

Фінансовий тижневик

НБУ продовжує цикл зниження ставки

Стислий виклад коментарів

ПОНЕДІЛОК, 29 КВІТНЯ 2024

Огляд міжнародних ринків

Прогнози зниження ставок ФРС дедалі погіршуються

Нові свідчення стійкої високої інфляції в США змусили ринки знову переглянути очікування зниження ставок у гірший бік і спричинили зниження вартості облігацій. Водночас ринки акцій зростали на сильних фінансових звітах провідних компаній сектору високих технологій.

Ринки державних облігацій

Зниження ставок за ОВДП відновлюється

Національний банк понизив минулого тижня облікову ставку та ставки за депозитними сертифікатами ще на 1 в.п., тож низхідний рух ставок за ОВДП, ймовірно, відновиться.

Мінфін готується до великих погашень

У квітні Мінфін залучив удесятеро більше коштів, ніж погасив, тож показники рефінансування погашень внутрішнього боргу значно покращилися.

Єврооблігації дешевшають через негативні очікування

Активне обговорення можливих несприятливих для інвесторів сценаріїв реструктуризації єврооблігацій призвело до помітного зниження цін минулого тижня.

Валютний ринок

Ослаблення гривні призупинилося

Загальний дефіцит валюти на ринку зменшився, що дозволило НБУ зменшити інтервенції та укріпити курс гривні.

Макроекономіка

НБУ продовжує цикл зниження ставки

Нацбанк понизив ставки на 1.0 п.п. до 13.5%. Цей крок був трохи більшим за очікування ринку, однак не цілком несподіваним.

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 26 квітня 2024)

| | Останній рівень | Зміна за тиждень (%) | Зміна за рік ¹ (%) |
|---|-----------------|----------------------|-------------------------------|
| Ключова оп. ставка НБУ (%) | 13.50 | -100бр | -1,150бр |
| Ставка О/Н ² (міжбанк) | 13.50 | -100бр | -650бр |
| Корраунки банків ³ (млн грн) | 161,325 | -23.6 | -8.7 |
| Деп.сертифікати ⁴ (млн грн) | 619,531 | +9.0 | +40.4 |

Нотатки: [1] зміна за останні 12 місяців; [2] овернайт; [3] станом на 9 годину ранку [4] депозитні сертифікати НБУ на 9 годину ранку.

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Структура власників ОВДП (млн грн) (за 26 квітня 2024¹)

| | Останній рівень | Зміна за тиждень (%) | Зміна за рік ² (%) |
|--------------------------|------------------|----------------------|-------------------------------|
| НБУ | 677,990 | -0.4 | -2.7 |
| Банки | 699,555 | +1.1 | +32.3 |
| Резиденти ³ | 159,061 | -0.1 | +40.9 |
| Фіз.особи ⁴ | 61,755 | +1.4 | +64.5 |
| Нерезиденти ⁵ | 41,827 | -1.7 | -18.9 |
| Всього | 1,641,952 | +0.3 | +14.7 |

Нотатки: [1] на початок дня [2] зміна за останні 12 місяців; [3] юридичні особи резиденти України (крім банків); [4] фізичні особи резиденти України; [5] нерезиденти-іноземні інвестори.

Джерело: НБУ, ICU.

Індикатори валютного ринку (за 26 квітня 2024)

| | Останній рівень | Зміна за тиждень (%) | Зміна за рік ¹ (%) |
|----------------------------|-----------------|----------------------|-------------------------------|
| USD/UAH | 39.6363 | -0.6 | +7.3 |
| EUR/USD | 1.0739 | +0.8 | -2.7 |
| Індекс долара ² | 105.535 | -0.6 | +4.0 |

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

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Середньоринкові котирування ОВДП (за 29 квітня 2024)

| Погашення | Придбання (%) | Продаж (%) |
|-----------------|---------------|------------|
| 6 місяців | 17.00 | 14.50 |
| 12 місяців | 17.50 | 16.00 |
| Два роки | 19.00 | 17.00 |
| Три роки | 19.75 | 18.00 |
| 12 місяців (\$) | 5.00 | 4.50 |
| Два роки (\$) | N/A | N/A |

Джерело: ICU.

Огляд міжнародних ринків

Прогнози зниження ставок ФРС дедалі погіршуються

Нові свідчення стійкої високої інфляції в США змусили ринки знову переглянути очікування зниження ставок у гірший бік і спричинили зниження вартості облігацій. Водночас ринки акцій зростали на сильних фінансових звітах провідних компаній сектору високих технологій.

Одним із головних факторів, що збентежив ринки минулого тижня, стали слабкі квартальні економічні показники в США. Американський ВВП за 1кв24 зріс лише на 1.6% у річному вимірі в порівнянні з консенсус-прогнозом 2.5%. Водночас зростання цінового індексу ВВП прискорилося до 3.1% з 1.7% у 4кв23 понад очікувані 3.0%. Ще більше зростання показала базова складова цінового індексу індивідуальних споживчих витрат PCE – на 3.7% у порівнянні з консенсус-прогнозом 3.4%.

У результаті оцінки зниження ставок ФРС у 2024 р., закладені у ф'ючерсні котирування федеральних коштів, знизилися за минулий тиждень ще на 8 б.п. до 36 б.п. Також негативною була реакція боргових ринків: за підсумками тижня доходності десятирічних казначейських облігацій США зросли ще на 4 б.п. до 4.67%. Індекс вартості єврооблігацій країн, що розвиваються, EMBI, знизився за тиждень на 0.1%.

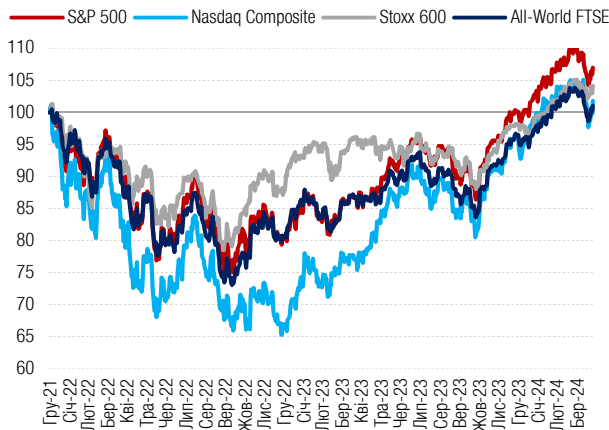
Негативний же ефект для акцій виявився слабшим і незабаром компенсувався ейфорією від фінансових звітів за 1кв24 найбільших компаній американського сектору високих технологій. Зокрема, акції материнської компанії сервісу Google, Alphabet злетіли на 10% після публікації вищих за очікування прибутків, оголошення перших в історії дивідендів і програми викупу акції на суму \$70 млрд. Ринки також вітали сильні результати компанії Microsoft, яким поміж іншим сприяло запровадження штучного інтелекту в сегменті хмарного сервісу. У результаті дії цих факторів за підсумками тижня індекс акцій S&P 500 зріс на 2.7%, Nasdaq Composite - на 4.2%, а глобальний All-world FTSE - на 2.5%, а європейський Stoxx 600 – на 1.7%. Європейський ринок акцій додатково підтримали значно сильніші за очікування показники ділової активності PMI Єврозони.

Динаміка цін на сировинних ринках минулого тижня була змішаною. Найбільше тижневе зростання з початку російської агресії проти України (10%) показали ціни на пшеницю на тлі погіршених прогнозів цьогорічного врожаю у низці ключових експортних регіонів світу. Відновили зростання ціни на нафту (+3%) через побоювання ескалації конфлікту на Близькому Сході й обмежену пропозицію. Водночас відступили з попередніх рекордних рівнів ціни на золото (-2%). Слабкий попит і значні обсяги запасів посилили тиск на ціни на природний газ у Європі (-6%).

Погляд ICU: Оцінка ринками зниження ставок ФРС у цьому році вже в 2.3х менша за поточний прогноз самого центрального банку. Тож зміна риторики ФРС на більш обережну за результатами чергового засідання, яке відбудеться цього тижня, уже навряд чи дедалі погіршить настрої. Водночас малоймовірно, що ФРС на цьому засіданні вирішить змінювати ставки. Також регулятор може вирішити сповільнити темпи скорочення обсягів казначейських облігацій на своєму балансі, що знизить тиск на боргові ринки.

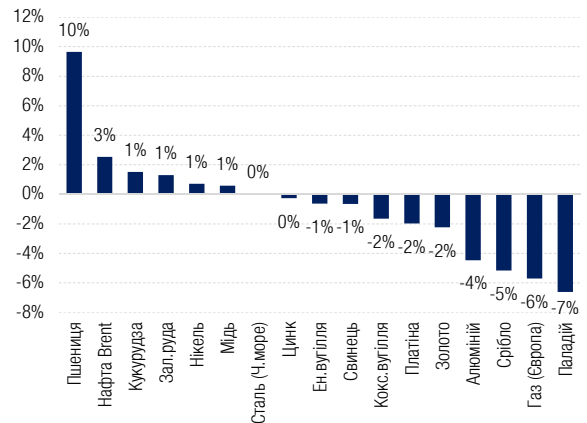
Державне казначейство США, у свою чергу, може принести борговим ринкам додаткове полегшення, оголосивши стабільні обсяги нових випусків облігацій на наступний квартал, як того очікують багато спостерігачів. У попередні три квартали обсяги аукціонів постійно збільшувалися.

Графік 1. Ключові світові фондові індекси, 1/1/22=100



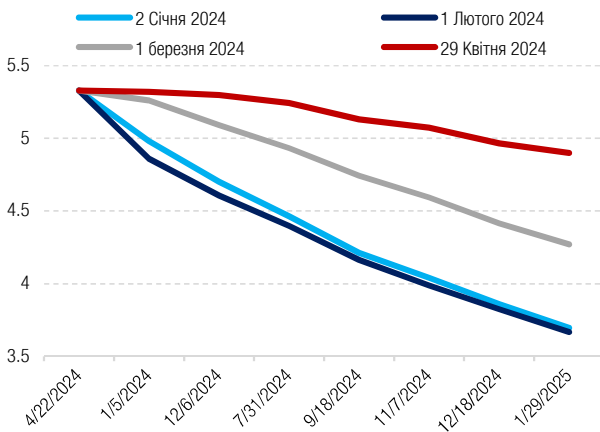
Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 2. Тижнева динаміка ключових цін на сировину, %



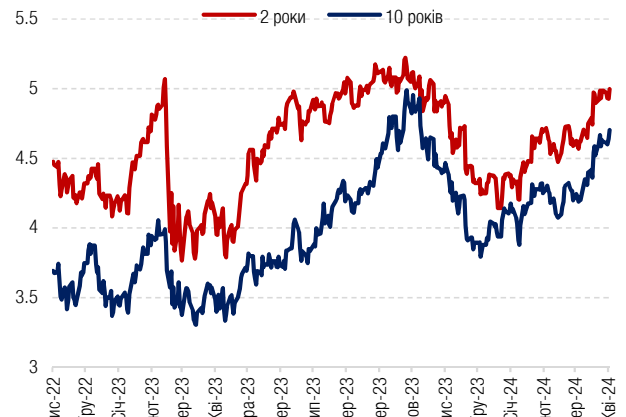
Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 3. Зміна ринкових очікувань ставок ФРС у 2024 р., %



Джерело: Bloomberg, ICU.

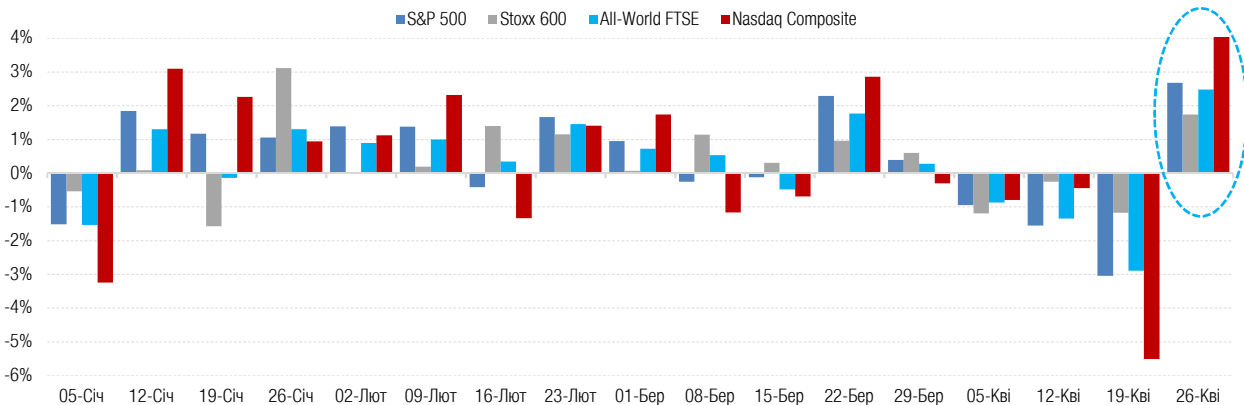
Графік 4. Дохідність казначейських облигацій США за строками погашення, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 5. Тижнева динаміка фондових індексів у 2024 р., %

Провідні світові індекси минулого тижня відновлювались на тлі сильних фінансових звітів і поновленої ейфорії щодо ШІ



Джерело: Bloomberg, ICU.

Олександр Мартиненко, м.Київ, (044) 377-7040 дод.726

Ринки державних облигацій

Зниження ставок за ОВДП відновлюється

Національний банк низив минулого тижня облікову ставку та ставки за депозитними сертифікатами ще на 1 в.п., тож низхідний рух ставок за ОВДП, ймовірно, відновиться.

Два тижні тривала перерва в зниженні ставок за гривневими ОВДП на первинному ринку, адже минулого тижня міністерство низило на 10 б.п. лише ставки за річними ОВДП, віддавши перевагу неконкурентному попиту (задовольняється за середньозваженою ставкою) і відхиливши переважну більшість конкурентних заявок. Ставки в заявках на дворічні та трирічні інструменти були переважно однаковими третій тиждень поспіль, не даючи міністерству достатньо можливостей для зниження ставки (див. [коментар щодо аукціону](#)).

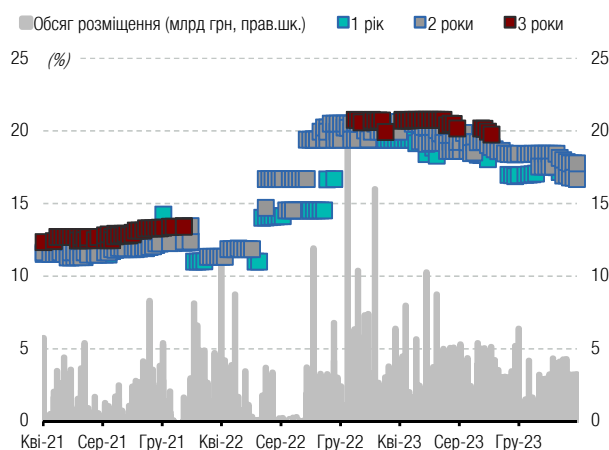
На вторинному ринку дохідності угод із гривневими ОВДП теж залишалися протягом тижня майже незмінними. Обсяг торгів скоротився майже удвічі до 8.1 млрд грн, і залишився переважно сконцентрованим у довших інструментах. Лідером торгів минулого тижня були ОВДП з погашенням у липні 2027 року.

Погляд ICU: Рішення НБУ низити ставки за своїми інструментами одразу на 1 в.п. (див. [коментар нижче](#)), ймовірно, спонукатиме учасників первинних аукціонів ще більше конкурувати ставками у своїх заявках на завтрашнє розміщення. Це може дозволити Мінфіну продовжити зниження ставок за гривневими ОВДП після невеликої перерви. На вторинному ринку дохідності не змінилися в очікуванні змін умов первинних розміщень, а інвестори продовжили цікавитися переважно довшими облигаціями, зокрема фіксуючи дохідність на максимально доступний термін.

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

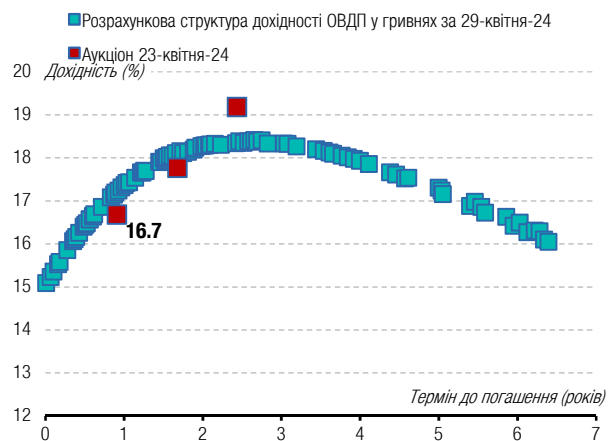
Графік 6. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

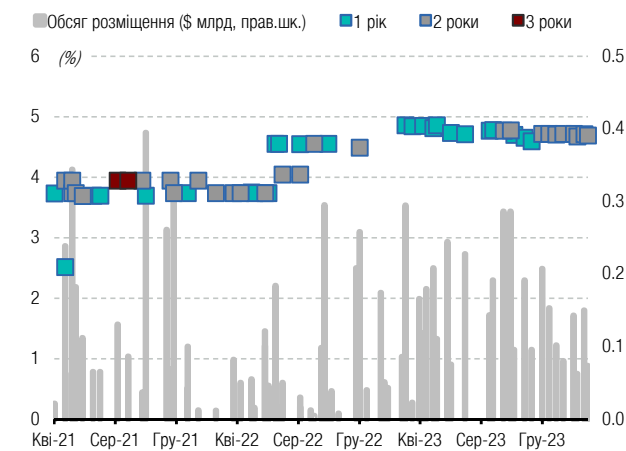
Розрахункова крива дохідності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

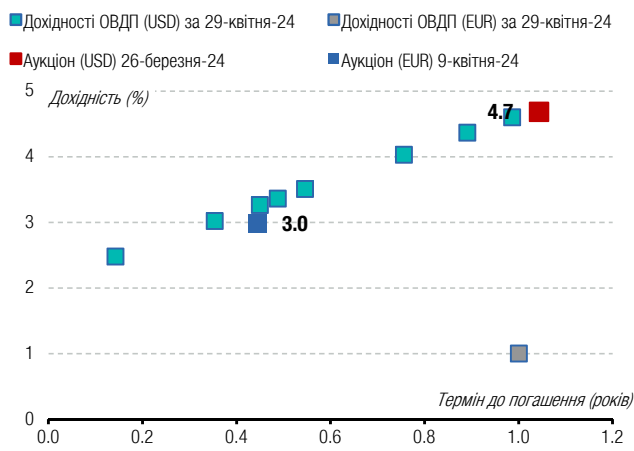
Графік 7. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ІСУ.

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



Джерело: НБУ, МФУ, ІСУ.

Мінфін готується до великих погашень

У квітні Мінфін залучив удесятеро більше коштів, ніж погасив, тож показники рефінансування погашень внутрішнього боргу значно покращилися.

Минулого тижня Міністерство фінансів здійснило єдине цього місяця погашення гривневих ОВДП на користь НБУ в сумі 2.5 млрд грн. Водночас за чотири первинні аукціони Міністерство позичило 25 млрд грн та 42 млн євро. Тож за місяць запозичення в гривні були більшими за погашення вдесятеро, а у валюті погашень не відбувалося. Загалом за 4м24 запозичення були на 57% більшими за погашення, тож чисті запозичення Мінфіну за цей період у всіх валютах склали еквівалент 52 млрд грн. Рівень рефінансування в розрізі валют склав 241% у гривні, залишився 95.5% у доларах США та зріс до 101% у євро.

Травень – один із найбільш навантажених погашеннями місяців цього року. Уже наступного тижня Мінфіну необхідно погасити 19 млрд грн, у середині місяця 277 млн євро і ще наприкінці місяця 21.6 млрд грн. Відповідно в травні Мінфін розміщуватиме гривневі ОВДП та валютні облігації в євро. Також кошти від розміщених завтра гривневих облігацій Мінфін отримає уже у травні.

Погляд ІСУ: Міністерство фінансів очікувано покращило рефінансування погашень у квітні. Рівень рефінансування (сукупно в усіх валютах) за підсумками 4м24 зріс до 157% зі 131% за підсумками 1кв24. Водночас перспектива подальшого зниження ставок за ОВДП стимулюватиме інвесторів реінвестувати більше коштів з отриманих у травні погашень, тож ми очікуємо, що сукупний рівень рефінансування погашень ОВДП залишатиметься високим протягом травня.

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

Єврооблігації дешевшають через негативні очікування

Активне обговорення можливих несприятливих для інвесторів сценаріїв реструктуризації єврооблігацій призвело до помітного зниження цін минулого тижня.

Українські єврооблігації подешевшали минулого тижня на понад 7% до 25.5-32.9 цента за долар, а діапазон цін для інструментів із різним терміном обігу незначно розширився до 12.7%. ВВП-варанти подешевшали на 0.7% до 54 центів за долар умовного

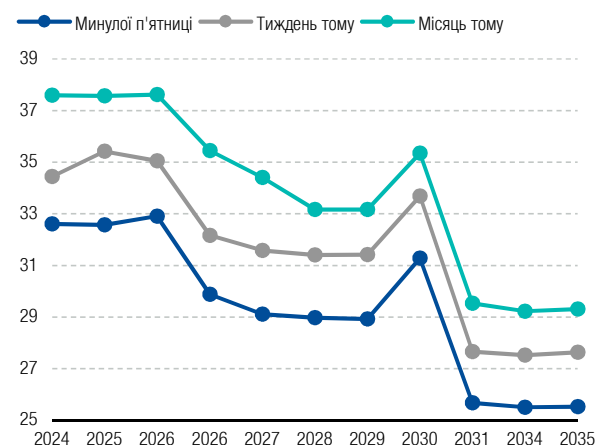
номіналу. Індекс облігацій країн, що розвиваються, EMBI, знизився минулого тижня на 0.1%.

Погляд ICU: Минулого тижня завершилося затвердження пакету військової та фінансової допомоги від США, а також Україна отримала другий транш перехідного фінансування від ЄС у сумі 1.5 млрд євро. Наразі Міністерство фінансів уже має високу визначеність щодо обсягів міжнародної допомоги на поточний рік, тож може завершувати підготовку пропозиції щодо умов реструктуризації. Однак, на протигагу позитивним новинам, минулого тижня ринком ширилися чутки про те, що умови реструктуризації можуть бути менш сприятливими за ті, на які тримачі єврооблігацій розраховують. Зокрема, окремі учасники зустрічей із представниками МВФ під час весняних зборів МВФ зауважили, що фонд може орієнтуватися на несприятливий сценарій динаміки боргу, передбачений меморандумом про співпрацю з Україною. Одним із наслідків цього може бути більше списання єврооблігацій та менші процентні виплати порівняно з тими, що могли б бути за базовим сценарієм. Варто зазначити, що поки що не було жодних офіційних комунікацій із цього приводу.

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

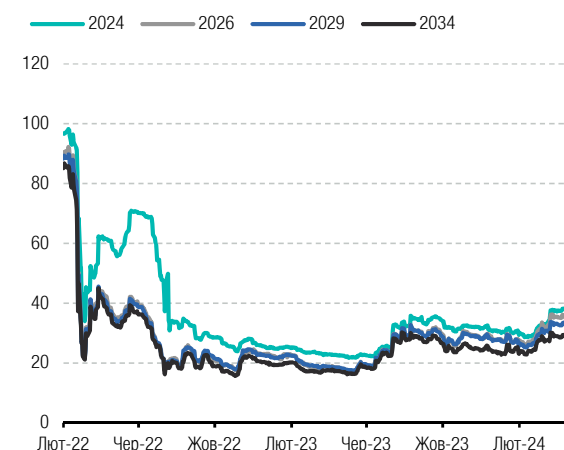
Графік 8. Ціни українських єврооблігацій

Ціни доларових єврооблігацій (центів за долар номінальної вартості) за попередній робочий день, два тижні та місяць тому



Джерело: Bloomberg, ICU.

Ціни низки єврооблігацій у доларах США з початку лютого 2022 року



Джерело: Bloomberg, ICU.

Валютний ринок

Ослаблення гривні призупинилося

Загальний дефіцит валюти на ринку зменшився, що дозволило НБУ зменшити інтервенції та укріпити курс гривні.

На міжбанківському ринку (за підсумками чотирьох робочих днів) чиста купівля валюти зменшилася на 24% до \$180 млн. Зменшився й обсяг торгів: продаж валюти зменшився на 9% до \$788 млн, а купівля валюти – на 12% до \$969 млн. Знизилися обсяги чистої купівлі валюти й у роздрібному сегменті, на 17% до \$100 млн.

Така динаміка обсягів торгівлі валютою дозволила НБУ зменшити інтервенції майже на чверть порівняно з попереднім тижнем до \$532 млн.

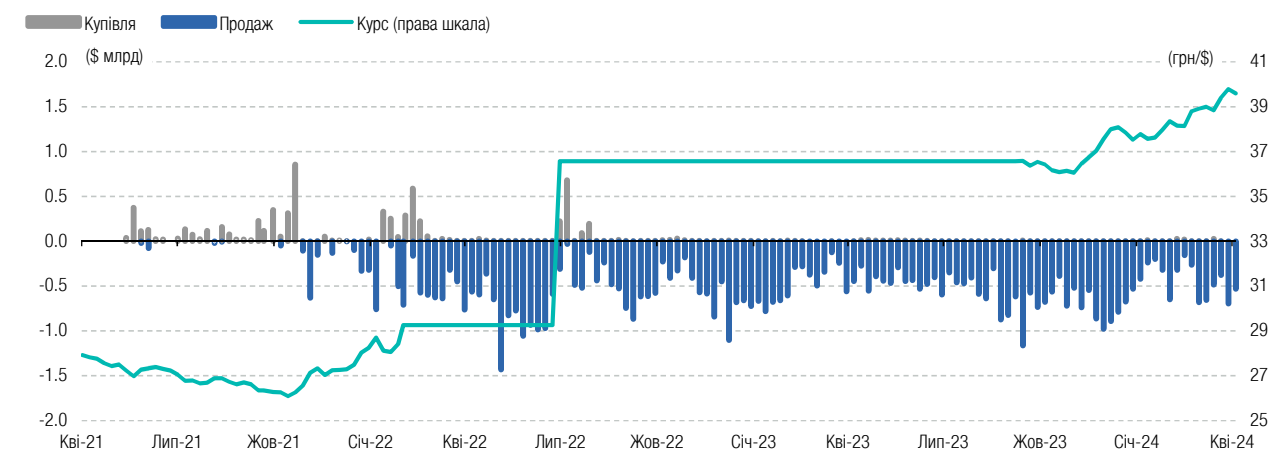
Офіційний курс за підсумками минулого тижня посилюється на 0.5% до 39.6 грн/\$, а готівковий курс у системно важливих банках за підсумками тижня укріпився на 0.3% до 39.4-40.0 грн/\$.

Погляд ICU: Відсутність надмірного попиту на валюту, як у попередню п'ятницю, дозволила курсу гривні завершити тиждень незначним укріпленням. НБУ наразі дозволяє курсу коливатися, не перетинаючи позначку 40 грн/\$.

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

Графік 9. Показники міжбанківського валютного ринку, історія за останні три роки

Обмінний курс гривня/долар США та обсяги інтервенцій НБУ. З 24.02.2022 використано офіційний курс НБУ



Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Макроекономіка

НБУ продовжує цикл зниження ставки

Нацбанк знизив ставки на 1.0 п.п. до 13.5%. Цей крок був трохи більшим за очікування ринку, однак не цілком несподіваним.

Одночасно процентні ставки за депозитними сертифікатами також були знижені на 1.0 п.п. - до 13.5% для овернайт та 16.5% для тримісячних паперів. Крім того, вартість рефінансування було знижено одразу на 2.0 п.п. до 17.5%.

Регулятор підтвердив плани подальшої валютної лібералізації, хоча деталі поки не розкривав. Очікується, що ці плани включатимуть дозвіл на виплату нових дивідендів, оплату послуг та обслуговування боргів, залучених від іноземців до 2022 року.

Погляд ICU: Ми вважаємо, що НБУ знижуватиме ставку різкіше, ніж передбачає його поточний прогноз, де закладене лише одне зниження на 0.50 п.п. у червні. Натомість очікуємо зниження ставки до 11.5 – 12.0% до кінця 2024 року. Низька інфляція та стабільність на валютному ринку дадуть можливість для додаткового зниження процентних ставок, при цьому привабливість гривневих активів повинна зберігатися.

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

Ця сторінка для нотаток



Бізнес центр "Леонардо", 11-й пов.
вул. Богдана Хмельницького, 19-21
Київ, 01030 Україна

Телефон: +38 044 3777040

WEB www.icu.ua



АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

Віталій Ваврищук

керівник підрозділу
макроекономічних досліджень
vitaliy.vavryshchuk@icu.ua

Тарас Котович

старший фінансовий аналітик,
державний борг
taras.kotovyuch@icu.ua

Дмитро Дяченко

фінансовий аналітик
dmitriy.dyachenko@icu.ua

Олександр Мартиненко

керівник підрозділу аналізу корпорацій,
небанківський сектор
alexander.martynenko@icu.ua

Михайло Демків

фінансовий аналітик,
банківський сектор
mykhaylo.demkiv@icu.ua

ТОВ «ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КАПІТАЛ УКРАЇНА» Ліцензії НКЦПФР на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку: дилерська діяльність – АЕ 263019, брокерська діяльність – АЕ 263018, депозитарна діяльність депозитарної установи – АЕ 286555, діяльність андерайтера – АЕ 263020.

ЗАСТЕРЕЖЕННЯ / РОЗКРИТТЯ ДОДАТКОВОЇ ІНФОРМАЦІЇ

Цю аналітичну публікацію підготовлено у ТОВ «Інвестиційний капітал Україна» суто для інформаційних цілей для своїх клієнтів. Вона не є інвестиційною порадою або пропозицією продати чи купити будь-який фінансовий інструмент. Тоді як було вжито відповідних заходів, щоб опублікована інформація не була неправдивою чи вводила в оману, ТОВ «Інвестиційний капітал Україна» не робить заяв, що вона є повною і точною. Інформація, що міститься у цій публікації, може бути змінена без жодних попереджень. Захист авторських прав та права на базу даних присутні в цій публікації, і її не може відтворити, поширити або опублікувати будь-яка особа для будь-яких цілей без попередньої згоди ТОВ «Інвестиційний капітал Україна». Усі права захищено. Будь-які інвестиції, згадані тут, можуть включати значний ризик, не обов'язково у всіх юрисдикціях, можуть бути неліквідними і не можуть бути прийнятними для всіх інвесторів. Вартість або дохід згаданих тут інвестицій можуть змінюватися або залежати від обмінного курсу. Історичні дані не можуть бути підставою для майбутніх результатів. Інвестори мають робити власні дослідження та приймати рішення, не покладаючись на цю публікацію. Лише інвестори зі значними знаннями й досвідом у фінансових питаннях, спроможні оцінити переваги та ризики, мають розглядати інвестиції в будь-якого емітента або ринок, а інші особи не повинні робити жодних дій на підставі цієї публікації.

Будь-ласка надсилайте запит про додаткову інформацію із цього звіту на research@icu.ua.

