

Еженедельный обзор

- Парламент может назначить нового главу НБУ 17 июля
- Конституционный суд Украины продлил разбирательство по делу о соответствии ФГВФЛ основному закону
- Инфляция в июне составила 2.4% г/г и 0.2% м/м

Парламент может назначить нового главу НБУ 17 июля. Согласно СМИ, эту дату озвучили несколько депутатов из президентской фракции Слуга народа. Хотя в текущий момент имя фаворита является загадкой, основными претендентами называют Богдана Данилишина (член Совета НБУ), Владимира Лавренчука (экс-глава Райффайзен Банка Аваль), Елену Щербакову (также член Совета НБУ), Артема Шевалева (член совета директоров ЕБРР и наблюдательного совета Приватбанка и Укргазбанка) и Кирилла Шевченка (глава Укргазбанка).

Наше мнение: Самыми подходящими среди вышеупомянутых кандидатов нам кажутся Владимир Лавренчук и Артем Шевалев, ввиду того, что оба являются профессионалами без тесных политических связей. Последний также имеет опыт работы в Минфине, куда он был приглашен министром-реформатором Наталией Яресько в 2015 году. Текущие члены Совета НБУ, напротив, являются, по нашему мнению, достаточно сомнительными кандидатурами, поскольку этот орган неоднократно призывал регулятора кардинально изменить текущий подход к формированию монетарной политики. В случае их назначения риски фискального доминирования и неконтролируемой эмиссии могут значительно повыситься. Касательно Шевченко мы считаем, что хотя его биография не указывает на зависимость от какой-то конкретной группы влияния, его продвижение по карьере в госструктурах, известных высоким уровнем коррупции, вызывает опасения относительно деловой репутации. В целом, хотя характер отставки Смоля и явные признаки политического давления в прошлом свидетельствуют о том, что от нового главы Нацбанка будут требовать большей лояльности к президенту, мы считаем, что текущий список кандидатов и необходимость продолжать сотрудничество с МВФ оставляет надежду на то, что независимость регулятора все еще может быть сохранена.

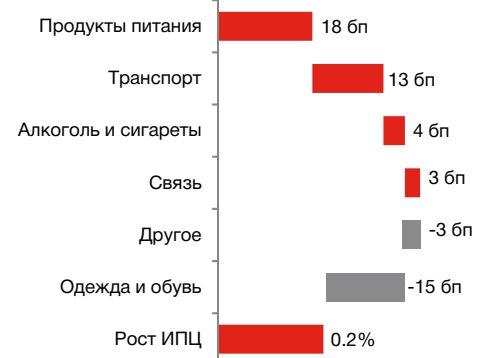
Конституционный суд Украины продлил разбирательство по делу о соответствии ФГВФЛ основному закону. Согласно официальному сообщению, дальнейшее рассмотрение будет проходить во время открытой части пленарного заседания в форме устного производства. Вопрос о конституционности ФГВФЛ возник еще в 2016 году, когда Верховный суд Украины не смог вынести решение в деле между одним из обанкротившихся банков и Фондом, поскольку правовой статус последнего оказался недостаточно четко определен. С 2014 года ФГВФЛ, в связке с НБУ, сыграл ключевую роль в ликвидации более 100 банков с сомнительной деловой практикой, а также непосредственно участвовал в процессе национализации Приватбанка.

Наше мнение: Решение о продлении слушания и смене формата заседания является положительным исходом, поскольку существовала реальная угроза признания ФГВФЛ неконституционным. Такой поворот событий мог иметь катастрофические последствия как для уже государственного Приватбанка в частности, так и для финансовой системы страны в целом, поскольку создал бы повод для подачи тысяч новых исков от бывших собственников ранее ликвидированных банков. За последние несколько лет решения Конституционного суда стали ярким примером того, как пробелы в конструкции украинского правосудия могут приводить к системным шокам. К примеру, в 2019 году была отменена статья уголовного кодекса о незаконном обогащении от 2015 года, позволив субъектам многочисленных антикоррупционных производств избежать наказания. Схожие производства существуют и сегодня – из последних – вопрос о законности назначения Порошенком главой НАБУ Артема Сытника. Еще одно нашумевшее разбирательство касается конституционности закона о банках. Эта норма была необходимым условием МВФ для подписания меморандума о новой программе.

Инфляция в июне составила 2.4% г/г и 0.2% м/м. Основными источниками роста в месячном сопоставлении стали продукты питания и транспорт (вклад в индекс 18 и 13 бп, соответственно). Цены на одежду и обувь снизились в соответствии с сезонностью.

Наше мнение: Фактический показатель ИПЦ в целом оказался близок к нашим оценкам. Ускорение инфляции в годовом выражении произошло в основном на фоне более мягкого снижения цен на некоторые категории продуктов по сравнению с маем. Из ярких примеров – яйца, которые практически не подешевели (в 2019 -10%), и овощи, где спад составил всего 5% против 15% ранее (возможно сказался более низкий объем урожая). Глобальные цены на еду выросли фактически впервые с начала пандемии (индекс FAO прибавил 2.4% м/м), что дает основания предполагать, что давление на ИПЦ в ближайшей перспективе может усилиться. На среднесрочном отрезке мы по-прежнему считаем, что главными драйверами выступят мягкая монетарная политика и рекордно высокие расходы бюджета. Хотя наш текущий прогноз инфляции на конец 2020 остается равным 4.5% г/г, недавняя отставка главы Нацбанка Смолия повышает вероятность того, что реальная цифра может оказаться выше, поскольку политически зависимый регулятор будет, по нашему мнению, склоняться еще сильнее в сторону наращивания гривневой ликвидности. Наша текущая оценка ИПЦ на июль составляет 2.6% г/г.

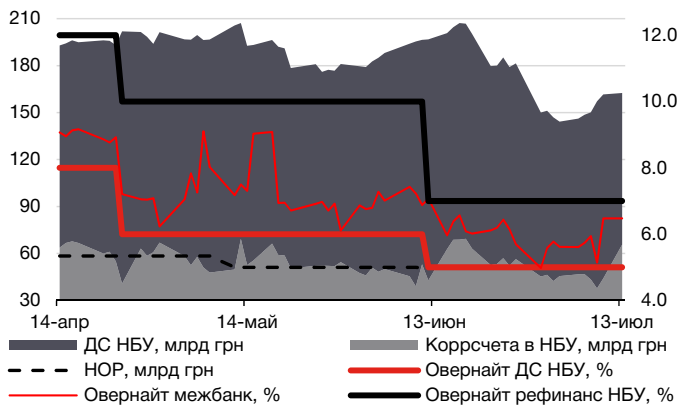
Факторы роста ИПЦ м/м по категориям в июне



Источник: ГЦСУ, Adamant Capital

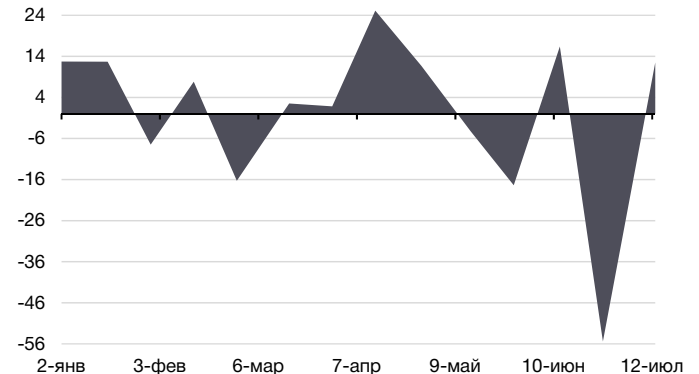
Приложение

Ликвидность банковской системы (лш) и ставки ЦБ по ДС (пш)



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

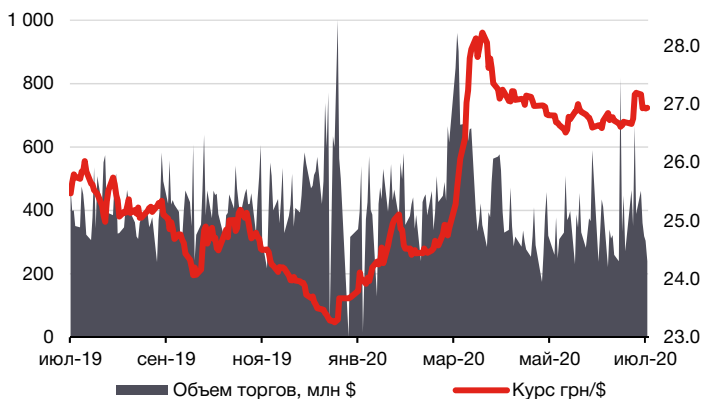


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 16.3 млрд грн до 162.5 млрд грн за неделю. Министерство финансов 14 июля разместило облигации в гривне с погашением в сентябре 2020, июне 2021 и феврале 2023 с доходностью 7.00%, 9.20% и 10.00% соответственно, а также в долларах США с погашением в июне 2021 с доходностью 3.50%. Общие заимствования составили 10.6 млн грн и 306 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 0.32%, открывшись на отметке 27.17 и закрывшись на уровне 27.09.

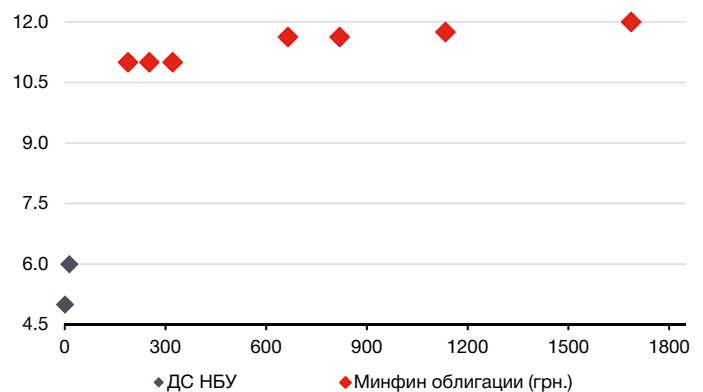
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

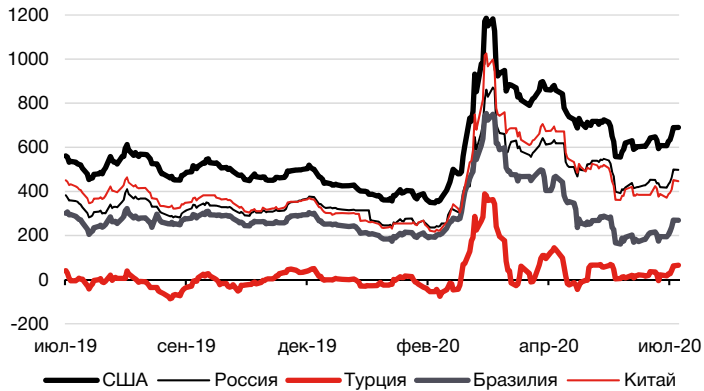
Источник: НБУ

Локальный рынок: доходность (% , лш) и срок погашения (дней)



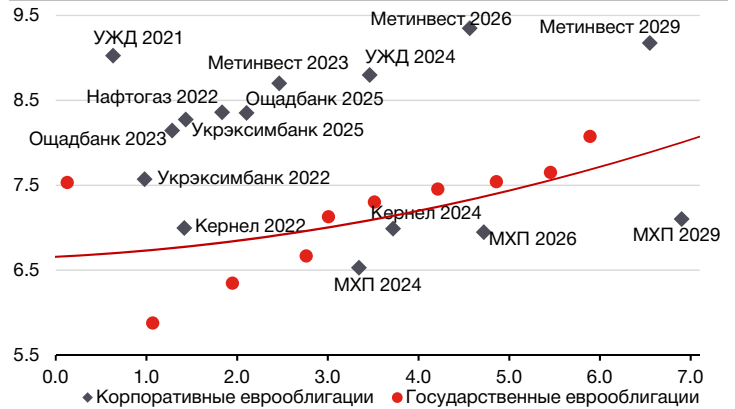
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



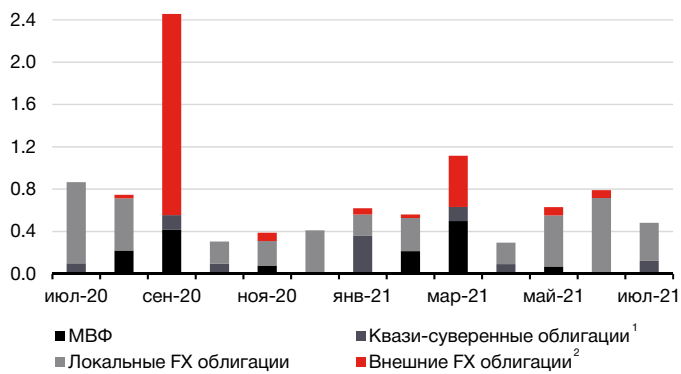
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 12м, млрд \$



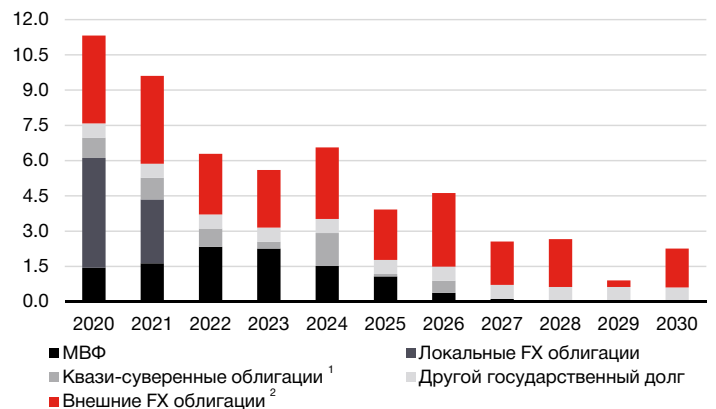
Процентные платежи включены в каждую категорию

(1) Долг государственных компаний

(2) Включают кредитные гарантии США

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2020-30, млрд \$

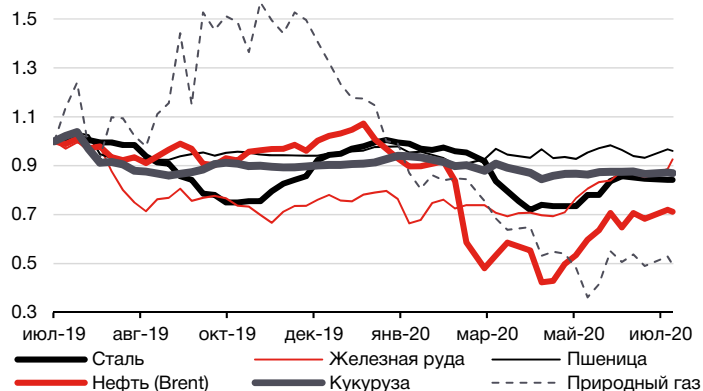


(1) Долг государственных компаний

(2) Включают кредитные гарантии США

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

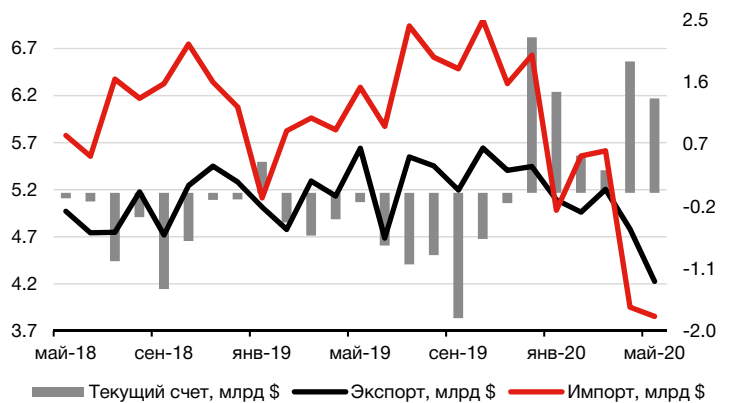
Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: HRC spot (FOB Black Sea); China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (Black Sea); Brent Crude Oil Futures; Corn Futures (Black Sea); Dutch TTF Gas Futures

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	1кв19	2кв19	3кв19	4кв19	2019	1кв20	2кв20П	2020П
Рост реального ВВП, г/г %	2.9%	4.7%	3.9%	1.5%	3.2%	-1.3%	-9.0%	-3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	815	933	1,112	1,115	3,975	846	870	3,989
Номинальный ВВП, млрд \$	30	35	44	46	154	34	32	151
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	12.2%	9.9%	7.6%	4.7%	8.1%	5.1%	2.5%	4.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	8.9%	9.1%	8.5%	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.8%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	8.6%	9.0%	7.5%	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	4.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.0%	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	3.8%	4.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.3%	2.7%	2.5%	2.1%	2.2%	2.3%	4.2%	5.3%
Государственный долг, % ВВП	58.5%	55.4%	51.1%	50.3%	50.3%	56.3%	57.3%	60.0%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	37.4%	36.0%	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	35.8%
Общий внешний долг, млрд \$	114	116	118	122	122	120	124	130
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	15.1	15.5	16.3	16.5	63.4	15.3	13.1	59.6
Импорт товаров и услуг, млрд \$	16.9	18.3	20.3	20.0	75.5	16.2	12.2	64.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.8	-2.8	-4.0	-3.5	-12.1	-0.9	0.9	-4.8
Текущий счет, млрд \$	-0.6	-1.3	-3.8	1.4	-1.1	4.2	3.9	6.4
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.9	-1.7	-5.2	-2.3	-10.2	2.5	-1.6	4.0
Резервы НБУ, млрд \$	20.6	20.6	20.1	25.3	25.3	24.9	28.5	31.3
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	27.3	26.6	25.2	24.2	25.8	25.2	26.9	26.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	26.2	24.2	23.7	23.7	27.6	26.7	26.5
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.5%	17.5%	16.5%	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	5.0%

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес
(2) Исключает весь дефицит, не включенный в официальные данные, но включает в себя чистые бюджетные займы, выданные государственным предприятиям
(3) Включает докапитализацию Нафтогаза и государственных банков, государственные гарантии и т.д.
(4) ВВП рассчитывается в долларах по среднему курсу грн/\$ за год
(5) Согласно РПБ6 МВФ
(6) На основе официальных данных НБУ без взвешивания на объемы торговли
Источник: НБУ, ГССУ, Минфин, МВФ, Adamant Capital

Индикативные цены еврооблигаций, их доходность и рекомендации									
Название облигации	Рекомендация	Дата рек	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	6.7	103.0	-1.9	2.8	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	7.1	105.7	-2.3	3.0	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.7	100.5	-3.7	5.5	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	8.1	110.0	-4.2	5.9	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.9	95.9	-4.3	7.7	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	4.2	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	9-июн-20	10.8	дек-24	30.4	56.3	-2.5	2.9	1,344
Кернел 2022	Покупать	2-июн-20	8.8	янв-22	7.0	102.5	-0.2	1.4	500
Кернел 2024	Покупать	2-июн-20	6.5	окт-24	7.0	98.2	-0.3	3.7	300
Метинвест 2023	Держать	7-июл-20	7.8	апр-23	8.7	97.7	-1.3	2.5	505
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	7-июл-20	5.6	июл-25	8.3	89.2	-0.8	4.3	333
Метинвест 2026	Держать	7-июл-20	8.5	апр-26	9.3	96.3	-1.2	4.6	648
Метинвест 2029	Держать	7-июл-20	7.8	окт-29	9.2	91.2	-2.1	6.6	500
МХП 2024	Продавать	2-июн-20	7.8	май-24	6.5	104.1	-0.5	3.3	500
МХП 2026	Продавать	2-июн-20	7.0	апр-26	6.9	100.0	-1.1	4.7	550
МХП 2029	Продавать	2-июн-20	6.3	сен-29	7.1	94.3	-0.9	6.9	350
Нафтогаз 2022	Покупать	9-июн-20	7.4	июл-22	8.4	98.2	-0.6	1.8	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	9-июн-20	7.1	июл-24	8.4	95.9	-1.3	3.4	672
Ощадбанк 2023	Покупать	16-июн-20	9.4	мар-23	8.1	101.5	-0.9	1.3	245
Ощадбанк 2025	Покупать	16-июн-20	9.6	мар-25	8.4	102.6	0.0	2.1	500
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	30.8	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.3	0.0	нс	175
УЖД 2021	Покупать	5-мая-20	9.9	сен-21	9.0	100.5	-0.3	0.6	200
УЖД 2024	Покупать	5-мая-20	8.3	июл-24	8.8	98.2	-0.3	3.5	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	5.0	-0.2	нс	543
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	16-июн-20	16.5	мар-21	16.1	100.2	-0.1	0.6	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	16-июн-20	9.6	апр-22	7.6	102.0	-0.2	1.0	313
Укрэксимбанк 2025	Покупать	16-июн-20	9.8	янв-25	8.3	102.1	0.0	1.4	600

Примечание: поскольку мы оцениваем украинские бумаги относительно друг-друга внутри группы, рекомендация по суверенным облигациям всегда – «Держать»
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 1 неделю		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	17-июл
Кернел - операционные результаты за 4кв20	Точная	20-июл
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20-июл
МХП - операционные результаты за 2кв20	Точная	21-июл
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	21-июл

Источник: НБУ, ГССУ, Adamant Capital, данные компаний

Контакты

Adamant Capital

5-Б Владимирская, 2-й этаж
01001 Киев, Украина
+380 44 585 52 36

Управление портфелем

Юрий Созинов | urs@adamant-capital.com

Аналитика

Константин Фастовец | fks@adamant-capital.com

PR

Инна Звягинцева | zin@adamant-capital.com

Дисклеймер

Этот отчет был подготовлен исключительно для информационных целей и не является предложением, или просьбой о покупке, или продаже каких-либо ценных бумаг. Описания любой компании, или компаний, или/и их ценных бумаг, или рынков, или событий, упомянутых в настоящем документе, могут быть не полными. Мы не обязаны пересматривать, или обновлять любую информацию, или исправлять неточности, содержащиеся в этом докладе в будущем. Хотя данные для этого отчета были получены из источников, которые Adamant Capital считает надежными, мы не можем гарантировать их полноту и точность. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны полагаться на собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Adamant Capital, его руководство, представители и сотрудники, не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования материала или его содержания. Adamant Capital, третьи лица, связанные с ним, его директора, и/или сотрудники, и/или любые связанные с ними лица, могут иметь интересы в компаниях или предоставлять услуги одной или более компаниям, упомянутых в данном документе, и/или намерены приобрести такие интересы, и/или предоставить какие-либо такие услуги в будущем. Все оценки и мнения, высказанные в настоящем отчете, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, который полностью или частично участвовал в составлении этого документа, и может отличаться от мнения Adamant Capital. Этот документ или любая его часть не может быть копирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.