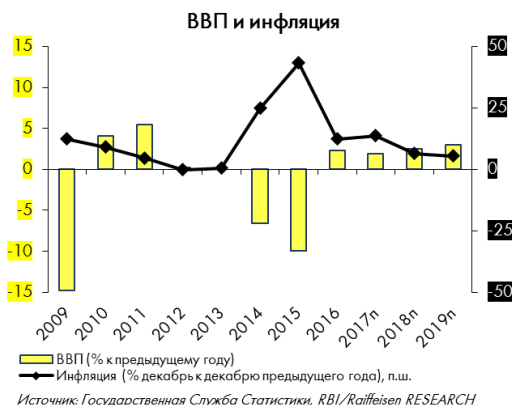
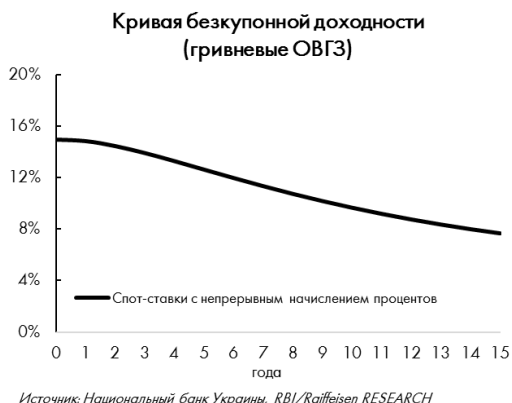


## Резюме



- Потребительские цены выросли на 1% м/м в декабре, а инфляция в 2017 году составила 13,7% г/г, что немного выше чем в 2016 году (+12,4% г/г). В результате, цель НБУ не была достигнута, но мы ожидаем возвращение на целевую траекторию осенью.
- Гривневая ликвидность находится на высоком уровне. Индекс межбанковских ставок (овернайт) находится в пределах 12,94-13,19%.
- Доходности на вторичном рынке гривневых ОВГЗ не изменились. На рынке валютных ОВГЗ наблюдалось незначительное снижение доходностей на более коротком конце кривой. На первичном рынке была снижена доходность 9-ти месячной гривневой бумаги и был установлен новый бэнчмарк по двухлетней бумаге, деноминированной в национальной валюте.
- На валютном рынке сохраняется сезонное давление. Гривна “уверенно” девальвирует. Многие участники рынка ожидают перелома тренда в феврале-марте.
- Золотовалютные резервы немного снизились в декабре из-за роста волатильности курса, но по результатам года был рост на 21% до 18,8 млрд. дол.



### Украина: Ключевые экономические показатели

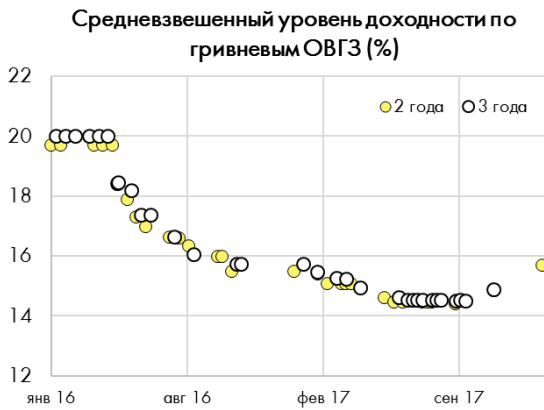
Реальный сектор	2014	2015	2016	2017n	2018n	2019n
ВВП (млрд. грн.)	1 587	1 989	2 383	2 921	3 327	3 622
ВВП (% г/г)	-6,6	-9,8	2,3	1,9	2,5	3,0
ИПЦ (ср., % г/г)	12,1	48,7	13,9	14,4	9,2	5,6
ИПЦ (конец периода, % г/г)	24,9	43,3	12,4	13,7	6,5	5,5
ИЦП (конец периода, % г/г)	31,8	25,4	35,7	16,5	9,0	6,0
Реальный располагаемый доход (% г/г)	-8,4	-22,3	0,3	н/д	н/д	н/д
<b>Внешний сектор</b>						
Текущий счет (% от ВВП)	-3,5	-0,2	-3,6	-3,4	-4,2	-4,4
Экспорт товаров (% г/г)	-14,5	-29,9	-5,2	15,8	2,9	3,8
Импорт товаров (% г/г)	-29,0	-32,6	4,4	16,3	4,0	4,1
Прямые ин. инвестиции (млрд. дол.)	0,3	3,0	3,4	2,6	3,0	4,5
Внешний долг (% от ВВП)	95,7	131,7	121,7	102,0	93,2	88,5
Золотовалютные резервы (млрд. дол.)	7,5	13,3	15,5	18,8	21,8	22,4
<b>Валютный рынок</b>						
USD/UAH (конец периода)	15,82	24,03	27,10	28,07	28,50	29,50
USD/UAH (средний)	12,02	21,95	25,55	26,59	27,72	28,88
<b>Фискальный сектор</b>						
Дефицит гос. бюджета (% от ВВП)	4,9	2,3	2,9	3,1	2,6	2,2
Государственный долг (% от ВВП)	52,9	72,6	76,1	70,1	63,2	59,8

Источник: Государственная Служба Статистики, Национальный банк Украины, Министерство Финансов, RBI/Raiffeisen RESEARCH

### Украина: Суверенные рейтинги

В нац. вал.	S&P	Moody's	Fitch
Долгосрочный	B-	Сaa2	B-
Краткосрочный	B	п.а.	п.а.
Прогноз	Стаб.	Положит.	Стаб.
<b>В ин. вал.</b>			
Долгосрочный	B-	Сaa2	B-
Краткосрочный	B	п.а.	B
Прогноз	Стаб.	Положит.	Стаб.
<b>Последний пересмотр</b>	Дек-16	Авг-17	Окт-17

Источник: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH



Источник: Министерство Финансов Украины, RBI/Raiffeisen RESEARCH

## Рынок облигаций

**На вторичном рынке гривневых ОВГЗ доходности практически не изменились.**

Ликвидность банковской системы находится на достаточном уровне: остатки на корсчетах банков на сегодня составили около 50 млрд. грн. На рынке госбондов основная активность сосредоточена на аукционах Минфина, доходности на которых на данный момент являются более привлекательными, чем на вторичном рынке.

На рынке валютных ОВГЗ наблюдалось незначительное снижение доходностей на более коротком конце кривой, вероятно, потому, что на первичном рынке пока не ожидается размещения краткосрочных долларовых бумаг. Также подрос курс usd/uah, который закладывается при расчете цены в гривнах на фоне ослабления национальной валюты на межбанке.

**Министерство финансов Украины привлекло в бюджет 2.6 млрд. грн. на аукционах по размещению ОВГЗ, которые состоялись 10.01.2018г. и 16.01.2018г.**

К размещению предлагались обычные гривневые облигации с погашением через 3, 6, 9 месяцев; а также 2 и 3 года.

Результаты этих аукционов были следующими:

Результаты аукционов 10 января	6 мес. грн.	9 мес. грн.	2 года грн.
Кол-во поданных заявок	12	3	4
Диапазон поданных доходностей	15,85-16,00%	15,75-16,00%	15,70-16,00%
Объем поданных заявок (по номиналу), млн.	902,40	104,62	38,54
Кол-во удовл. заявок	12	1	3
Доходность отсечения	16,00%	15,75%	15,70%
Объем удовл. Заявок (по номиналу), млн.	902,40	50,00	36,94

Источник: Министерство Финансов Украины, Raiffeisen Bank Aval

Результаты аукционов 16 января	3 мес. грн.	6 мес. грн.	9 мес. грн.	3 года грн.
Кол-во поданных заявок	7	3	6	4
Диапазон поданных доходностей	16,00%	16,00%	15,75-16,00%	15,70-16,00%
Объем поданных заявок (по номиналу), млн.	695,00	570,90	382,64	31,35
Кол-во удовл. заявок	7	3	3	0
Доходность отсечения	16,00%	16,00%	15,75%	-
Объем удовл. Заявок (по номиналу), млн.	695,00	570,90	300,00	0

Источник: Министерство Финансов Украины, Raiffeisen Bank Aval

Как видно, Минфин практически не изменил доходности отсечения. Исключением стала лишь 9-ти месячная бумага, по которой доходность была снижена на 10 б.п. в сравнении с аукционом, который проводился 26 декабря прошлого года. Также был установлен новый бэнчмарк по 2-х летней гривневой бумаге (15,70%), последнее успешное размещение бумаг с таким сроком обращения было в сентябре прошлого года.

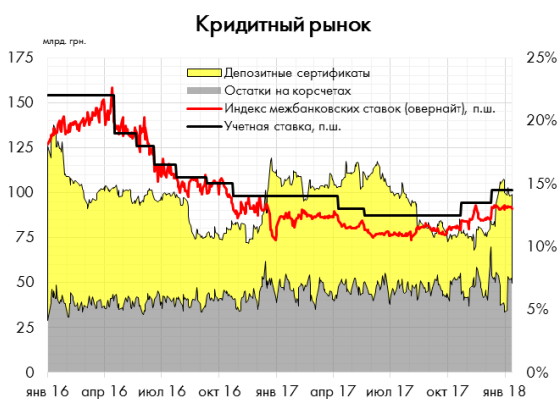
Стоит обратить внимание, что Минфин не устроила доходность 15,70% по 3-ех летней бумаге, несмотря на то, что по 2-х летней ОВГЗ такая доходность оказалась приемлемой.

Oleg.KUMAS@aval.ua

## Кредитный рынок

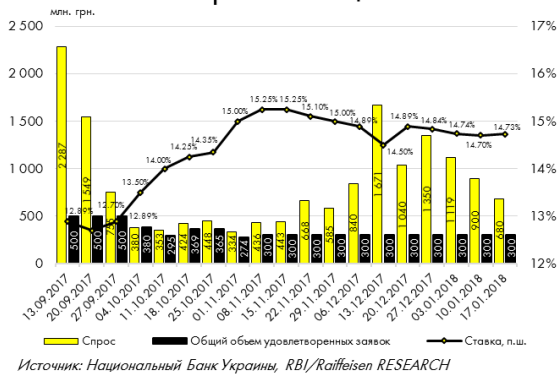
**В банковской системе наблюдается избыточная гривневая ликвидность.** В начале января ликвидность достигла почти 108 млрд. грн. на фоне резкого увеличения госрасходов в конце декабря 2017 года. Тем не менее, из-за интервенций НБУ и покупки ОВГЗ банками она опустилась до 98 млрд. грн. в середине января. В начале месяца банки держали большую часть средств в депозитных сертификатах Нацбанка, однако когда начался новый период резервирования (11 января), они традиционно переместили ликвидность с депосертификатов на корсчета. В целом, остатки на корсчетах поднялись до 50 млрд. грн., а объем средств, хранящихся в депозитных сертификатах, опустился до 49 млрд. грн. Индекс межбанковских ставок (овернайт) находился в пределах 12,94-13,19% в первой половине января.

В период с 1 по 17 января Нацбанк успел провести три процентных тендера по



Источник: Национальный Банк Украины, RBI/Raiffeisen RESEARCH

### Размещение депозитных сертификатов НБУ сроком 3 месяца



Источник: Национальный Банк Украины, RBI/Raiffeisen RESEARCH

размещению трехмесячных депозитных сертификатов. Предложенный объем на каждом тендере оставался на уровне 300 млн. грн. Тем временем, спрос на сертификаты постепенно падал – с 1,1 млрд. грн. 3 января до 0,9 млрд. грн. 10 января, и до 0,7 млрд. грн. 17 января. Граничные ставки лежали в узком диапазоне 14,70-14,74% и вряд ли могут считаться репрезентативными и соответствовать сложившейся рыночной кривой доходности в силу заниженного объема предложения.

**Следующее заседание Монетарного комитета НБУ состоится 25 января.** Консенсус прогноз аналитиков в конце декабря указывал на то, что они не ожидают изменения учетной ставки. Мы также склоняемся к тому, что регулятор оставит учетную ставку на уровне 14,5% поскольку монетарная политика на данный момент адекватно жесткая, в то время как, согласно пресс-релизам НБУ, на инфляцию в последнее время влияют факторы, которые слабо реагируют на инструменты денежно-кредитной политики (см. [комментарий НБУ касательно инфляции в 2017 году](#)).

Sergii.DROBOT@aval.ua

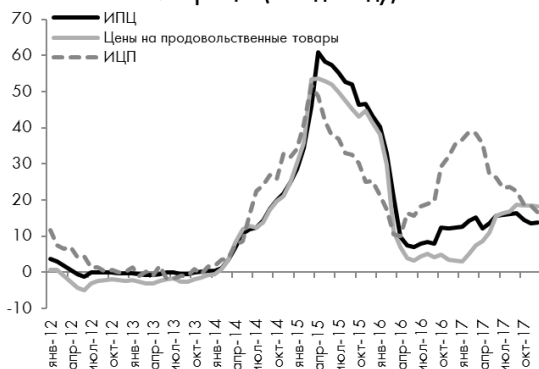
## Макро

**В декабре потребительские цены выросли на 1% м/м на фоне сезонного роста цен на продукты питания и подорожания нефти.** Продовольственные товары подорожали на 1,5% м/м вследствие роста цен на овощи (+7,1% м/м), яйца (+6,8% м/м) и молоко (+4% м/м). Кроме того, цены на фрукты поднялись на 2% м/м. С другой стороны, сахар подешевел на 3,7% м/м в декабре из-за низких мировых цен и перепроизводства. Алкоголь и табачные изделия подорожали на 0,6% м/м. Сезонные распродажи способствовали снижению цен на одежду и обувь на 2,4% м/м. Тем временем, девальвация гривны и рост мировых цен на нефть подтолкнули цены на топливо и масла вверх на 2,5% м/м в декабре. Это, в свою очередь, спровоцировало рост цен на транспортные услуги (+1,4% м/м).

**По результатам 2017 года, показатель инфляции составил 13,7% г/г.** Таким образом, рост индекса потребительских цен (ИПЦ) был выше чем в 2016 году (+12,4% г/г), а цель по инфляции  $8 \pm 2\%$  г/г на конец года не была достигнута. Основным драйвером роста цен в 2017 году было подорожание продуктов питания на 17,7% г/г, что внесло 7,4 п.п. в показатель инфляции. Такая динамика была обусловлена рядом факторов – снижением урожая овощей и фруктов из-за холодной весны; ростом экспорта мяса, молока и яиц, и, как следствие этого, снижением предложения этих товаров на внутреннем рынке; сниженным предложением турецких овощей и фруктов из-за отмены торговых ограничений со стороны России. Транспорт внес 2 п.п. в рост инфляции в прошлом году. Здесь рост цен составил 16,7% г/г и был спровоцирован девальвацией гривны и подорожанием нефти. Кроме того, рост акцизов и производственных затрат заметно подняли цены на алкоголь и табачные изделия (+20,7% г/г и +1,6 п.п. в рост ИПЦ). Тарифы на коммунальные услуги продолжили расти в 2017 году, но относительно предыдущего года, рост существенно замедлился с 47,2% г/г до 10,6% г/г. Тем не менее, эта категория имеет высокий вес в корзине ИПЦ, и поэтому вклад в рост был ощутимым – 0,8 п.п. Все остальные категории внесли 1,9 п.п. в темпы роста потребительских цен. По нашим оценкам, инфляция вернется на целевую траекторию лишь осенью этого года благодаря действию эффекта базы сравнения и относительно жесткой монетарной политике НБУ. Основные риски для такого сценария – резкое увеличение социальных выплат в преддверии выборов и новые шоки предложения продуктов питания.

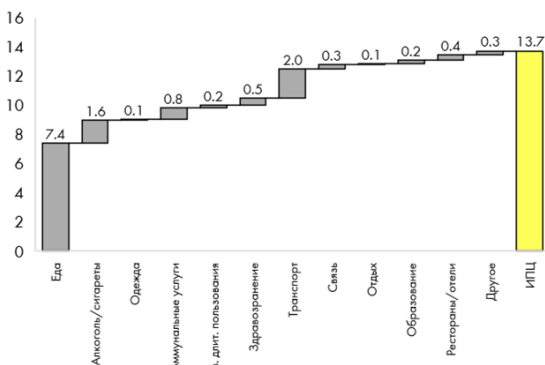
**Рост цен производителей в декабре составил 1,7% м/м.** В добывающей промышленности цены выросли на 2,9% м/м, и был обусловлен ростом цен в добыче металлических руд и в нефтегазовой отрасли на 4,6% м/м и на 2,8% м/м

### Инфляция (% год к году)



Источник: Государственная Служба Статистики, RBI/Raiffeisen RESEARCH

### Вклад компонентов в ИПЦ в 2017 г.



Источник: Государственная Служба Статистики, RBI/Raiffeisen RESEARCH

**Официальный курс USD/UAH**


Источник: Национальный банк Украины, RBI/Raiffeisen RESEARCH

м соответственно. В перерабатывающей промышленности цены поднялись на 1,2% м/м. Здесь наблюдался рост практически по всем категориям. В энергетике цены подскочили на 2,6% м/м. В целом, благодаря высокой базе сравнения и под воздействием динамики мировых цен, **рост индекса цен производителей (ИЦП) замедлился до 16,5% г/г в 2017 году с 35,7% г/г в 2016 году.**

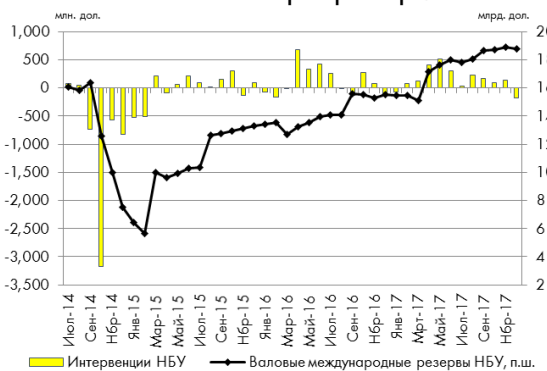
Sergii.DROBOT@aval.ua

## Валютный рынок

Валютный рынок находился под значительным девальвационным давлением в первой половине января на фоне сезонного снижения продаж экспортной выручки аграриями и резкого роста гривневой ликвидности. Также определенное давление исходило от населения, активизировавшего покупку доллара на фоне его непрерывного удорожания в декабре 2017 года—в январе 2018 года. Кроме того, большое количество выходных дней внесло свой вклад в рост волатильности курса. В результате, чуть более чем за две недели гривна потеряла примерно 85 копеек (3-4%) по отношению к доллару, и в среду, 17 января, торги закончились на уровне USD/UAH 28,70/28,73. По нашему мнению, в ближайшие недели валютный рынок продолжит работать под давлением, которое снизится в феврале-марте, когда рынок немного приспособится к избыточной гривневой ликвидности и ослабнет негативное влияние сезонных факторов. В целом, мы ожидаем сезонное укрепление гривны во 2-м и в 3-м кварталах. Основные риски для стабильности валютного рынка мы видим в возможном раскачивании политической ситуации на фоне роста популизма, в резком изменении динамики мировых цен и в ухудшении перспектив сотрудничества с МВФ.

**В декабре, золотовалютные резервы снизились на 123 млн. дол. до 18,8 млрд. дол.** От размещения валютных ОВГЗ в резервы поступило 586,4 млн. дол. С другой стороны, на обслуживание и погашение госдолга было потрачено 423,6 млн. дол., и еще 161,8 млн. дол. был выплачен в пользу МВФ. Кроме того, из-за роста давления на валютном рынке, НБУ приходилось выходить с интервенциями, на что было потрачено 182,5 млн. дол. из резервов. Несмотря на снижение в декабре, **рост международных резервов в 2017 году составил 21%.** Основные драйверы роста – интервенции НБУ на фоне благоприятной динамики на валютном рынке во 2-м и 3-м кварталах, получение траншей МВФ и ЕС, выпуск Еврооблигаций и выпуск внутренних облигаций, номинированных в иностранной валюте. Тем не менее, несмотря на ощутимый рост, резервы все еще заметно отстают от прогноза, заложенного в последнем меморандуме МВФ (21,8 млрд. дол.). Учитывая существенные валютные выплаты в ближайшие годы (около 8 млрд. дол. в год в 2018-2019 гг.), рост резервов будет очень ограничен.

Sergii.DROBOT@aval.ua

**Золотовалютные резервы Украины**


Источник: Национальный банк Украины, RBI/Raiffeisen RESEARCH

## Контактная информация

### ***Райффайзен Банк Аваль***

Украина, Киев 01011, ул. Лескова, 9  
Тел. +380 44 490 8888

#### ***Казначейство:***

##### ***Директор Казначейства:***

Владимир Кравченко (+380 44 495 4220)

##### ***Форекс, денежный рынок:***

Юрий Гриненко (+380 44 495 4224), Александр Вареница (+380 44 495 4227), Николай Высоцкий (+380 44 495 4226)

##### ***Операции с банкнотами и золотом:***

Сергей Бигун (+380 44 490 8783), Николай Белановский (+380 44 495 4225)

##### ***Продажа казначейских продуктов:***

Марина Лукашенко (+380 44 495 4202), Александр Коренев (+380 44 495 4295), Татьяна Корниенко (+380 44 495 4201)

##### ***Ценные бумаги:***

Олег Климас (+380 44 495 4208), Алексей Евдокимов (+380 44 495 4206), Дарья Шацких (+380 44 495 4204)

### ***Департамент по работе с мультинациональными корпорациями:***

#### ***Директор :***

Андреас Кеттлгрубер (+380 44 495 4110)

#### ***Менеджеры:***

Анна Придыбайло (+380 44 230 9981), Виктория Масна (+380 44 230 2344)

### ***Департамент корпоративных клиентов:***

#### ***Директор :***

Юрий Козак (+380 44 490 8702)

#### ***Менеджеры:***

Владимир Кирилук (+380 50 332 8919), Александр Яцентюк (+380 44 495 4243)

## Уведомление о рисках и пояснения

Данный документ не является предложением или приглашением к подписке или приобретению каких-либо ценных бумаг, и ни этот документ, ни какая-либо информация, в нем изложенная, не является основанием для заключения какого-либо контракта либо обязательства. Данный документ предоставляется исключительно в информационных целях. Если не указано иное, все точки зрения и мнения (включая утверждения и прогнозы) принадлежат лишь Райффайзен Банку Аваль и могут быть изменены без предупреждения или уведомления. Любая инвестиция или другие решения не должны приниматься на основании данного документа, а также Райффайзен Банк Аваль не гарантирует надежности, точности или полноты информации, представленной в данном документе, и не несет никакой ответственности или обязательств относительно убытков или вреда, полученных в результате использования данной информации.