

Фінансовий тижневик

Мінфін не бажає підвищувати ставки

Стислий виклад коментарів

ПОНЕДІЛОК, 20 СІЧНЯ 2025

Огляд міжнародних ринків

Ринки вітають відсутність негативних сюрпризів в інфляції

Інфляційні дані зі США за грудень здебільшого збіглися з очікуваннями, завдяки чому минулий тиждень став для ринків акцій найкращим із часу завершення президентських виборів, а доходності казначейських облігацій упали до мінімуму з початку року.

Ринки державних облігацій

Мінфін не бажає підвищувати ставки

Минулого тижня Міністерство фінансів відхилило більше половини попиту на нові військові ОВДП, не бажаючи підвищувати ставки за ними.

Коливання цін єврооблігацій мінімальні

Ціни українських єврооблігацій коливалися несуттєво минулого тижня, однак у п'ятницю незначно подорожчали.

Валютний ринок

НБУ посприяв укріпленню гривні

Попри певне звуження дисбалансів на валютному ринку, тижневі інтервенції НБУ залишилися майже незмінними та перевищили \$1 млрд. Це сприяло помірному посиленню гривні минулого тижня.

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 17 січня 2025)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	13.50	+0bp	-150bp
Ставка О/Н ² (міжбанк)	13.50	+0bp	-150bp
Корражунки банків ³ (млн грн)	280,478	+18.2	+32.9
Деп.сертифікати ⁴ (млн грн)	455,058	-9.5	-21.6

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 17 січня 2025¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	677,606	+0.0	-1.8
Банки	879,981	-0.9	+33.9
Резиденти ³	199,570	+0.0	+39.8
Фіз.особи ⁴	77,226	-3.9	+39.9
Нерезиденти ⁵	21,199	+0.3	-51.5
Всього	1,855,994	-0.6	+16.6

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 17 січня 2025)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	42.1158	-0.3	+11.2
EUR/USD	1.0273	+0.3	-5.6
Індекс долара ²	109.347	-0.3	+5.7

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

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Середньоринкові котирування ОВДП (за 20 січня 2025)

Погашення	Придбання (%)	Продаж (%)
6 місяців	15.25	14.25
12 місяців	16.00	15.00
Два роки	17.00	16.00
Три роки	17.75	16.75
12 місяців (\$)	5.00	4.50
Два роки (\$)	N/A	N/A

Джерело: ICU.

Огляд міжнародних ринків

Ринки вітають відсутність негативних сюрпризів в інфляції

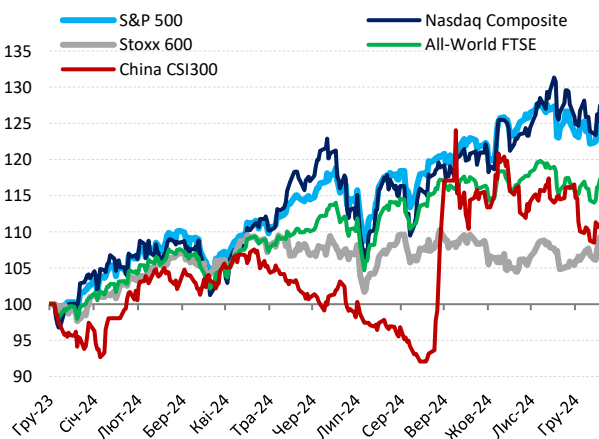
Інфляційні дані зі США за грудень здебільшого збіглися з очікуваннями, завдяки чому минулий тиждень став для ринків акцій найкращим із часу завершення президентських виборів, а дохідності казначейських облігацій упали до мінімуму з початку року.

Зростання індексу споживчих цін у США прискорилося в грудні до 2.9% р/р з 2.7% у листопаді, відповідно до консенсус-прогнозу. Водночас зростання базової складової індексу, яка не враховує зміни цін на продукти харчування й пальне, вповільнилося до 3.2%, тоді як консенсус-прогнозом очікувалися незмінні 3.3%. Такі інфляційні дані сприяли надіям на більше зниження ставок: наприкінці тижня ф'ючерсні котирування відображали очікуване зниження ставок на 39 б.п. цього року, у порівнянні з оцінками 27 б.п. станом на початок тижня. Ще більшої впевненості ринкам додав член Ради керівників ФРС Крістофер Уоллер, який заявив, що у 2025 р. ще можливі три або чотири зниження ставок, якщо дані покажуть подальше охолодження економіки. У результаті падіння дохідностей казначейських облігацій США стало найбільшим за останні сім тижнів – на 13 б.п. до 4.63% для десятирічних і на 10 б.п. до 4.28% для дворічних паперів. Індекс вартості єврооблігацій країн, що розвиваються, EMBI, додав за тиждень 0.9%.

Ралі на ринках акцій також підсилював вдалий початок сезону корпоративної звітності за 4кв24. Зростання прибутків таких провідних американських банків, як JP Morgan, Goldman Sachs, Wells Fargo, Citigroup, перевершило очікування аналітиків. До того ж менеджмент банків у коментарях до звітів загалом позитивно оцінив макроекономічне середовище, зокрема споживання, а також платоспроможність й оптимістичні очікування позичальників. У цілому за тиждень американські фондові індекси S&P 500 і Nasdaq 100 зросли на 2.9% і 2.8% відповідно, європейський Stoxx 600 на 2.4%, а глобальний All-World FTSE на 2.5%.

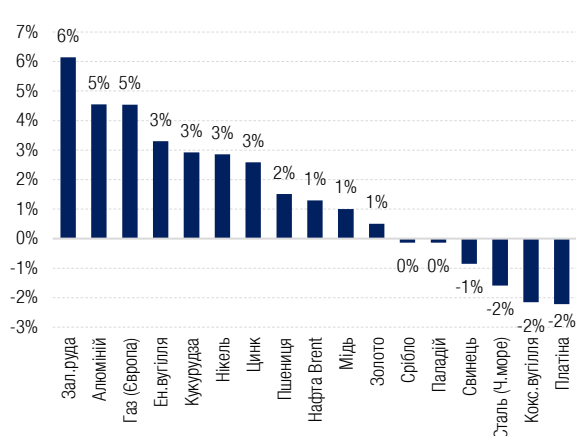
Додаткову впевненість як європейським ринкам, так і глобальним ринкам сировини надали дані про зростання реального ВВП Китаю в 4кв24 на 5.4%, що перевершило очікування економістів. Тож ціни на сировину за тиждень переважно зросли, і серед лідерів зростання опинилися ціни на залізну руду (+6%) і кольорові метали. Відновили зростання ціни на природний газ у Європі (+5%) на тлі швидшого, ніж у попередні зимові опалювальні сезони, зменшення запасів у газосховищах.

Графік 1. Ключові світові фондові індекси, 31/12/23=100



Джерело: Bloomberg, ICU.

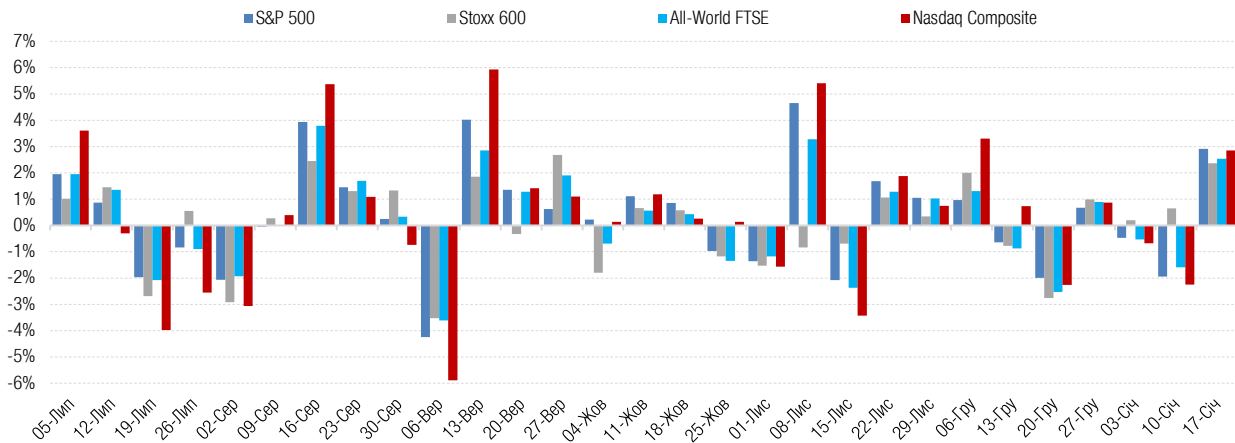
Графік 2. Тижнева динаміка ключових цін на сировину, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 3. Тижнева динаміка фондових індексів у 2П24-2025 р., %

Минулого тижня провідні фондові індекси показали найкраще зростання з початку листопада завдяки задовільним інфляційним даним в США



Джерело: Bloomberg, ICU.

Погляд ICU: Відсутність негативних сюрпризів в інфляційних даних принесла ринкам довгоочікуване полегшення й укріпила надії, що інфляція незабаром відновить своє сповільнення. Наразі ж рівень інфляції, особливо базова складова, залишається високим, а ризики подальшого прискорення інфляції все ще є значними. Це збільшує ймовірність того, що в січні ФРС поставить подальше зниження ставок на паузу.

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

Ринки державних облігацій

Мінфін не бажає підвищувати ставки

Минулого тижня Міністерство фінансів відхилило більше половини попиту на нові військові ОВДП, не бажаючи підвищувати ставки за ними.

На первинному аукціоні минулого вівторка Мінфін отримав загалом непоганий обсяг заявок на військові ОВДП – 3.3 млрд грн на півторарічні та майже 3.9 млрд грн на 2.5-річні папери. Але більша частина цього попиту була заявлена зі ставками, вищими за дохідність попередніх розміщень подібних інструментів. Тож міністерство продало 1.3 млрд грн півторарічних облігацій та майже 1.9 млрд грн 2.5-річних ОВДП, незначно змінивши ставки за ними порівняно з попередніми розміщеннями. Водночас за чотирирічними паперами обсяг заявок перевищував пропозицію майже вдев'ятеро, тож конкуренція призвела до зниження ставок на 130 б.п. до 14.7%. Більше деталей в [огляді аукціону](#).

Вторинний ринок переважно концентрувався у звичайних та військових ОВДП – 39% та 49% від загального обсягу торгів.

Погашення гривневих ОВДП минулої середи на майже 20 млрд грн призвело до скорочення портфельів у майже всіх ключових груп інвесторів, але кошти переважно реінвестувалися в інші папери, і наприкінці тижня портфелі суттєво поновилися, хоча ще не досягли рівнів напередодні погашення.

Погляд ICU: Ринок ОВДП зберігає дуже помітну сегментацію на «резервні» та «військові» облігації. Стимули купувати резервні та потенційно резервні облігації є лише в банків. Пересічному інвестору (фізичним та юридичним особам) такі папери не цікаві, адже вони мають значно нижчу дохідність порівняно з іншими, співставними за строками паперами. Також резервні

облігації мають термін обігу щонайменше в кілька років, тоді як роздрібний сегмент концентрується переважно в коротких (до року) інструментах, які в загальному обсязі торгів становили минулого тижня 43%.

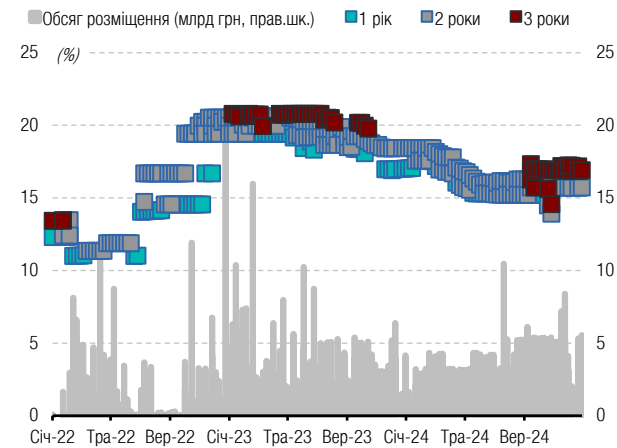
Ми не очікуємо завтра надзвичайного попиту на військові ОВДП на первинному аукціоні через їхній досить великий строк обігу, як і суттєвого руху ставок за ними. Водночас за чотирирічними облігаціями конкуренція зберігатиметься, адже НБУ вже незабаром може додати їх до переліку резервних, тож ставки можуть знизитися ще більше.

Також цього тижня НБУ проводить перше засідання для перегляду облікової ставки. Ми очікуємо, що ставка буде підвищена на 50-100 б.п. до 14.0-14.5%. Проте зараз складно спрогнозувати, чи Мінфін готовий буде підвищити ставки за ОВДП у відповідь на більш жорстку монетарну політику.

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

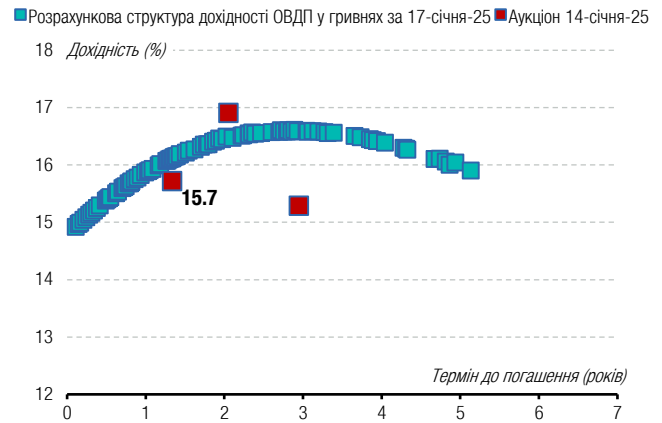
Графік 4. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ІСУ.

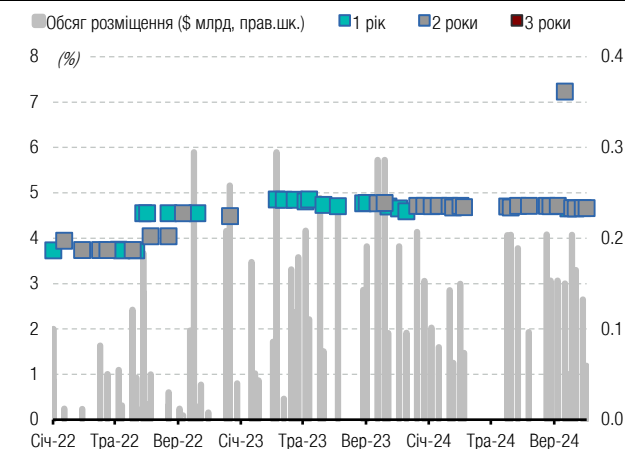
Розрахункова крива доходності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ІСУ.

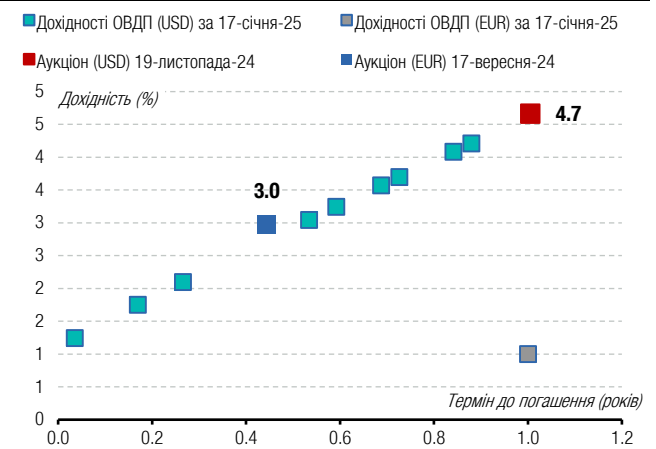
Графік 5. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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.

Коливання цін єврооблігацій мінімальні

Ціни українських єврооблігацій коливалися несуттєво минулого тижня, однак у п'ятницю незначно подорожчали.

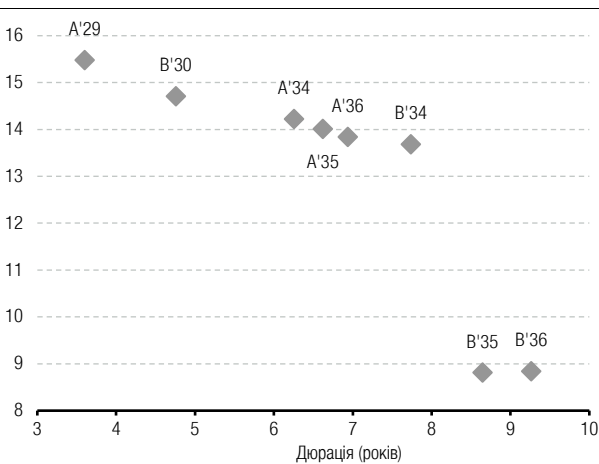
Більшу частину тижня ціни залишалися близькими до своїх цьогорічних мінімумів, яких було досягнуто в попередній тиждень. Однак у п'ятницю, в останній робочий день перед інавгурацією нового президента США, папери трошки подорожчали. За підсумками тижня ціни зросли в середньому менш ніж на 1% і залишилися значно нижче післяноворічних максимумів. Індекс облігацій країн, що розвиваються, зріс на 0.9%. Ціна ВВП-варантів підвищилася на 0.8% до 81.2 цента за долар умовного номіналу – свого трирічного максимуму.

Погляд ICU: Оптимізм міжнародних інвесторів щодо дій команди нового Президента США незначно підвищився напередодні інавгурації. Однак це по суті лише зупинило зниження цін на єврооблігації. Найближчим часом ми можемо отримати вже офіційні позиції та заяви щодо подальших кроків для припинення війни в Україні, і це буде ключовим чинником, що впливатиме на настрої інвесторів та ціни єврооблігацій.

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

Графік 6. Дохідності та ціни українських єврооблігацій

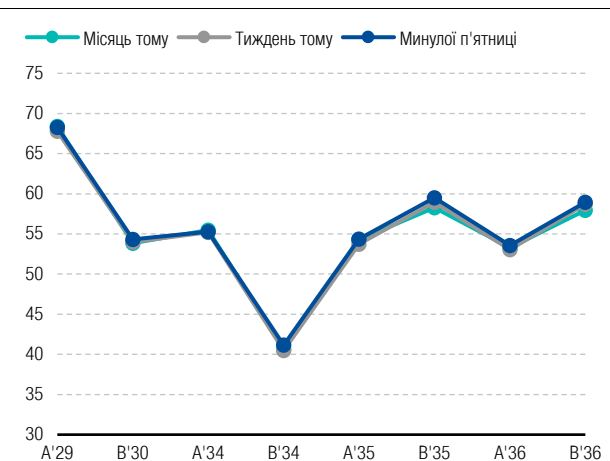
Дохідності нових єврооблігацій, %



Нотатки: А – Step Up Bond серії А, В – Step Up Bond серії В

Джерело: Bloomberg, ICU.

Ціни нових єврооблігацій



Джерело: Bloomberg, ICU.

Валютний ринок

НБУ посприяв укріпленню гривні

Попри певне звуження дисбалансів на валютному ринку, тижневі інтервенції НБУ залишилися майже незмінними та перевищили \$1 млрд. Це сприяло помірному посиленню гривні минулого тижня.

За чотири робочі дні минулого тижня чиста купівля валюти склала \$702 млн, зокрема \$433 млн (-1%) на міжбанківському валютному ринку та \$269 млн (-27% до аналогічного періоду попереднього тижня) у роздрібному сегменті. Середньоденні обсяги чистої купівлі на міжбанківському ринку залишилися трошки більшими за \$100 млн, однак домогосподарства зменшили чисту середньоденну купівлю з \$80 у перші дні цього року до \$67 млн. Тож загальний дефіцит валюти зменшився приблизно на 13% до \$0.7 млрд,

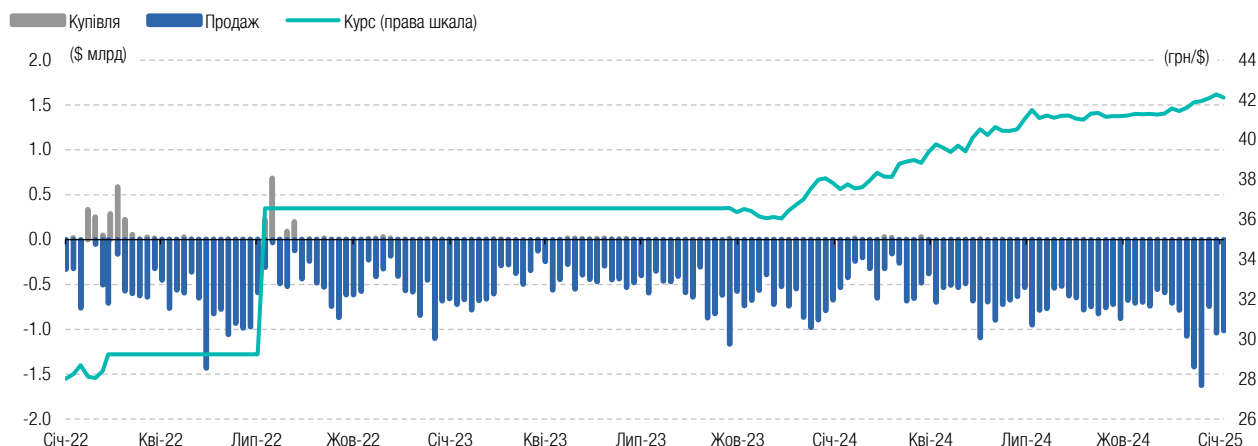
а інтервенції НБУ зменшилися лише на 2% до \$1.01 млрд. За підсумками тижня офіційний курс гривні посилюється на 0.4% до 42.13 грн/\$. Готівкова вартість долара США в системно важливих банках за підсумками тижня зменшилася також на 0.6% до 42.0-42.7 грн/\$.

Погляд ICU: Національний банк продовжив витратити великі обсяги валюти з резервів, прагнучи заспокоїти ринок та посприяти стабілізації курсу гривні. Великий обсяг інтервенцій за навіть незначного зменшення попиту на валюту не лише стабілізував ситуацію на валютному ринку, а навіть посилює курс гривні минулого тижня. Стабілізація курсу має посприяти збільшенню пропозиції валюти на ринку від експортерів і зменшенню потреби в інтервенціях НБУ. Ми зберігаємо очікування, що офіційний курс гривні в січні не перетне рівень 42.5 грн/\$, однак рухатиметься невеликими кроками до орієнтовно 46 грн/\$ наприкінці року.

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

Графік 7. 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.

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

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

фінансовий 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.