



Фокус
Україна

Сегмент
Макроекономіка

Аналітики
**Олександр Мартиненко,
Тарас Котович,
Михайло Демків,
Дмитро Дяченко**

Макроекономічний огляд

Упевнено крокуємо у 2020 рік



27 ГРУДНЯ 2019

ДАНИЙ ЗВІТ МАЄ ВИКЛЮЧНО ІНФОРМАЦІЙНЕ ПРИЗНАЧЕННЯ

Зміст

Резюме	3
Державний борг: Боргове навантаження знижується	5
Державний борг: Знижується, але підтримка МВФ все ще необхідна	5
Гривневі ОВДП залишатимуться дуже привабливими	7
Облікова ставка: готовність до подальшого зниження	10
Банки: рекордні прибутки	12
Поточний рахунок: Скорочення дефіциту	15
Економіка: Краще очікувань	17
Інфляція: Наблизилася до мети НБУ	18
Макроекономічний прогноз	19

Резюме

Україна впевнено іде у 2020 р, оскільки макроекономічна ситуація сприятлива настільки, наскільки це можливо в теперішніх умовах: зростання економіки залишається в межах 3-4%, співвідношення боргу до ВВП наближається до рівня нижчого за 50%, дефіцит поточного рахунку знизився до відносно безпечного рівня — 3% від ВВП, а гривня зміцнилася найбільше серед розвиткових країн. У 2020 р. зовнішні умови можуть погіршитися: головні ризики пов'язані з уповільненням світової економіки та торговими війнами. Враховуючи невизначеність із реформами в банківському секторі, досягнення нової угоди із МВФ виглядає далеким до завершення. А втім, інвестори продовжують вкладати кошти в українські облігації, які пропонують привабливу дохідність в умовах, коли інвестори полюють на дохідність на світових фінансових ринках.

Державний борг: Знижується, але все ще необхідна підтримка від міжнародних партнерів. Цьогорічне зміцнення гривні на 19% допомогло Україні знизити співвідношення боргу до ВВП до 50% на кінець 2019 р. з 61% у 2018 р. Наступного року співвідношення, імовірно, знизиться до 47%, що може стати найбільш швидким зниженням боргового навантаження серед порівнюваних з Україною країн. Виплати за державним валютним боргом залишаються на високому рівні: \$9 млрд та \$6.8 млрд у 2020 р. та 2021 р. відповідно. Сприятлива ситуація на ринках та високий зовнішній попит на гривневі ОВДП можуть дозволити уряду пройти 2020 р. без підтримки МВФ та інших міжнародних кредиторів, до того ж не скорочуючи суттєво міжнародні резерви. Однак необхідність виплатити \$8 млрд у 2021 р. та ризик погіршення настроїв на світових ринках усе ще вимагають від уряду досягнення нової угоди із МВФ.

Державний борг: В очікуванні більших інвестицій у ОВДП. Приваблива дохідність, відкриття лінку з Clearstream та загальний інвестиційний кейс України роблять інвестиції в ОВДП для іноземних інвесторів дуже привабливими. Навіть зважаючи на наші очікування, що НБУ знизить ключову ставку на 300 б.п. до 10.5% на кінець 2020 р., гривневі ОВДП усе ще зможуть запропонувати 4-5% реальної дохідності, що є дуже привабливими рівнями для іноземних інвесторів. Наразі частка іноземних інвесторів у володінні ОВДП виросла до 24% (не враховуючи НБУ). Ми не вважаємо це проблемою, оскільки в порівнюваних з Україною країнах частка іноземних інвесторів є на рівні 28-30%. Ми очікуємо \$2-2.5 млрд іноземних інвестицій у ОВДП у 1P20.

Ключова ставка НБУ: Подальше зниження. Ми очікуємо, що НБУ може знизити ключову ставку до 10.5% до кінця 2020 р. Реальна відсоткова ставка знизиться до 7% до кінця 1кв20 та до 5% до кінця 2020 р., якщо порівняти з 7-10% у період дуже жорсткої монетарної політики в 2018-2019 рр. Таким чином, центральний банк частково наздожене хвилю зниження відсоткових ставок більшістю центральних банків розвиткових країн. А втім, реальна ставка НБУ, імовірно, залишиться вищою на 200-250 б.п. ніж облікові ставки в інших порівнюваних країнах з високою дохідністю.

Банки: Рекордний прибуток. Українські банки мали ще один рекордний рік з погляду рентабельності, оскільки їхній очікуваний прибуток перевищує 60 млрд грн. Завдяки значному росту споживчого кредитування та відсутності високих витрат на резервування, які банками були зроблені в минулому, вони можуть очікувати, що 2020 р. також буде прибутковим, адже індекс споживчих настроїв сягнув рекорду за останні 10 років. Хоча НБУ починає приділяти більше уваги роздрібному кредитуванню, український ринок усе ще знаходиться за рік-два від рівня насиченості. Корпоративне кредитування продовжує стагнувати, і обсяг валового портфеля корпоративних кредитів зменшився на 7.3% р/р у жовтні. Однак зниження відсоткових ставок повинно

забезпечити зростання корпоративного кредитування до 10% р/р у 2020 р., оскільки попит на кредити зростатиме.

Економіка: Краще очікувань. Економіка України зросла більше ніж на 4% р/р в 2-3 кв19, перевищивши консенсус-прогнози. Найвищий з 2008 р. рівень споживчих настроїв, зростання заробітної плати та роздрібного кредитування сприяють підвищенню споживчого попиту — ключового рушія української економіки в 2019–20 рр. Водночас погіршення ситуації на світових сировинних ринках негативно впливає на промислове виробництво і, імовірно, така ситуація збережеться в 2020 р. Крім того, усе ще високі виплати за зовнішнім боргом стримуватимуть можливості уряду щодо стимулювання споживчого та інвестиційного попиту. Нижчі обсяги транзиту російського природного газу додатково стримуватимуть темпи росту. Ми очікуємо, що зростання економіки уповільниться до 3.2% у 2020 р. з 3.6% у 2019 р.

Інфляція: Наблизилися до цілі НБУ. Інфляція уповільниться до 4.9% на кінець 2019 р. завдяки сильній гривні, низьким світовим цінам на нафту й газ та чималому врожаю зернових. У 2020 р. низькі ціни на енергоносії разом із жорсткою фіскальною політикою та все ще високими відсотковими ставками продовжать стримувати зростання споживчих цін. Очікуване нами зміцнення гривні в 1П20 повинно ще більше уповільнити інфляцію. Водночас позитивний ефект від зміцнення курсу гривні в 1П20 може стати негативним у 2П20, коли національна валюта почне слабшати. Іншими проінфляційними ризиками є сильніший споживчий попит, гірший урожай сільськогосподарської продукції та вищі, ніж ми очікуємо, ціни на нафту. За нашим прогнозом, інфляція буде близькою до 5.3% на кінець 2020 р.

Поточний рахунок: Скорочення дефіциту. Сприятливі світові ціни на сировину, рекордний урожай зернових та зростання грошових переказів допомогли Україні скоротити дефіцит поточного рахунку до 2.7% від ВВП у 2019 р. Погіршення ситуації на світових ринках та зменшення доходу від транзиту газу призведуть до розширення дефіциту поточного рахунку в номінальному вираженні, але завдяки росту економіки він залишиться на рівні 2.7% від ВВП і в 2020 р. Незважаючи на певне розширення дефіциту, гривня повинна закінчити 2020 р. на рівні близькому до 25.5 грн/дол. Більше того, завдяки інвестиціям іноземних інвесторів у ОВДП національна валюта може зміцнитися до 22-23 грн/дол до кінця 1П20.

Державний борг: Боргове навантаження знижується

Державний борг: Знижується, але підтримка МВФ все ще необхідна

- Відношення українського боргу до ВВП знижується найшвидше серед порівнюваних з Україною країн і може досягнути 47% до кінця 2020 року
- Сприятлива ситуація на ринках має дозволити Уряду здійснити валютні боргові виплати до кінця 2020 року навіть без підтримки МВФ
- Тим не менш, Уряд буде прагнути підтримки МВФ та інших МФО, щоб здійснити \$8 млрд валютних виплат у 2021 році

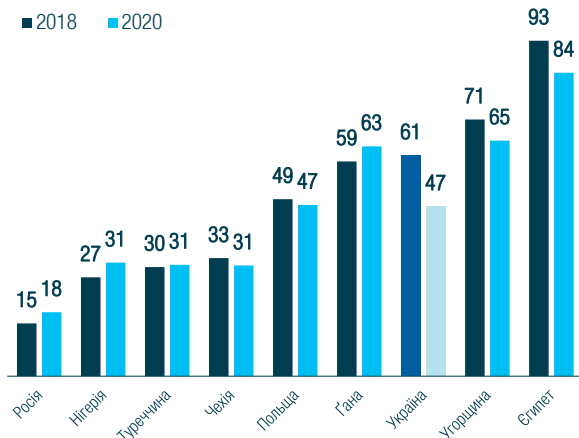
Відношення боргу до ВВП в Україні знижується найшвидше серед порівнюваних країн

Відношення боргу до ВВП скоротиться до 50% у 2019 і далі до 47% у 2020 році

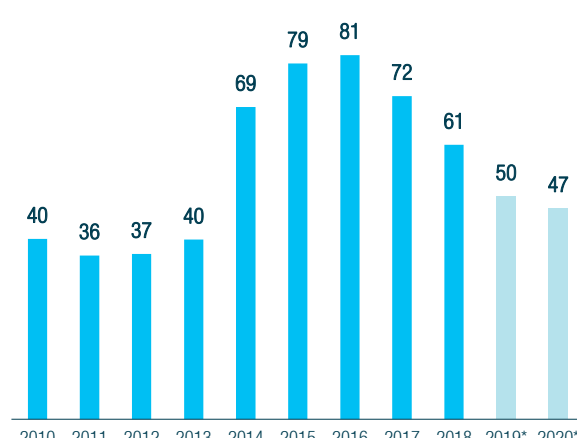
Протягом 11міс19 державний та гарантований державою борг скоротився на 8.2% завдяки посиленню гривні, яке тиснуло на валютну частину боргу (65% загального обсягу). Разом зі зростанням ВВП це дозволяє знижувати відношення боргу до ВВП до 50% до кінця 2019 року з 61% на кінець 2018 року. Якщо Уряд виконає свій план фінансування на 2020 рік і економіка зростатиме, як ми очікуємо, відношення боргу до ВВП знизиться до 47% до кінця 2020 року. У такому разі серед порівнюваних країн цей показник українського боргу знижуватиметься найшвидше до середнього значення групи й рівня цього показника сусідньої Польщі (див. Графік 1).

Графік 1-2. Відношення боргу до ВВП в Україні та низці країн, (%)

Протягом 2014-17 років відношення українського боргу до ВВП було значно вищим ніж у порівнюваних країн, але завдяки укріпленню гривні, стабільному зростанню ВВП Україна може зрівнятися з Польщею на кінець 2020 року



Джерело: WEO, МФУ, Укрстат, ICU.



Джерело: МФУ, Укрстат, ICU.

Співпраця з МВФ залишається важливою для виплат за валютним боргом

2020 рік буде ще одним роком із значними борговими виплатами, адже Уряд буде сплачувати за валютним боргом \$9 млрд. Оскільки умови зовнішніх запозичень імовірно залишаться сприятливими в 2020 р., Україна зможе розрахуватися з валютними боргами навіть без фінансової допомоги з боку МВФ. Однак згодом міжнародні резерви України можуть знизитися нижче комфортного рівня трьох місяців імпорту. Це суттєво обмежить можливості Уряду виходити на фінансові ринки з новими позиками чи купувати валюту в НБУ, щоб сплатити близько \$8 млрд у 2021 році (з урахуванням нових позик, здійснених у 2020 році). Як і раніше, угода з МВФ залишається важливою для надання інвесторам упевненості в надійності інвестицій в Україну.

Ми очікуємо, що баланс валютних рахунків Уряду в кінці 2019 буде на рівні \$0.8 млрд, але їх необхідно поповнити на \$9 млрд наступного року

Ми вважаємо, що цього року Уряд отримав значну частину валюти на суму \$3.2 млрд через НБУ від іноземців, що придбали гривневі ОВДП. У результаті цих покупок валюти в НБУ на додаток до випусків єврооблігацій, позик під гарантію Світового банку й часткового рефінансування виплат за валютними ОВДП, а також кредиту від Cargill FSI, залишки на валютних рахунках у кінці року складатимуть \$0.8 млрд. Цих коштів має вистачити на виплати в січні 2020 року, але до кінця 2020 року Мінфіну буде необхідно поповнити валютні рахунки орієнтовно на \$9 млрд (див. Таблиця 1)

Таблиця 1. Валютні боргові виплати та джерела їхнього фінансування (\$ млрд)

Баланс валютних рахунків на 1 січня 2020 р.	0.8		
Фінансування	9.1	Валютні виплати	9.0
Єврооблігації	2.5	МВФ	0.5
Позики під гарантію Світового банку	1.0	Єврооблігації	1.4
Валютні ОВДП	2.0	Єврооблігації гарантовані США	1.0
Макрофінансова допомога ЄС	0.6	МФО	1.2
Валюта, придбана в НБУ	3.0	Інші виплати за зовнішнім боргом	0.6
		Обслуговування боргу	1.4
		Валютні ОВДП	2.9
Очікуваний баланс валютних рахунків на 1 січня 2020 р.	0.9		

Джерело: МФУ, ЄС, МВФ, ICU

Мінфін може випустити \$2.5 млрд єврооблігацій, почавши з випуску в Євро в 1кв20...

Бюджет 2020 року передбачає \$4 млрд зовнішніх запозичень. З цього обсягу через випуски єврооблігацій може бути залучено \$2.5 млрд. Оскільки інвестори зберігають свій інтерес до високодохідних активів, Україна має високі шанси випустити єврооблігації навіть без діючої програми МВФ. Ми бачимо високу ймовірність того, що Мінфін спробує скористатися вікном можливостей для випуску єврооблігацій уже на початку року, щоб підготуватися до виплат доходу за єврооблігаціями в березні та погашення гарантованих США єврооблігацій у травні. Дебютний випуск із високою ймовірністю буде номінованим у Євро, щоб отримати нижчу відсоткову ставку в порівнянні з номінованими в доларах США. Також вираження номіналу в Євро має збільшити диференціацію боргу за валютами, адже Євро в борговому портфелі наразі лише 9.8%.

...тим не менш, некомерційні позики залежатимуть від угоди з МВФ

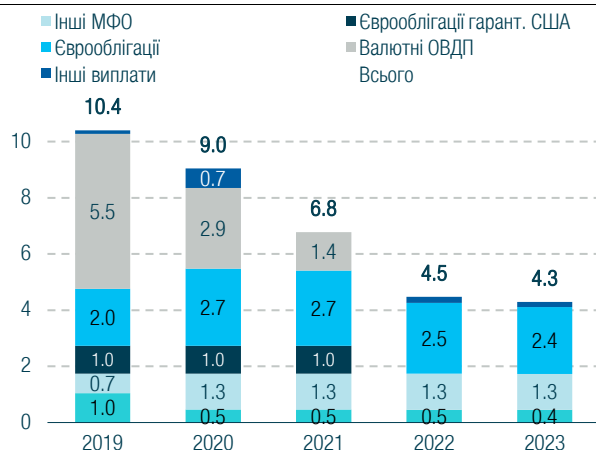
Отримання нової гарантії від Світового банку або другий перегляд макрофінансової допомоги від ЄС будуть залежати від успішного підписання угоди з МВФ. А втім, високий попит на гривневий борг від іноземних інвесторів та сильний внутрішній попит на валютні ОВДП може дозволити Мінфіну отримати необхідне фінансування для валютних виплат у 2020 році.

Якщо ринкові умови погіршаться, без угоди з МВФ, Мінфін зможе купувати валюту з міжнародних резервів НБУ, але не більше ніж для виплат у 2020 році

На додачу до випусків єврооблігацій Мінфін може отримати валюту від НБУ з міжнародних резервів. У цьому разі Уряд може отримати до \$5-6 млрд, доки золотовалютні резерви не скоротяться до покриття трьох місяців імпорту в 2020 році. Нашим ключовим припущенням є те, що НБУ придбає з ринку \$2-3 млрд валюти від нерезидентів, що інвестуватимуть кошти в гривневі ОВДП, будучи основним постачальником валюти на ринок. Придбання валюти в НБУ може дозволити Мінфіну отримати достатньо валюти, щоб забезпечити валютні виплати без програми МВФ, позик від інших МФО й комерційних позик у 2020 році. І все ж Україна буде прагнути отримати фінансування МВФ та інших МФО, щоб бути готовою до виплати \$8 млрд валютного боргу в 2021 році.

Графік 3. Річний графік валютних боргових виплат (\$ млрд)

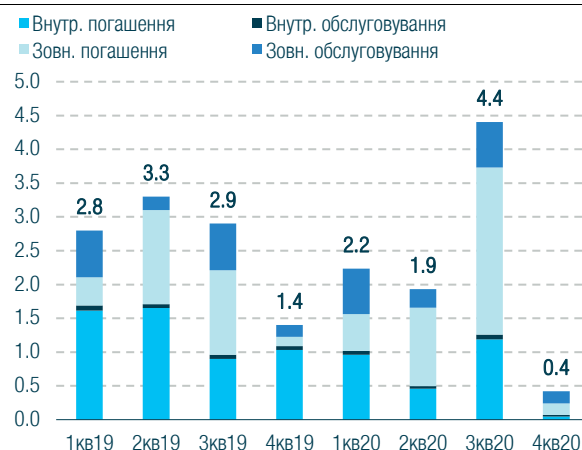
Структура валютних виплат за типом кредитора або позики



Джерело: МФУ, ІСУ

Графік 4. Квартальний графік валютних виплат (\$ млрд)

Внутрішні та зовнішні валютні боргові виплати в 2019-2020 роках



Джерело: МФУ, ІСУ.

Угода з МВФ може мати місце в 1 кв 20

Незважаючи на те що Україна досягла згоди із МВФ на рівні персоналу, остаточне рішення досі не прийнято. Співпраця України із МВФ затримується через питання відшкодування коштів зі збанкрутілих банків, особливо "Приватбанку". Суди винесли кілька постанов, які ставлять під сумнів законність націоналізації банку. Однак очищення українського банківського сектору, його рекапіталізація та припинення практики інсайдерського кредитування були ключовими питаннями попередніх програм МВФ, за якими Україна вже співпрацювала з Фондом. Скасування цих чи інших раніше досягнутих орієнтирів зменшує ефективність програм та цілей МВФ. Тому будь-які можливі спроби повернути Приватбанк його колишнім акціонерам або виплати їм компенсацій будуть точкою неповернення для Фонду. І все ж ми очікуємо, що юридичні баталії в Україні і за її межами за націоналізацію банку та можливі шахрайства в банку до неї, потребуватимуть більше року. У цей період Україна, імовірно, утримається від перетину червоних ліній, щоб залишитися в програмі. Найімовірнішим сценарієм буде те, що Україна зможе запозичити кошти з ринку без підтримки МВФ до того, як буде розв'язано головоломку "Приватбанку".

З огляду на це ми очікуємо, що фінальна угода із МВФ буде підписана і перший транш нової програми надійде в 1 кварталі 2020 року.

Гривневі ОВДП залишатимуться дуже привабливими

- Кращі кредитні характеристики України і лінк з Clearstream підтримують високий попит на гривневі ОВДП
- Навіть зі зниженням облікової ставки НБУ гривневі ОВДП залишатимуться привабливими, пропонуючи реальні ставки на рівні 4-5% річних, конкуруючи з порівнюваними країнами

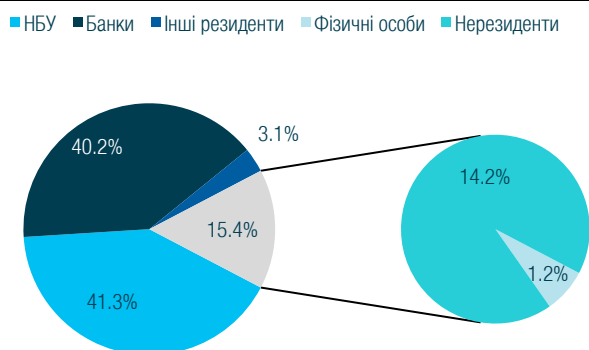
Український гривневий борг залишається привабливим для нерезидентів

Іноземці вклали 116 млрд грн у ОВДП, зокрема 114 млрд грн у гривневі інструменти

У 2019 році іноземні інвестори збільшили вкладення в українські ОВДП на 109 млрд грн до 116 млрд, з яких 114 млрд грн є гривневими облігаціями. Ці інструменти стали привабливими завдяки високим відсотковим ставкам, пом'якшенню монетарної політики, міцній гривні та очікуванням інвесторів щодо продовження реформ новообраним керівництвом країни. Прозора боргова політика Міністерства фінансів та відкриття лінку з Clearstream у травні 2019 року ще більше збільшила привабливість гривневого боргу.

Графік 5. Структура власників ОВДП (млрд грн)

Портфель нерезидентів зріс найбільш суттєво



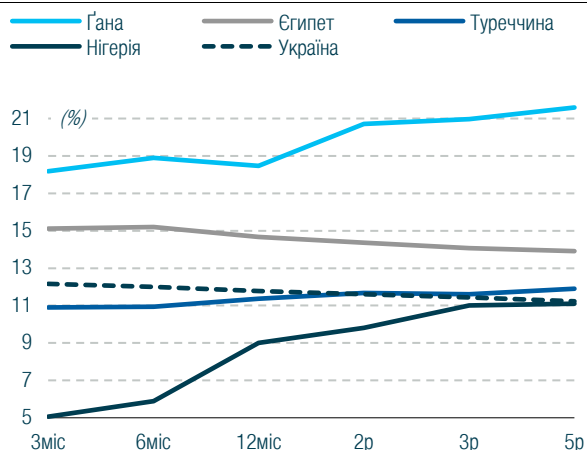
Джерело: НБУ, ICU

Частка нерезидентів на ринку ОВДП становить 24% (без НБУ), ще маючи потенціал росту до рівня порівнюваних країн

Українські ОВДП залишаються привабливими для нерезидентів, незважаючи на зниження відсоткових ставок за ними впродовж 2019 року. 11-12% ефективної доходності за українськими паперами є близькою до інших високодохідних порівнюваних країн (див. Графік 7), тоді як кредитні характеристики є кращими у більшості випадків. На наш погляд, участь нерезидентів не є зовнішньою. Частка нерезидентів у загальному обсязі внутрішнього боргу знаходиться на рівні 14%, що близький до Туреччини, і є однією з найнижчих серед порівнюваних країн. Якщо із загального обсягу ОВДП виключити портфель НБУ, частка нерезидентів становитиме 24%, між Польщею та Ганою, маючи потенціал зростати до 28-30% наступного року ближче до рівня Росії (див. Графік 8).

Графік 7. Дохідності облігацій порівнюваних країн (%)

Доходності ОВДП близькі до інших порівнюваних країн



Джерело: Bloomberg, ICU.

Незважаючи на очікуване зниження облікової ставки НБУ до 10.5%, ОВДП залишатимуться привабливими з реальними ставками 4-5%

Ми очікуємо, що НБУ знизить облікову ставку впродовж 2020 року на 300 б.п. до 10.5%, а доходності ОВДП знизяться до рівня 9-10% у номінальному вираженні та 4-5% у реальних ставках. Такі рівні реальних ставок залишаться дуже привабливими, якщо Уряд підтримуватиме свій борговий портфель та досягне значного прогресу в проведенні реформ. У 4кв20 ми очікуємо, що крива доходностей перестане бути інвертованою, та довші терміни обігу ОВДП матимуть вищі ставки доходностей, оскільки Уряд прагнучиме продовжувати отримувати попит нерезидентів, що є основними інвесторами в довгі терміни обігу ОВДП.

Графік 6. Портфель нерезидентів (млрд грн) та курс гривні до долара США

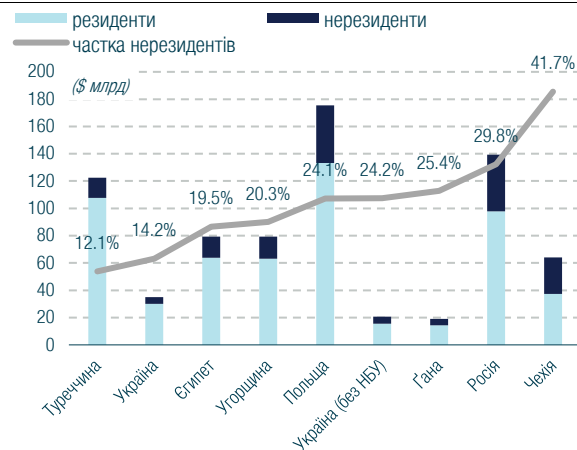
Вкладення нерезидентів у гривневі ОВДП зросли на 105 млрд грн у 2019 році



Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Графік 8. Портфелі нерезидентів та їхня частка на ринку (%)

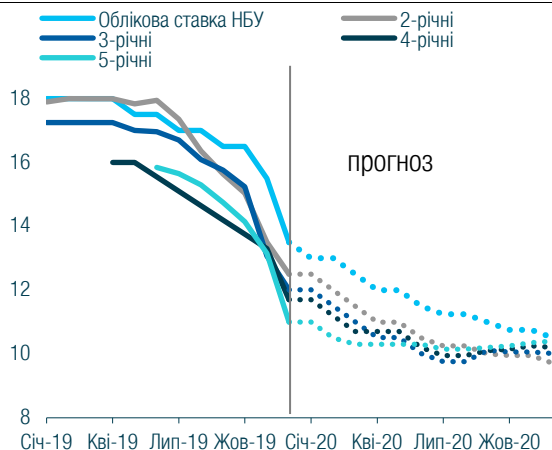
Позиція нерезидентів у місцевому борзі наразі не є зовнішньою в порівнянні з іншими країнами



Джерело: Bloomberg, сайти офіційних установ різних країн, ICU.

Графік 9. Дохідності гривневих ОВДП та ставка НБУ (%)

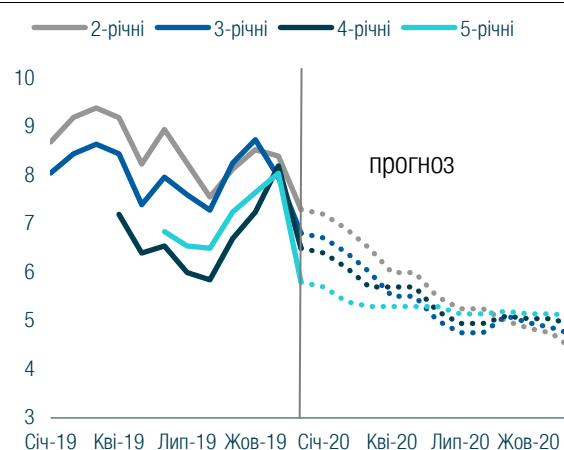
Фактичні (2019) та прогнозовані (2020) рівні ставки НБУ та ставок первинних розміщень ОВДП



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

Графік 10. Реальні відсоткові ставки на аукціонах ОВДП (%)

Фактичні (2019) та прогнозовані (2020) рівні реальних відсоткових ставок первинних розміщень ОВДП



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

Уряд продовжить фокусуватися на випусках гривневих довгострокових ОВДП

У 2020 Мінфін планує залучити 70% позик на внутрішньому ринку й, ймовірно, у гривні...

...з основним фокусом на 5-, 7- і 10-річні ОВДП

Портфель нерезидентів може зрости щонайменше на 50 млрд грн у 2020 році

Відповідно до затвердженого бюджету країни на 2020 рік Уряд планує запозичити 343 млрд грн. 70% позик планується здійснити на внутрішньому ринку й лише 30% із таких зовнішніх джерел фінансування, як єврооблігації, офіційні позики у вигляді макрофінансової допомоги ЄС чи позик під гарантію Світового банку.

Мінфін прагнути задовольняти високий попит нерезидентів до гривневого боргу із термінами обігу понад два роки. Дуже ймовірно, що Міністерство продовжить пропонувати 5-орічні ОВДП, а також запропонує ринку 7- і 10-річні випуски облігацій. Щоб зберегти притік нерезидентів у ОВДП, Мінфін та НБУ не будуть користуватися своїм правом обмежувати частку нерезидентів на ринку чи володіння окремими інструментами. Унаслідок база інвесторів може зрости суттєво і портфель ОВДП у власності нерезидентів може зрости принаймні до 170 млрд грн до кінця 2020 року з 116 млрд грн наприкінці 2019 року.

Облікова ставка: готовність до подальшого зниження

- Ми очікуємо, що ключова ставка НБУ знизиться на 3.0 п.п до 10.5% до кінця 2020 року, оскільки інфляція знизилася до цільового діапазону $5\pm 1\%$
- Реальні процентні ставки коливаються в діапазоні 7-10% уже два роки - значно вище своїх історичних значень

НБУ продовжить знижувати свою ключову ставку, досягнувши цілі по інфляції

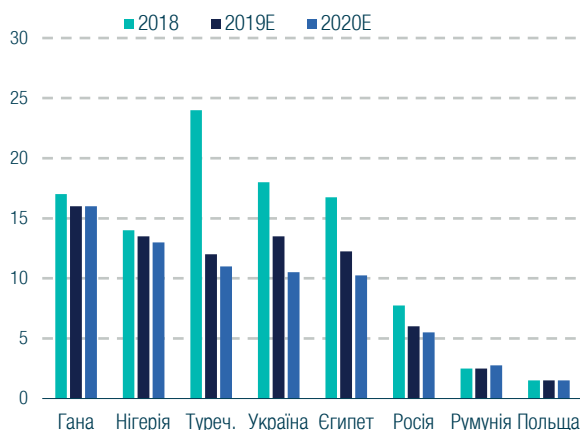
... але в реальному вираженні ключова ставка залишиться однією з найвищих

Поки НБУ проводив дуже жорстку грошово-кредитну політику. У реальному вираженні ставка за останні 18 місяців була вище 7%. НБУ не бажав агресивно знижувати ключову ставку до грудня 2019 року, щоб уникнути ризику прискорення інфляції, як тоді, коли це сталося під час попереднього зниження процентних ставок. Тому реальні процентні ставки в Україні є одними з найвищих у групі порівнюваних країн та у світі в цілому.

Очікуване зниження ставок в Україні в 2020 р. наблизить її в за цим показником до групи порівнюваних країн, але реальна ставка залишатиметься на 200-250 б.п. вищою, ніж у Єгипту, Нігерії та особливо Туреччині, яка останнім часом найбільш агресивно знижувала ставку.

Графік 11. Номінальна облікова ставка (%)

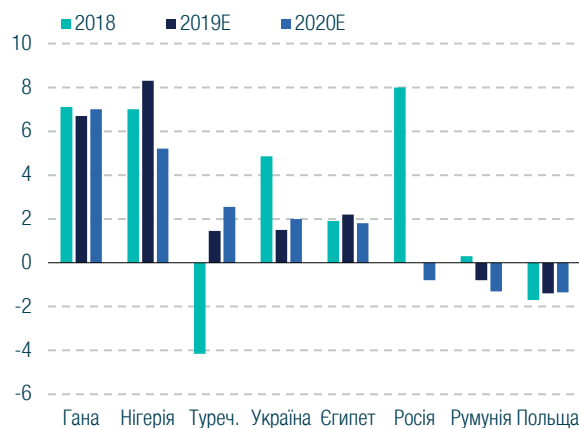
Услід за іншими країнами з високими ставками Україна починає їх знижувати...



Джерела: НБУ, Bloomberg, ICU.

Графік 12. Реальна ставка (%)

... одна реальна ставка все ще одна із найвищих



Джерела: НБУ, Bloomberg, ICU.

Протягом попередніх 20 років Нацбанк був значно менш консервативним, проводячи більш м'яку монетарну політику (див Графік 13). Лише тричі за цей час реальні ставки відповідали тим рівням, які ми бачимо в даний час, щоразу це супроводжувалося відносно низькою інфляцією.

Графік 13 Облікова ставка, реальна ставка та індекс споживчих цін (%)

Українська грошово-кредитна політика в минулому кілька разів була жорсткою, що призвело до зниження інфляції



Джерела: НБУ, ICU

Ми очікуємо, що НБУ продовжить цикл зниження процентних ставок та зниження реальної ставки. За нашими підрахунками, вона повинна опуститися нижче 7% до кінця 1Q20 і далі до 5% до кінця 2020 року (див. Графік 14). У довгостроковій перспективі НБУ прагнучиме реальної процентної ставки в діапазоні 3-4%, чого ніколи не траплялося раніше.

Зниження процентних ставок призведе до подальшого падіння дохідності державних облігацій. Банки, які мають значні портфелі державних облігацій - переважно державні банки, - зафіксують збільшення власного капіталу в результаті переоцінок.

Графік 14 Прогноз облікової ставки

НБУ продовжить цикл зниження процентних ставок протягом 2020 року, знизивши ставку до 10.5% до кінця року



Джерело: ICU

Банки: рекордні прибутки

- Корпоративне кредитування залишається в стані стагнації: банки продовжують реструктуризувати портфелі, але попит зі сторони платоспроможних позичальників залишається низьким
- Бум споживчих кредитів забезпечив рекордно високі прибутки для банків на тлі зростання зарплат та позитивних споживчих настроїв
- Ставки за роздрібними депозитами надто повільно слідують за загальним падінням процентних ставок, але знизяться у 2020 р.

Скорочення портфеля корпоративних кредитів на 7.3% у р/р було спричинене реструктуризацією, яку не вдалося компенсувати новим кредитуванням

Нижчі відсоткові ставки сприятимуть зростанню корпоративного кредитування в 2020

Корпоративне кредитування має нарешті почати відновлюватися після застою

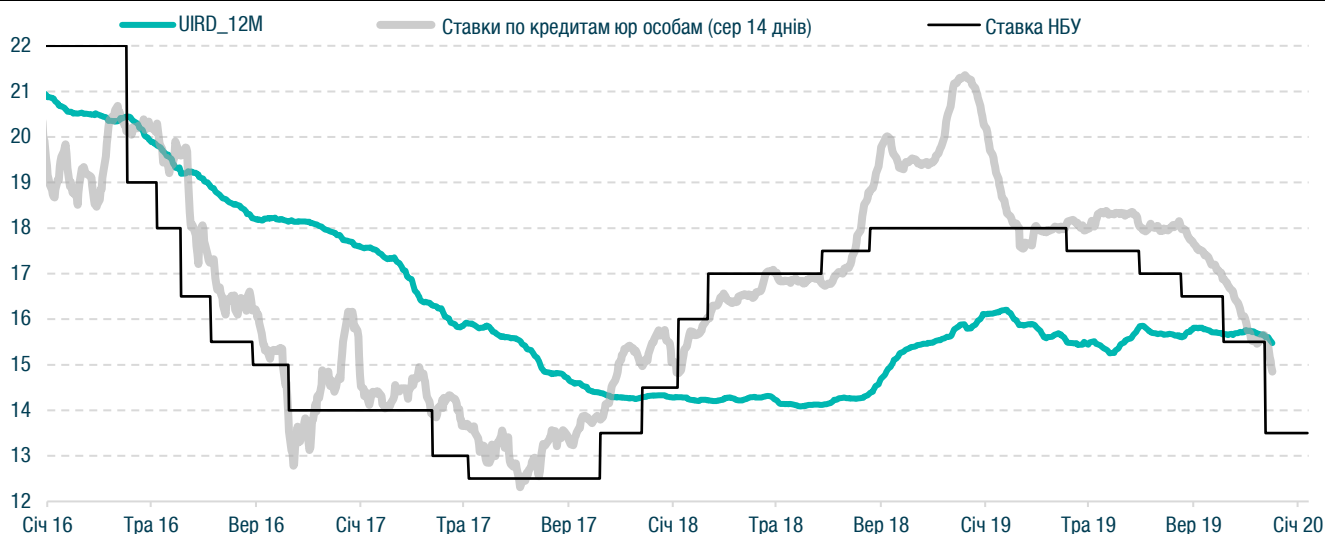
Корпоративне кредитування скоротилося на 7.3% р/р у жовтні, зменшилися обсяги як гривневих, так і валютних портфелів. Найбільше скорочення спостерігалось в категорії російських банків з державним капіталом. За останні 12 місяців один з них – ВТБ - став неплатоспроможним, а інший – Промінвестбанк - значно скоротив баланс. Обидва зумовили зменшення валових позик. Решта банків з іноземним капіталом, зокрема Укрсиббанк, Аваль та Сіті, також зменшили свої кредитні портфелі. З іншого боку, банки з українським капіталом (як приватним, так і державним) незначно змінили обсяги своїх портфелів за рік.

Із зниженням процентних ставок ставки за корпоративними позиками за рік знизилися на 3.0-5.0 п.п. Дефіцит ліквідності наприкінці 2018 року став шоком, який спричинив різке зростання ставок корпоративного кредитування. Зниження облікової ставки супроводжувалося зниженням цін на бізнес-позики, хоча й з деяким відставанням. Ми очікуємо, що в 2020р. валові корпоративні кредити зростуть на 10% р/р завдяки зростанню попиту на них, оскільки нижчі ставки дозволять зробити більші проекти фінансово вигідними.

У більшості банків портфелі валютних позик скорочуються, оскільки банки не мають достатнього апетиту до них. Одним з винятків зростання кредитів є проекти з відновлюваної енергії. Позики в іноземній валюті суб'єктам виробництва електроенергії зросли на 21% р/р.

Графік 15 Динаміка відсоткових ставок у гривні (%)

Ставки за депозитами падатимуть услід за обліковою ставкою, проте із запізненням



Джерела: НБУ, ICU

Кредитування роздрібної торгівлі продовжує зростати, але все ще далеко від наповнення

Попит на споживче кредитування продовжить зростання на тлі позитивних настроїв споживачів

Кредитування роздрібної торгівлі продовжує стрімко зростати, коли валові споживчі кредити в гривнях зросли на 27% р/р у жовтні. Український ринок кредитування роздрібної торгівлі ще далекий від наповнення, оскільки попит на споживче кредитування зростає в 2020р. за позитивної динаміки індексу споживчих настроїв, який знаходиться на найвищих рівнях за десятиліття. Валовий портфель роздрібних кредитів повинен збільшитися щонайменше на 15% р/р до кінця 2020 року.

Незважаючи на кращий рівень співвідношення споживчого боргу та наявного доходу, ніж у порівнюваних країнах, споживче кредитування розглядають як ризик рейтингові агентства та інші суб'єкти. У 2019 році регулятор провів стрес-тест банківського сектору з особливим акцентом на споживчі кредити, тестуючи капітал банків на випадок макрошоків. Хоча НБУ оприлюднить детальні дані наприкінці цього року, банки з високою часткою споживчих кредитів у своїх портфелях, як правило, недооцінюють пов'язаний із цим кредитний ризик.

Відновлення депозитів залишається повільним

Зростання депозитів повільне через підвищені схильності до споживання ...

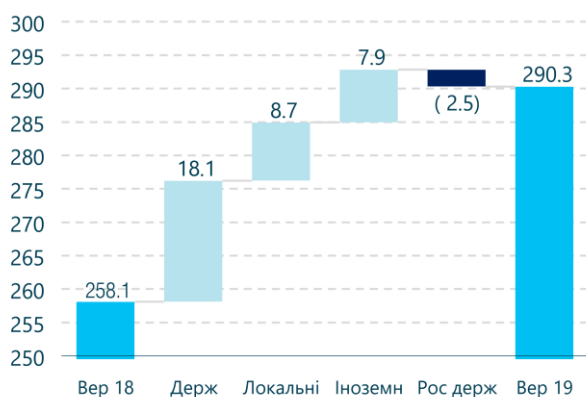
Кошти населення в банках зросли на 12% р/р у жовтні 2019 року з врахуванням ефекту курсу. Рахунки в гривні зростають значно швидшими темпами - 14% р/р порівняно з валютними (10% р/р). Однак у даний час домогосподарства мають набагато меншу схильність до заощаджень, оскільки настрої споживачів найкращі за останні 10 років. У результаті співвідношення депозитів та поточних рахунків домогосподарств до ВВП зменшилося з 15% у жовтні 2018 року до 13% у жовтні 2019 року - менше половини його відносного розміру в 2013 році. Постійне зростання наявного доходу є ключовим фактором зростання гривневих рахунків. Поточні рахунки, що включають дебетові картки, становлять 50% від загальної кількості гривневих депозитів у банках. Поточні рахунки в гривні продовжуватимуть зростати в 2020р., але повільнішими темпами, із зниженням темпів зростання зарплат. З іншого боку, строкові депозити прискорять зростання протягом 1 півріччя, оскільки клієнти будуть намагатися фіксувати за поточними ставками, очікуючи їх падіння.

... а збільшення гривневих депозитів обумовлене бажанням фіксувати падаючі ставки та валютні депозити, зробивши ставку на те, що курс розвернеться

Депозити в іноземній валюті, які стагнували протягом останніх чотирьох років, відновили зростання. Зростання гривні є основною причиною зростання, який становив 6,8% р/р. Домогосподарства розглядають це як можливість купити валюту за вигідним курсом. Саме невеликі депозити - до 100 000 грн (\$4 000) - найбільше зросли, тоді як загальна сума більших депозитів - 0,5 млн грн (\$20 000) і вище залишилася незмінною, згідно з даними ФГВФО. Великі депозити складають 55% від загального обсягу валютних депозитів.

Графік 16. Динаміка депозитів в грн (млрд грн)

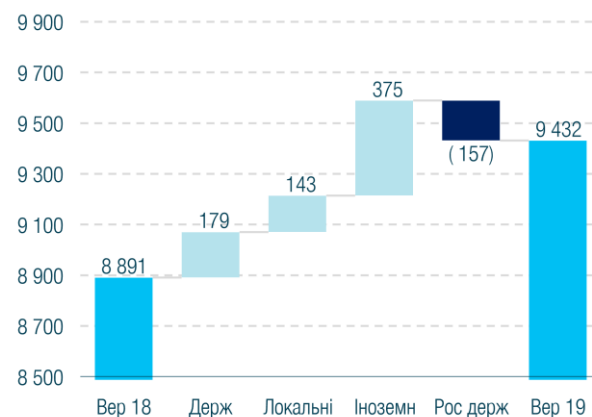
Більшість банків збільшили суму рахунків домогосподарств у гривні протягом останніх 12 місяців, що передували вересню 2019р.



Джерела: НБУ, ICU

Графік 17. Динаміка депозитів у грн (млн дол)

«Приватбанк» та російські державні банки зменшили рахунки домашніх господарств протягом останніх 12 місяців, що передували вересню 2019р



Джерела: НБУ, ICU

Державні банки, зокрема «Приватбанк», домінують у сегменті поточних рахунків. Більша частина приросту гривневих депозитів попиту припадає саме на «Приватбанк» та «Ощадбанк», які мають розгалужену мережу філій. Однак вони відстають від приватних банків з українським капіталом у сегменті строковими депозитами через більш високі процентні ставки, пропоновані останніми. Універсалбанк, який відноситься до банків середнього розміру, став лідером за абсолютним вираженням у чистому збільшенні строкових депозитів у гривні за останні 12 місяців, який зріс на 2,3 млрд. грн. або на 182% р/р. Усупереч розповсюдженій думці українські банки не перенаправляють депозити в місцевій валюті на державні облігації. Фактично, інвестиції в державні облігації гривень зменшилися за рік на 0,6 млрд. грн. або на 0,2% р/р у вересні 2019 року.

Банки з іноземним капіталом є більш успішними в залученні валютних депозитів - як строкових, так і поточних. Ця група збільшила депозити в іноземній валюті на \$332 млн. на 17% р/р у вересні 2019 року, що набагато більше ніж у будь-якої іншої групи, і одночасно зросла кількість державних облігацій у іноземній валюті на своєму балансі на \$263 млн.

Поточний рахунок: Скорочення дефіциту

- Світові ціни на сировину, рекордний урожай та зростання грошових переказів знизили дефіцит поточного рахунку до 2.7% від ВВП в 2019 р.
- Унаслідок погіршення ситуації на сировинних ринках та зниження транзиту газу у 2020 р. дефіцит виросте у номінальному вираженні, але залишиться на рівні 2.7% від ВВП ні тлі росту економіки
- Гривня може зміцнитися до 22-23 грн/дол завдяки інвестиціям іноземних інвесторів у ОВДП у 2кв20, однак до кінця року може послабитись до 25.5 грн/дол на тлі розширення дефіциту поточного рахунку

Зовнішні ринки були сприятливими для України в 2019 р.

Рекордний урожай та падіння цін на нафту та газ більш ніж компенсують падіння цін на сталь та зростання імпорту споживчих товарів, техніки та обладнання

Уповільнення розширення дефіциту торгівлі та зростання приватних грошових переказів сприяють звуженню дефіциту

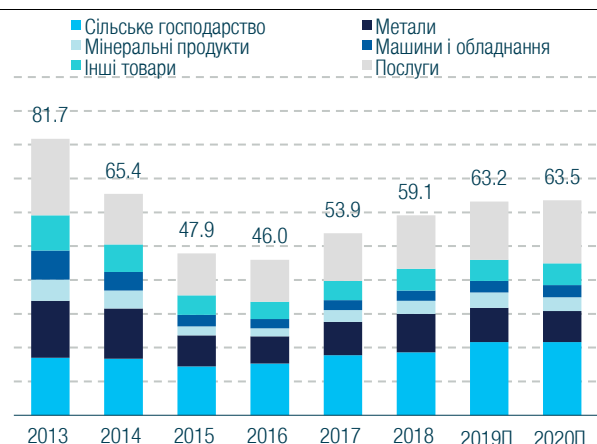
Високий ступінь залежності експорту від сировинних товарів та внутрішній дефіцит нафти й газу роблять Україну вразливою до зовнішніх торговельних шоків. Однак у 2019 році сприятлива погода та зростаюча роль аграрного сектору допомогли Україні не лише залишитися неушкодженою через погіршення умов світової торгівлі, але й скоротити торговельний дефіцит та дефіцит поточного рахунку.

Рекордний урожай кукурудзи 2018 р. та рекордний урожай ранніх зернових у 2019 р. були основними рушіями зростання експорту на 7% в 2019 р. Ще одним сильним драйвером було зростання цін на залізну руду на 34% в 2019 р., що частково компенсувало негативний вплив на гірничо-металургійний комплекс від падіння цін на сталь на 18%. Зростання імпорту також буде близьким до 7% у 2019 р. на тлі 13% росту закупівель машин, обладнання та споживчого імпорту. У той же час імпорт енергоносіїв знизився на 4% р/р з початку року, оскільки ціни на природний газ впали на 38%, а ціни на нафту знизилися на 10% в річному вимірі. Загалом торговельний дефіцит в 2019 р. збільшиться до \$12.2 млрд проти \$11.4 млрд у 2018 р., однак скоротиться до 7.8% від ВВП у 2019 р. з 8.7% від ВВП у 2018 р. за рахунок росту ВВП.

Окрім сприятливих умов зовнішньої торгівлі, поточний рахунок додатково отримує підтримку від продовження росту грошових переказів (+7%, до \$11.9 млрд). У результаті у 2019 р. дефіцит поточного рахунку скоротиться до \$4.2 млрд (2.7% ВВП) з 4.4 млрд (3.3% ВВП) у 2018 р.

Графік 18. Експорт товарів і послуг з України (\$ млрд)

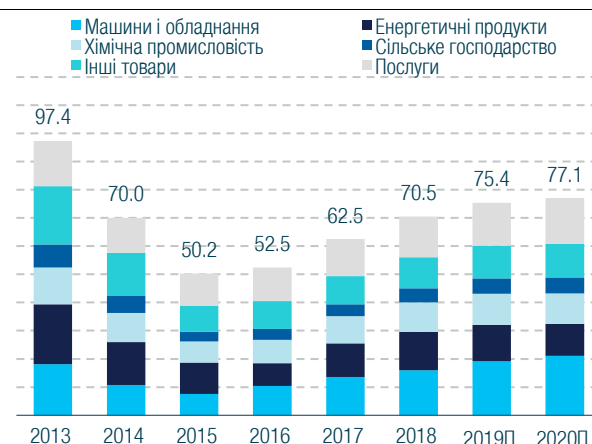
Продовольчі товари та послуги залишаються головними рушіями експорту



Джерело: Національний банк України, ICU.

Графік 19. Імпорт товарів і послуг в Україну (\$ млрд)

Споживчий та інвестиційний попит підтримують імпорт



Джерело: Національний банк України, ICU.

Дефіцит поточного рахунку залишиться низьким, незважаючи на погіршення умов торгівлі в 2020 р.

У 2020 р. наслідки торговельного конфлікту між США та Китаєм та уповільнення росту світової економіки стануть більш відчутними для українських експортерів, насамперед для металургійного та гірничорудного секторів. Ми очікуємо, що експорт України

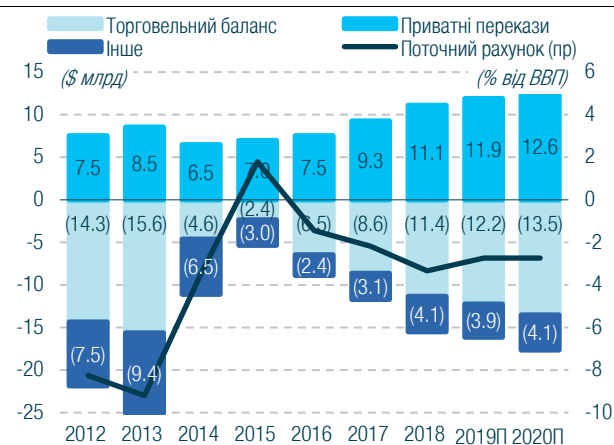
Дефіцит поточного рахунку залишиться на рівні 2.7% від ВВП у 2020 р.

постраждає від подальшого зниження цін на сталь (-8%) та залізну руду (-15%) внаслідок відновлення об'ємів її пропозиції. Зниження обсягів транзиту природного газу з Росії є ще одним негативним фактором для експорту: у 2020 р. він знизиться на 30% від рівня 2019 р., що призведе до втрати близько \$0.8 млрд експортної виручки України. Що стосується імпорту, то позитивний вплив від зменшення обсягів імпорту газу та зниження світових цін на нафту, газ та вугілля значною мірою компенсує зростання споживчого імпорту на тлі подальшого росту реальних доходів та сильної гривні.

Враховуючи це, ми не очікуємо істотного розширення дефіциту поточного рахунку, який продовжить отримувати підтримку від подальшого зростання грошових переказів трудових мігрантів та значного експорту ІТ-послуг. Ми розраховуємо, що дефіцит поточного рахунку незначно розшириться в номінальному вираженні, але залишиться на рівні 2.7% від ВВП у 2020 р.

Графік 20. Баланс поточного рахунку України (\$ млрд, % від ВВП)

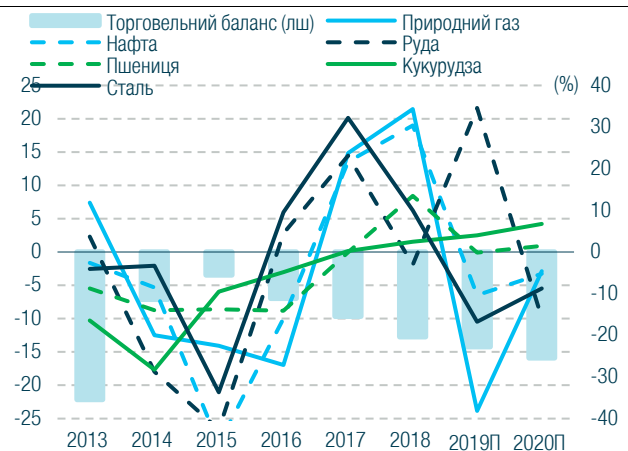
Дефіцит поточного рахунку буде близьким до 2.7% від ВВП у 2020 р.



Джерело: Національний банк України, ICU.

Графік 21. Зміна цін на сировинні товари (% р/р)

Зниження цін на сталь та залізну руду негативно вплине на експорт



Джерело: Національний банк України, Bloomberg, ICU.

Гривня залишиться сильною

Гривня отримала значну підтримку від більше ніж \$4 млрд іноземних інвестицій, вкладених у гривневі ОВДП у 2019 р., що разом із рекордно високими надходженнями від аграрного експорту усунули негативний сезонний ефект у 4кв19. Зниження інвестицій у ОВДП та розширення торговельного дефіциту в грудні чинитимуть тиск на гривню, однак вона закінчить рік на близькому до 23.5 грн/дол рівні.

Графік 22. Курс гривні до долара США в 2016-19 рр.

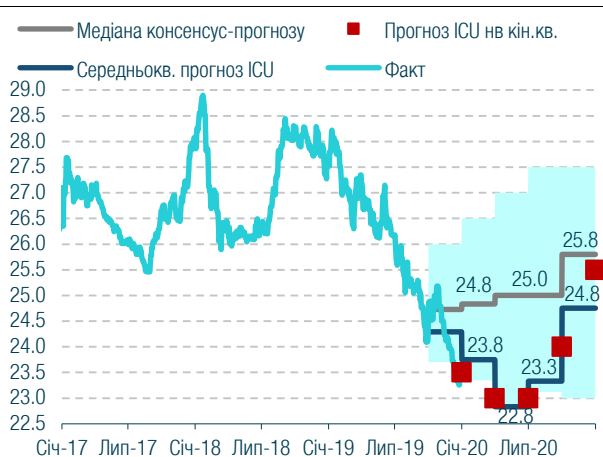
Значні іноземні інвестиції в ОВДП змінили сезонний тренд гривні у 2019 р



Джерело: Національний банк України, Bloomberg, ICU.

Графік 23. Прогноз курсу гривні до долара США

Послаблення гривні почнеться у Зкв19



Джерело: Національний банк України, Thomson Reuters, ICU.

Зважаючи на очікувані нами \$2-2.5 млрд нових іноземних інвестицій у ОВДП в 2020 р., наявний великий потенціал для зміцнення гривні до 22-23 грн/дол у 2кв20. Попит на гривню з боку українських експортерів аграрної промисловості для фінансування весняної посівної кампанії сприятиме подальшій підтримці національної валюти. Водночас зниження іноземних інвестицій у ОВДП та розширення торговельного дефіциту призведуть до послаблення гривні в 2П20. Зважаючи, що розширення торговельного дефіциту буде помірним, обмінний курс, вірогідніше, буде близьким до 25-25.5 грн/дол на кінець 2020 р.

Економіка: Краще очікувань

- Реальний ВВП виріс на 4.1% р/р в 4кв19, перевершивши консенсус-прогноз
- За підсумками 2019 р. зростання буде близьким до 3.6%, однак уповільниться до 3.2% у 2020 р.
- Споживчий попит залишиться головним рушієм росту в 2019-20 рр.

Зростання заробітної плати, споживчого кредитування та споживчих настроїв підтримають споживчий попит у 2020 р.

У 2019 р. економічне зростання України продовжило перевищувати очікування: у 3кв19 реальний ВВП виріс на 0.6% кв/кв за сезонно-скоригованими даними та 4.1% р/р, вище консенсус-прогнозу на рівні 3.5% р/р. Зростання споживчого попиту стало головним рушієм росту економіки на тлі підвищення індексу споживчих настроїв у 3кв19 до найвищого з 2008 р. рівня, зростання реальної заробітної плати (+9.7% р/р) та зростання споживчих кредитів (+38% за 9М19). Падіння промислового виробництва та випуску сільськогосподарської продукції в жовтні-листопаді призведе до уповільнення темпів росту до 3% р/р у 4кв19, однак за підсумком 2019 р. економіка виросте на 3.6%.

Ми очікуємо, що споживчий попит та інвестиції залишаться визначальними чинниками зростання в 2020 р., отримуючи підтримку від 1) подальшого зростання реальних доходів — мінімальна заробітна плата збільшиться на 13% до 4723 грн з початку року, тоді як дефіцит кваліфікованих спеціалістів та конкуренція в боротьбі за них продовжать стимулювати загальне підвищення заробітної плати; 2) зниження процентних ставок, що дозволить здешевити фінансування бізнесу та підтримають споживче кредитування, та 3) поліпшення очікувань споживачів та бізнесу завдяки уповільненню інфляції та сильнішій гривні.

Зростання економіки уповільниться до 3.2% у 2020 р.

Але економічне зростання стримуватимуть 1) нижчі обсяги транзиту російського газу, 2) уповільнення росту світової економіки, зокрема ключового торгового партнера України — ЄС, 3) зниження цін на основні експортні товари (залізна руда та сталь), що потенційно можуть спричинити скорочення виробництва та 4) консервативна фіскальна політика через необхідність здійснення великих платежів за державним боргом. Таким чином, ми очікуємо, що зростання реального ВВП сповільниться до 3.2% у 2020 році. Водночас успішне/неуспішне проведення урядом запланованих реформ та прискорення/уповільнення росту світової економіки є ризиками для нашого прогнозу.

Графік 24. Компоненти росту реального ВВП (% р/р)

Споживання та інвестиції продовжать підтримувати зростання економіки



Джерело: Державна служба статистики України, ICU.

Графік 25. Споживання домогосподарств (% р/р)

Покращення споживчих настроїв підтримало споживання домогосподарств



Джерело: Державна служба статистики України, НБУ, ICU.

Інфляція: Наблизилася до мети НБУ

- Інфляція уповільниться до 4.9% на кінець 2019 р. завдяки зміцненню гривні, низьким цінам на газ і нафту та рекордному врожаю
- Значний споживчий попит та зростання номінальних зарплат чинитимуть тиск на споживчі ціни

У листопаді інфляція уповільнилася до найнижчого рівня з початку 2014 р.

Інфляція уповільниться до 4.9% на кінець 2019 р. та буде близькою до 5.3% на кінець 2020 р.

Інфляція сповільнювалася протягом чотирьох місяців поспіль і знизилася до 5.1% р/р у листопаді 2019 р., що є найнижчим показником з початку 2014 р. Уповільненню інфляції посприяли 1) зміцнення гривні через жорстку монетарну політику, що знизило ціни на імпортовані товари та покращило інфляційні очікування; 2) нижчі світові ціни на енергоносії: в листопаді ціни на паливо впали на 12.6% р/р, а ціни на природний газ знизилися на 19.7% р/р; 3) новий рекордний урожай в 2019 р., який допоміг уповільнити зростання цін на продукти харчування в 4кв19. Ми вважаємо, що ці фактори продовжуватимуть стримувати зростання споживчих цін у грудні, а інфляція на кінець 2019 р. буде близькою до 4.9%.

Ми очікуємо, що інфляція буде близькою до 5.3% на кінець 2020 р. завдяки 1) низьким світовим цінам на енергоносії (стабільна р/р ціна на природний газ, подальше зниження цін на нафту); 2) іноземним інвестиціям у ОВДП, оскільки реальні ставки залишаться високими, що підтримуватиме гривню; 3) консервативній фінансовій політиці через необхідність великих виплат за державним боргом та 4) покращенню інфляційних очікувань серед населення. Ризиками для нашого прогнозу є 1) набагато гірший урожай у 2020 р, який зменшить пропозицію продовольчих товарів та знизить надходження валюти від експортерів, негативно впливаючи на гривню; 2) сильніший, ніж ми очікуємо, споживчий попит та 3) зростання світових цін на енергоносії.

Графік 26. Складники інфляції (% р/р)

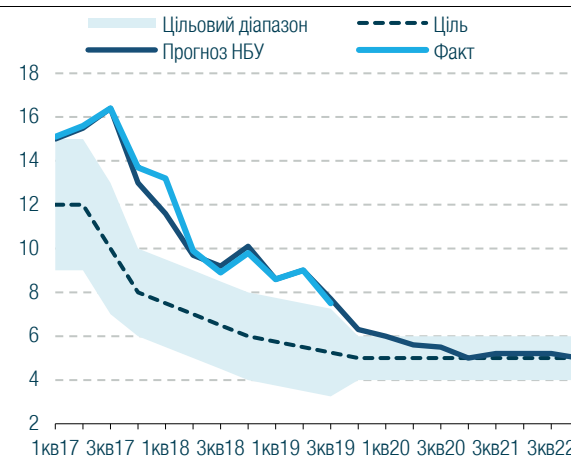
Продукти харчування залишаються головним компонентом інфляції



Джерело: Державна служба статистики України, ICU

Графік 27. Інфляція: прогноз і цілі НБУ (% р/р)

НБУ очікує уповільнення інфляції до 5% у 2020 р.



Джерело: Національний банк України.

Макроекономічний прогноз

	Історичні дані за 2009-18 рр.										Прогноз ІСУ	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019П	2020П
Показник												
Реальний ВВП (% р/р)	-14.3	4.2	5.5	0.2	-0.0	-6.6	-9.8	2.4	2.5	3.3	3.6	3.2
Номінальний ВВП (млрд грн.)	913	1,079	1,300	1,405	1,465	1,587	1,989	2,385	2,984	3,559	3,985	4,381
Номінальний ВВП (\$ млрд)	113	136	163	174	180	133	90	93	112	131	156	185
Інфляція												
Індекс споживчих цін (% р/р, к.п.)	12.3	9.1	4.6	-0.2	0.5	24.9	43.3	12.4	13.7	9.8	4.9	5.3
Індекс споживчих цін (% р/р, сер.)	15.9	9.4	8.0	0.6	-0.3	12.1	48.7	13.9	14.4	10.9	8.0	5.3
Обмінний курс												
Гривня/Долар США (к.п.)	7.99	7.96	7.99	7.99	7.99	15.77	24.00	27.19	28.07	27.69	23.50	25.50
Гривня/Долар США (сер.)	7.79	7.94	7.97	7.99	7.99	11.91	21.82	25.55	26.59	27.22	25.81	23.67
Зовнішній баланс												
Торговельний баланс (\$ млрд)	-2.0	-4.0	-10.1	-14.3	-15.6	-4.6	-2.4	-6.5	-8.6	-11.4	-12.2	-13.5
Торговельний баланс (% від ВВП)	-1.7	-2.9	-6.2	-8.3	-8.7	-3.5	-2.6	-6.9	-7.7	-8.7	-7.8	-7.4
Баланс поточного рахунку (\$ млрд)	-1.7	-3.0	-10.2	-14.3	-16.5	-4.6	1.6	-1.3	-2.4	-4.4	-4.2	-5.0
Баланс поточного рахунку (% від ВВП)	-1.5	-2.2	-6.3	-8.3	-9.2	-3.5	1.8	-1.4	-2.2	-3.3	-2.7	-2.7
Відсоткова ставка												
Облікова ставка НБУ (% к.п.)	10.25	7.75	7.75	7.50	6.50	14.00	22.00	14.00	14.50	18.00	13.50	10.50
Фіскальний баланс												
Баланс бюджету (% від ВВП)	-3.9	-5.9	-1.8	-3.8	-4.4	-5.0	-2.3	-2.9	-1.5	-2.4	-2.4	-2.1

Джерело: Державна служба статистики України, Національний банк України, ICU.



Бізнес центр "Леонардо", 11-й пов.
вул. Богдана Хмельницького, 19-21
Київ, 01030 Україна
Телефон: +38 044 3777040

WEB www.icu.ua



АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

Олександр Мартиненко

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

Михайло Демків

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

Тарас Котович

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

Дмитро Дяченко

молодший аналітик
dmitriy.dyachenko@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.

