідендів. Вибори, що наближаються також не додають впевненості учасникам валютного ринку. У зв'язку з чим коридор USD/UAH може зрушити в діапазон 28,0-29,0.

Однак, на наш погляд, психологічні і ситуативні драйвери підвищеного попиту на інвалюту носять переважно короткостроковий характер. У той же час, поточна ситуація фундаментально сприятлива для нормалізації і поступового зниження девальваційного тиску: очікуються суттєві притоки іноземної валюти від міжнародних партнерів, а також експорту рекордного врожаю зернових; рівень реальних процентних ставок високий; а жорсткі монетарні умови форсують формування дефіциту гривневої ліквідності і стимулюють банки, компанії та населення продавати свої валютні запаси.

Умови для отримання I траншу MFA

Напрямок	Стисла характеристика
Управління держфінансами	Видання не менше 7 узагальнених податкових консультацій
Ефективне управління та боротьба з корупцією	Оновлення модуля верифікації е-деклараций і забезпечення автоматичного обміну даними між ним та відповідними Держреєстрами
	Внесення змін до процедури реєстрації компаній для розкриття додаткової інформації щодо бенефіціарних власників
Сектор. реформи і підприємства	Достатні видатки в бюджеті 2019р. для Вищого антикорупційного суду, а також старт процесу відбору членів Громадської ради міжнародних експертів та суддів для нього
	Відбір і призначення незалежних членів спостережної ради «Укренерго» і 3 ін. великих державних підприємств
	Виставити на продаж мінімум 200 малих держ. об'єктів через електронні аукціони на ProZorro.Sale

Джерело: Меморандум про взаєморозуміння між Україною та ЄС

Умови для отримання II траншу MFA

Напрямок	Стисла характеристика
Управління державними фінансами	Прийняття середньострокового плану реформ податкової та митної адміністрації
Ефективне управління та боротьба з корупцією	Внесення змін до Митного кодексу для впровадження програми уповнов. економ. оператора; імплементація до укр. законодавства положень Конвенції про єдиний режим транзиту та Конвенції про спрощення формальностей у торгівлі товарами
	Ратифікація Багатосторонньої конвенції щодо виконання заходів, що стосуються угод з оподаткування з метою протидії розмиванню податкової бази та виведенню прибутку з-під оподаткування (BEPS)
Ефективне управління та боротьба з корупцією	Автомат. верифікація не менше 1000 е-деклараций чиновників з прийняттям відп. рішень
	Значний прогрес у відборі кваліфік. і незалежних суддів Вищого антикорупційного суду; забезпечення суду достатніми фінансовими ресурсами
Секторальні реформи і державні підприємства	Прийняття закону про боротьбу з відмиванням грошей у відповідності з Угодою про асоціацію з ЄС
	Розробка закон. бази з управління непрацюючими активами в банках, здійснення дій через суди щодо повернення активів державних банків
	Надання спостережним радам державних банків відповідних повноважень та обрання на конкурентній і прозорій основі більшості незалежних членів рад
Секторальні реформи і державні підприємства	Досягнення значного прогресу в імплементації закон-ва про ринок електроенергії, у т.ч. щодо підготовки «Укренерго» до сертифікації в якості незалежного транзитного оператора та відокремлення контролю за виробництвом від контролю за передачею електроенергії)

Джерело: Меморандум про взаєморозуміння між Україною та ЄС

МАКРОФІНАНSOVA ДОПОМОГА ВІД ЄС

Позитивні новини про нову угоду з МВФ прискорили прогрес в отриманні макрофінансової допомоги (MFA) від ЄС у розмірі до 1 млрд євро. Офіційною метою цієї допомоги є зменшення зовнішнього фінансового тиску, поліпшення платіжного балансу і забезпечення бюджетних потреб України, посилення її позиції щодо валютних резервів і допомога в подоланні поточної зовнішньої і фінансової уразливості. Передбачається, що кредитні надходження будуть використані для фінансування державного бюджету.

Програма розрахована на 2,5 роки і передбачає надання двох траншів по 500 млн. євро із середнім строком погашення до 15 років. Точний розмір процентної ставки стане відомим лише під час емісії облігацій Європейською Комісією (з кредитним рейтингом AAA) з метою залучення коштів, які в подальшому будуть перераховані Україні. Меморандумом визначено, що виплата двох траншів допомоги буде обумовлена як задовільним виконанням заходів у рамках реалізації програми МВФ stand-by, так і позитивною оцінкою Європейською Комісією прогресу реалізації Україною ряду узгоджених макроекономічних і структурних реформ.

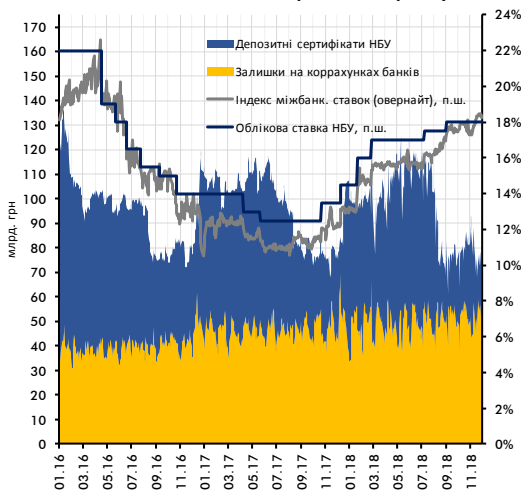
Основні умови для старту нової програми МВФ stand-by виконані: 1) державний бюджет на 2019р., що передбачає досить консервативні фіскальні обмеження, затверджений; 2) рішення щодо підвищення ціни на газ для населення прийнято. Відповідно, перший транш (\$1,5-2 млрд) від МВФ можна очікувати вже в грудні 2018р.

Однак програма макрофінансової допомоги ЄС додатково передбачає виконання 18 критеріїв, погоджених між Україною та ЄС. Вони стосуються реалізації макроекономічних і структурних реформ у сферах управління державними фінансами, боротьби з корупцією, малої приватизації, менеджменту в державних компаніях і банках, а також соціальної політики і охорони здоров'я.

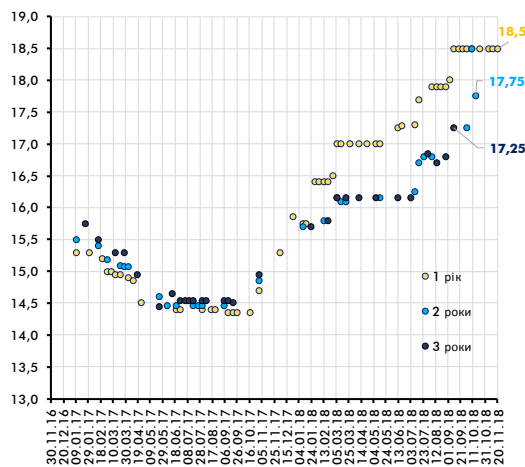
На сьогодні вже виконано всі 6 умов для отримання першого траншу MFA. У разі позитивної оцінки з боку Європейської Комісії, надходження 500 млн. євро можна з великим ступенем ймовірності очікувати вже в грудні 2018р.

Зазначимо, що деякі із зазначених вимог залишилися невиконаними ще в рамках попередньої програми MFA від ЄС загальним обсягом 1,8 млрд євро. Як результат, третій і останній транш в розмірі 600 млн євро в рамках цієї програми було скасовано 18.01.2018. Зокрема, раніше прогресу не було досягнуто в знятті заборони на експорт лісу-кругляка, в запуску автоматичної перевірки е-деклараций, у прийнятті закону про кредитний реєстр НБУ та перевірці інформації про бенефіціарних власників компаній. Більшість з зазначеного є заходами щодо запобігання корупційних дій.

Для отримання другого траншу передбачено 12 умов. Найбільш відчутний прогрес на поточний момент був досягнутий у реформуванні податкового та митного адміністрування, відборі кваліфікованих і незалежних суддів для Вищого антикорупційного суду і забезпеченні достатніх фінансових ресурсів для його функціонування, розробці законодавства про управління непрацюючими активами в банках, реформуванні корпоративного управління в держбанках, а також в поліпшенні адресності, ефективності, справедливості та монетизації субсидій. На нашу думку, з урахуванням фактору подвійних виборів і введення воєнного стану, існує суттєва невизначеність щодо виконання всіх 12 вимог, а відповідно - отримання другого траншу MFA від ЄС раніше, ніж у 2 половині 2019р.

Ключові показники грошового ринку


Джерело: НБУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Середньозважений рівень доходності за гривневими ОВДП на первинному ринку, %


Джерело: МФУ, Raiffeisen Bank Aval Research

Рівні котирувань гривневих ОВДП

Термін обігу	Доходності	
	купівля	продаж
6 міс.	20.25 – 21.00%	18.50 – 19.00%
1 рік	20.50 – 21.15%	18.25 – 19.20%
2 роки	20.50 – 21.00%	18.25 – 19.20%
3 роки	20.50 – 20.75%	18.00 – 18.50%

Рівні котирувань валютних ОВДП

Термін обігу	Доходності, USD/UAH	
	купівля	продаж
6 міс.	6.40 – 7.00% / 28.10 – 28.45	5.00 – 5.25% / 28.10 – 28.45
1 рік	7.15 – 7.50% / 28.10 – 28.45	5.00 – 5.25% / 28.10 – 28.45
2 роки	7.45 – 7.50% / 28.10 – 28.45	5.15 – 5.25% / 28.10 – 28.45

Джерело: Raiffeisen Bank Aval Trading Desk

ГРОШОВИЙ РИНОК І МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА

У листопаді середній обсяг гривневої ліквідності в банківській системі продовжив зростання, перевищивши жовтневі позначки на 2,9%, і на піку досяг 88,6 млрд грн. Незважаючи на значну внутрішньомісячну волатильність (в діапазоні від 44 до 59 млрд грн.), залишки на кореспондентських рахунках банків на кінець листопада лише незначно перевищили показник на початок місяця (56,9 проти 48,8 млрд грн. відповідно). При цьому середній розмір інвестицій в депозитні сертифікати НБУ в порівнянні з жовтнем зріс на 7,9%, досягнувши максимального рівня 43,4 млрд грн.

Припливу гривні сприяло переважання покупок іноземної валюти з боку НБУ у жовтні (сальдо склало \$198,5 млн, що відповідає додатковим 5,6 млрд грн.) і листопаді (+\$232,8 млн, або +6,5 млрд грн.). Окрім того, і в жовтні, і в листопаді сформувалося позитивне сальдо операцій НБУ з підтримки ліквідності банків – відповідно 1,2 млрд грн. і 20,3 млрд грн. У цілому грошова маса в жовтні 201 р. знизилася на 0,3%, залишаючись на 10,6% вище від показника жовтня 2017р.

Таким чином, незважаючи на тренд щодо скорочення профіциту ліквідності банківської системи, середній рівень гривневої ліквідності в листопаді 2018р. (79,8 млрд грн.) виявився на 4,2% вищим за аналогічний показник минулого року.

Зростання процентних ставок за депозитами (+0,6п.п. м/м для корпорацій, +0,3п.п. м/м для фізосіб) несуттєво відбилосся на їх схильності до заощаджень: спостерігався відтік депозитів як корпоративних клієнтів, так і фізосіб, відповідно, на -0,2% і -0,1% м/м. При цьому сукупний кредитний портфель банків у жовтні зріс на 0,5% м/м (+12% р/р). Зростання корпоративного кредитування в гривнях склало +6,4% р/р, в іноземній валюті прискорилося до 14,2% р/р, що частково пов'язано з переоцінкою внаслідок девальвації. Триває бум споживчого кредитування в гривні (+2,4% м/м або +29,9% р/р), в той час як у інвалюті стагнує через законодавчі обмеження.

В останній день жовтня індекс міжбанківських ставок овернайт (18,1%) вперше з жовтня 2016р. перевищив значення облікової ставки НБУ. Тренд посилюється в 20-х числах листопада, коли вказаний індекс зріс до 18,48%. Це сприяло різкому скороченню залишків коштів банків, вкладених в депозитні сертифікати НБУ (з 33,8 до 18,1 млрд грн. Станом на 30.11.18).

Ми, як і раніше, очікуємо подальшого скорочення надлишку ліквідності банківської системи і переходу до стану структурного дефіциту. Дані процеси можуть бути дещо прискорені відтоком депозитів, спровокованим конфліктом з РФ в Азовському морі і подальшим введенням режиму воєнного стану в ряді регіонів України. Однак «у базовому сценарії» ми не очікуємо жодних драматичних тенденцій, що загрожують фінансовій стабільності банківської системи.

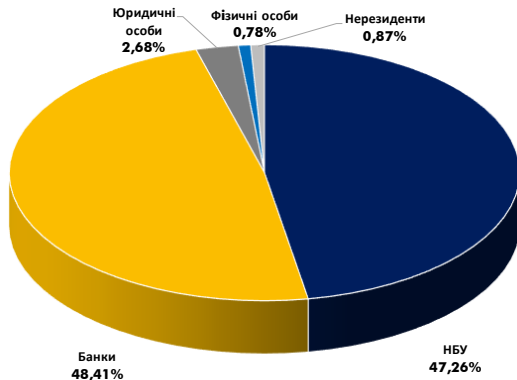
Також ми вважаємо, що баланс фундаментальних факторів (з урахуванням очікуваних валютних надходжень від МВФ, ЄС і СБ, даунтренду світових цін на нафту, а також жорстких монетарних умов і очікуваного зниження темпів зростання зарплат) в більшій мірі сприятливий для нормалізації і поступового зниження девальваційного та інфляційного тиску. При цьому психологічні фактори, що спровокували ажіотаж на валютному ринку, носять скоріше короткостроковий характер.

На нашу думку, реальні процентні ставки наразі є доволі високими, і чистий ефект від подальшого нарощення жорсткості монетарної умов на динаміку цін з більшим ступенем імовірності може виявитися від'ємним внаслідок негативного впливу на кредитування корпоративного сектора.

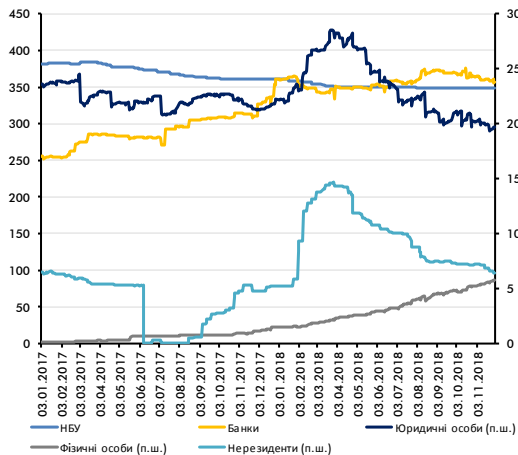
Виходячи з цього, в нашому «базовому сценарії» ми не бачимо достатніх підстав для подальшого підвищення 13.12.2018 облікової ставки НБУ. Однак свої корективи може внести висока невизначеність щодо траєкторії подальшого розвитку ситуації, що склалася у зв'язку з конфліктом.

mykhailo.rebryk@aval.ua

Зверніть увагу на повідомлення про ризики і пояснення наприкінці цього документа

**Структура власників ОВДП
 (на 30.11.2018)**


Джерело: НБУ

**Динаміка ОВДП у розрізі власників,
 млрд грн.**


Джерело: НБУ

РИНОК ОБЛІГАЦІЙ

На вторинному ринку ОВДП продовжилося зростання дохідностей на тлі відчутного зниження запасів ліквідності в банківській системі. Банки все більше і більше починають відчувати брак ліквідності. Даний фактор впливає і на ринок бондів, підштовхуючи учасників до продажу.

У середньому за місяць котирування по гривневим держпаперам підвищилися на 10-150 б.п. у залежності від терміну обігу. Обсяг на продаж досить суттєво перевищує обсяг на купівлю. Дохідності на вторинному ринку на даний момент є вищими, ніж на первинному.

Нерезиденти також продовжують виходити з локальних держпаперів: за листопад портфель ОВДП у їх власності зменшився на 838 млн грн. або на 11,6% і склав 6,4 млрд грн.

На ринку валютних ОВДП також спостерігалось зростання дохідностей. У середньому за місяць котирування підвищилися на 10-90 б.п. в залежності від терміну звернення. Дане зростання можна пояснити трансмісією достатньо істотного підвищення дохідностей на первинному ринку (100-150 б.п.) на котирування вторинного ринку на боці пропозиції. Нагадаємо, що в минулому місяці відбулося зростання котирувань лише на боці попиту, тому що учасники були не готові продавати «старі» папери з більш високою прибутковістю, фіксуючи збитки. Тепер, з одного боку, відбулася переоцінка паперів, а з іншого, «нові» папери з більш високою прибутковістю почали пропонуватися на вторинному ринку.

У період з 23.10.2018 по 30.11.2018 Міністерство фінансів України залучило до бюджету 1,4 млрд грн., 154,3 млн доларів США, а також 27,7 млн. євро на первинних аукціонах з розміщення ОВДП. Не дивлячись на бажання первинних дилерів купити папери з більш високою прибутковістю, Мінфін на підвищення не пішов.

Цікаво, що з початку 2017р. обсяг ОВДП у власності НБУ зменшився на 33,8 млрд. грн. або на 8,9%. Істотне зменшення портфеля ОВДП у власності НБУ ще раз підтверджує нещодавно заяву заступника голови НБУ Олега Чурія про поступовий перехід банківської системи від стану надлишку ліквідності до її нестачі.

Також слід звернути увагу на зростаючу зацікавленість фізичних осіб у придбанні ОВДП: з початку 2017р. обсяг держоблігацій у їх власності збільшився в 55 разів і досяг 5,7 млрд грн. станом на кінець листопада 2018р. Такий інтерес пояснюється тим, що прибутковість ОВДП на поточний момент є вищою за ставки по депозитах більшості банків. На відміну від депозитів, держпапери звільнені від податку на доходи фізосіб (наявний лише військовий збір у розмірі 1,5%). Окрім того, позичальником є Держава, що говорить про відносно високий ступінь надійності даного інструменту.

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

	Термін обігу					
	3 мес.	6 мес.	9 мес.	1 год	1,5 года	2 года
Результати аукціонів 06.11.2018						
Встановл. рівень дохідності, %	19.00	18.50	18.50	18.50	7.50	x
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	492.95 UAH	7.49 UAH	58.39 UAH	93.45 UAH	21.56 USD	x
Результати аукціонів 13.11.2018						
Встановл. рівень дохідності, %	19.00	18.50	18.50	7.25	18.50	7.50
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	427.32 UAH	57.11 UAH	1.00 UAH	16.99 USD	6.06 UAH	4.02 USD
Результати аукціонів 20.11.2018						
Встановл. рівень дохідності, %	19.00	18.50	6.70	18.50	7.25	7.50
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	180.81 UAH	0.80 UAH	28.55 USD	7.83 UAH	11.16 USD	2.11
Результати аукціонів 27.11.2018						
Встановл. рівень дохідності, %	19.00	18.50	x	x	x	x
Обсяг задоволених заявок (за номіналом), млн.	5.64 UAH	42.47 UAH	x	x	x	x

Джерело: МФУ, Raiffeisen Bank Aval Trading Desk

КОНТАКТНА ІНФОРМАЦІЯ**Райффайзен Банк Аваль**

Україна, Київ 01011, вул. Лескова, 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)
Сергій Колодій (+380 50 397 2707)

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.