

Фінансовий тижневик

Економіка різко сповільнилась у 2024 році

Стислий виклад коментарів

Огляд міжнародних ринків

«День визволення» обвалює ринки

Оголошення Дональдом Трампом про значне підвищення імпорتنих мит на товари з 60 країн призвело до обвалу котирувань на ризикові активи майже в усіх ринкових сегментах і припливу коштів у суверенні облигації розвинених країн.

Ринки державних облигацій

Мінфін змінює пропозицію ОВДП

Міністерство фінансів модифікувало структуру пропозиції ОВДП минулого тижня, запропонувавши банкам нові резервні облигації та замінивши дворічний випуск військових облигацій звичайними дворічними паперами.

Власники єврооблигацій зберігають песимізм

Українські єврооблигації продовжували дешевшати минулого тижня, майже повністю повернувшись до рівня перед минулорічними виборами у США.

Валютний ринок

НБУ посилює гривню до нового рекорду

НБУ встановив на сьогодні офіційний курс гривні на рівні 41.19 грн/\$, що є цьогорічним рекордом, та зменшив інтервенції до мінімуму від початку року.

Макроекономіка

Економіка різко сповільнилась у 2024 році

Реальний ВВП України зріс лише на 2.9% протягом 2024 року, що значно нижче від очікувань ринку та наших прогнозів. Особливо розчарувала статистика за 4кв, коли ВВП скоротився на 0.1% р/р.

ПОНЕДІЛОК, 7 КВІТНЯ 2025

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 4 квітня 2025)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	15.50	+0bp	+100bp
Ставка О/Н ² (міжбанк)	15.50	+0bp	+100bp
Корражунки банків ³ (млн грн)	236,794	+2.3	+6.6
Деп. сертифікати ⁴ (млн грн)	525,232	+2.5	+0.8

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 4 квітня 2025¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	676,622	+0.0	-0.6
Банки	844,995	-1.9	+23.2
Резиденти ³	193,640	+0.7	+25.2
Фіз. особи ⁴	86,480	+1.9	+46.6
Нерезиденти ⁵	20,558	-3.2	-51.8
Всього	1,822,719	-0.7	+12.3

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 4 квітня 2025)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	41.1700	-0.7	+5.6
EUR/USD	1.0956	+1.2	+1.1
Індекс долара ²	103.023	-1.0	-1.1

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

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Середньоринкові котирування ОВДП (за 7 квітня 2025)

Погашення	Придбання (%)	Продаж (%)
6 місяців	16.50	14.75
12 місяців	17.00	15.50
Два роки	18.50	16.75
Три роки	18.75	17.25
12 місяців (\$)	5.00	4.50
Два роки (\$)	N/A	N/A

Джерело: ICU.

Огляд міжнародних ринків

«День визволення» обвалює ринки

Оголошення Дональдом Трампом про значне підвищення імпорتنих мит на товари з 60 країн призвело до обвалу котирувань на ризикові активи майже в усіх ринкових сегментах і припливу коштів у суверенні облігації розвинених країн.

Минулої середи Президент США, у заздалегідь анонсований ним «День визволення», заявив про введення так званих «рівноцінних» імпорتنих мит. Ці мита складаються з базових 10% на переважну більшість товарів, що імпортуються до США, починаючи з 5 квітня, а також мит із ще більшими ставками на широкий перелік товарів головних торгових партнерів, починаючи з 9 квітня. Зокрема, товари з Китаю підлягатимуть оподаткуванню митами з загальною ставкою 54%, Тайваню - 32%, Південної Кореї - 25%, Японії - 24%, ЄС – 20%.

Китай став однією з країн, які першими відреагували на введення «рівноцінних» мит конкретними діями, і оголосив про запровадження додаткової ставки 34% на американські товари, таким чином збільшуючи загальну ставку їхнього оподаткування до 50%. Окрім цього, китайська влада додала 11 компаній США до списку «ненадійних організацій» і запровадила більш жорсткий контроль над експортом у США низки рідкоземельних мінералів. Представники ЄС та інших країн поки що лише заявили про заплановані контрзаходи у відповідь. Розпорядження Трампа передбачає подальші санкції проти тих країн, які вживатимуть контрзаходи.

Ще більше погіршив настрої голова ФРС Джером Пауелл, який заявив, що такі зміни в торговій політиці США найбільш імовірно уповільнять економічне зростання й водночас прискорять інфляцію. Таке несприятливе поєднання трендів може змусити ФРС утриматись від подальшого зниження ставок цього року.

Наступного дня після оголошення Трампом «рівноцінних» тарифів індекс S&P 500 впав на 4.8%, найгірший денний результат із часу запровадження локдаунів для приборання пандемії Covid-19 у 2020 р. У тижневому підсумку S&P 500 і Nasdaq 100 втратили 9.1% і 9.8% відповідно, а європейський Stoxx 600 – 8.4%. Водночас відбувся значний приплив коштів інвесторів до облігацій із високим інвестиційним рейтингом, які традиційно вважаються одними з найбільш безпечних активів, насамперед державних облігацій розвинених країн. Як наслідок, дохідності десятирічних казначейських облігацій США впали за тиждень на 26 б.п. до 3.99%, дохідності десятирічних облігацій Великобританії – на 25 б.п. до 4.45%, Німеччини – на 15 б.п. до 2.58%, Франції – на 10 б.п. до 3.33%. Вартість ще одного популярного малоризикового активу, золота, децю несподівано знизилася за тиждень на 2%. Утім, спостерігачі це пов'язують переважно з тим, що золото як товар не підпало під оподаткування «рівноцінними» митами.

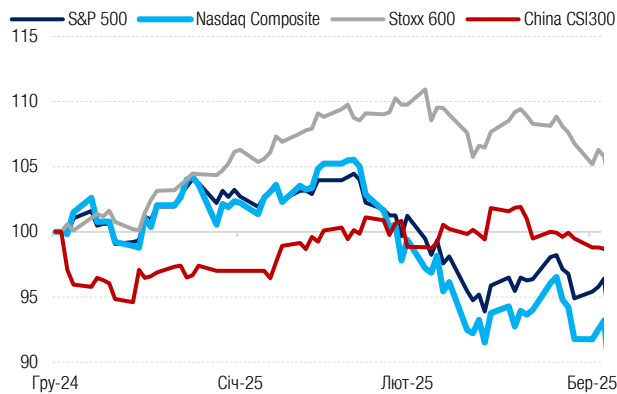
Ринки сировини загалом відреагували на «День визволення» переважно негативно, особливо в сегментах кольорових металів, а також нафти й газу. Додаткового потужного удару по цінах на нафту було нанесено з боку ОПЕК+, яка вирішила збільшити обсяги видобутку, починаючи з квітня, значно вище за свої попередні плани.

Погляд ICU: Масштаб та розміри «рівноцінних» мит значно перевершили очікування ринків, що й призвело до потужних розпродажів ризикових активів. Рішення адміністрації Трампа значно підвищує ризики рецесії і в будь-якому випадку призведе до значного сповільнення економічного зростання. При цьому непрозорість і хаотичність усього процесу підвищення мит посилюють невизначеність, яка завдає не меншої шкоди, ніж саме підвищення мит. Значної шкоди також завдадуть контрзаходи торгових партнерів США

у відповідь, і це може викликати ще різкіші дії адміністрації Трампа. У цілому ж руйнування міжнародних зв'язків може привести до суттєвого уповільнення світової економіки.

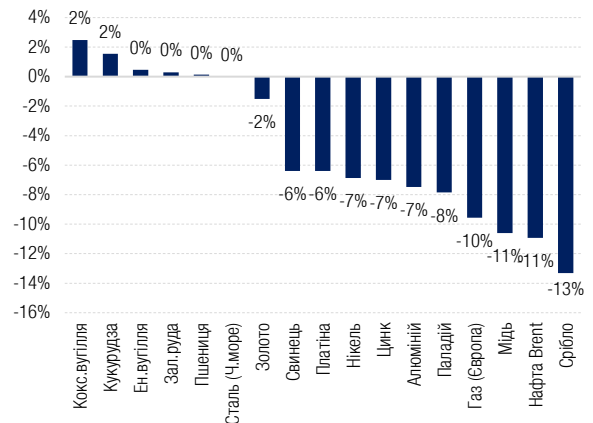
Для України ж переважним негативним наслідком глобальної торговельної війни можуть стати менші можливості в отриманні фінансової допомоги від послаблених партнерів. Крім того, український експорт пригнічуватимуть нижчі світові ціни на сировину, перш за все продукцію гірничо-металургійного комплексу. Водночас також знижуватимуться ціни на нафту та природний газ, що полегшить імпортерне навантаження. Додаткові можливості можуть відкритися для українських експортерів агропродукції, у разі якщо ЄС та інші країни створять значні бар'єри для американських агрокомпаній.

Графік 1. Ключові світові фондові індекси, 31/12/24=100



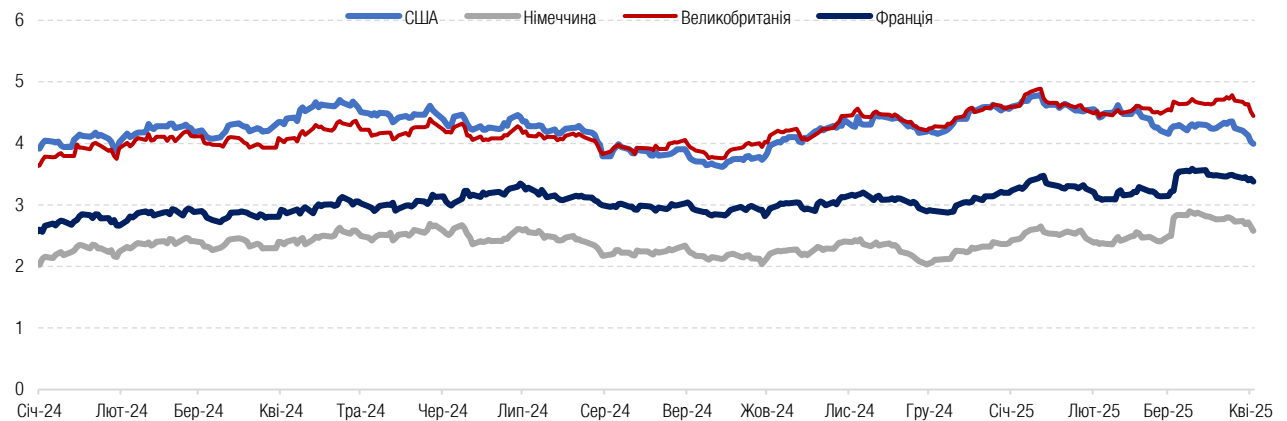
Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 2. Тижнева динаміка ключових цін на сировину, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 3. Дохідності 10-річних державних облигацій, %



Джерело: Bloomberg

Ринки державних облигацій

Мінфін змінює пропозицію ОВДП

Міністерство фінансів модифікувало структуру пропозиції ОВДП минулого тижня, запропонувавши банкам нові резервні облигації та замінивши дворічний випуск військових облигацій звичайними дворічними паперами.

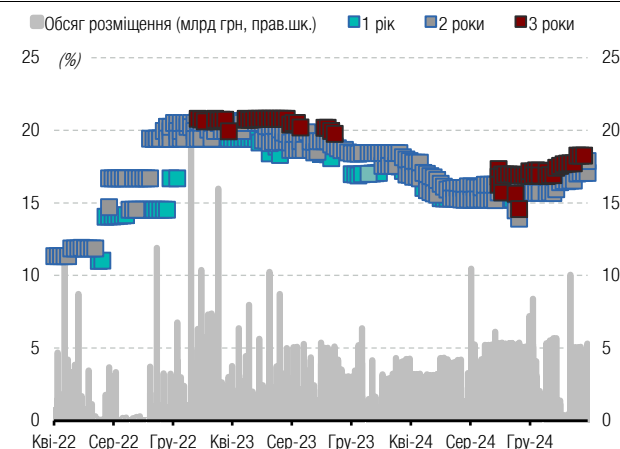
На первинному аукціоні Мінфін пропонував три випуски облигацій: 15-місячні військові ОВДП, що міністерство розміщує ще з січня, дворічні звичайні облигації, які розміщувалися лише раз у лютому, а також новий випуск резервних облигацій. Військові та звичайні ОВДП отримали відносно невеликий обсяг заявок і принесли бюджету лише 2 млрд грн. Водночас перепідписка на новий випуск резервних облигацій очікувано була значною. Загальний обсяг заявок перевищував пропозицію всемоє, а ставки за ними знизилися ще більше порівняно з попереднім аукціоном – максимальна до 15.5%, а середньозважена – до 15.01%. Більше деталей в [огляді аукціону](#).

Минулого тижня Мінфін погасив резервні облигації, тож зменшився лише портфель банків, тоді як портфель фізичних осіб зріс на 3.2% до 88.1 млрд грн, нового рекордного обсягу. Наступні великі погашення відбуватимуться вже наприкінці місяця в сумі \$281 млн та 20 млрд грн.

Погляд ICU: Минулого тижня погашалися резервні ОВДП, які переважно були у власності банків і використовувалися для покриття частини обов'язкових резервів. Тож отримані кошти власники облигацій прагнули спрямувати на придбання саме нового випуску трирічних облигацій, який НБУ вже незабаром може додати до переліку резервних. Найближчими тижнями цей випуск і надалі отримуватиме найбільший обсяг заявок із значною конкуренцією, тож дохідність може знижуватися далі. Водночас військові та звичайні облигації збиратимуть невеликий попит, а змін у дохідностях не очікується. З огляду на це рівень ролверу залишатиметься нижче 100% і у квітні, особливо з урахуванням великих погашень наприкінці місяця, які міністерство не встигне рефінансувати.

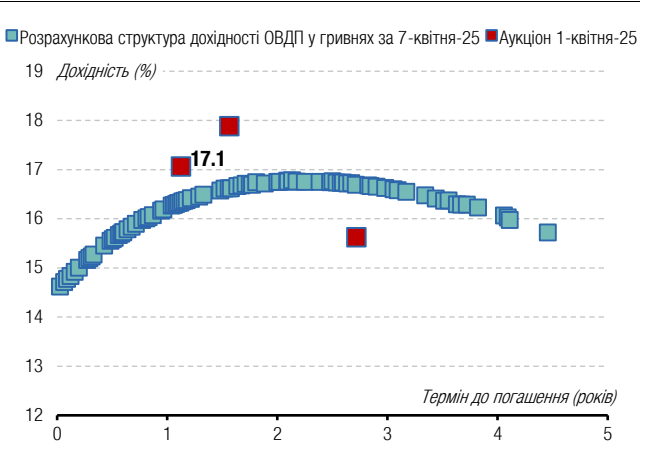
Графік 4. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

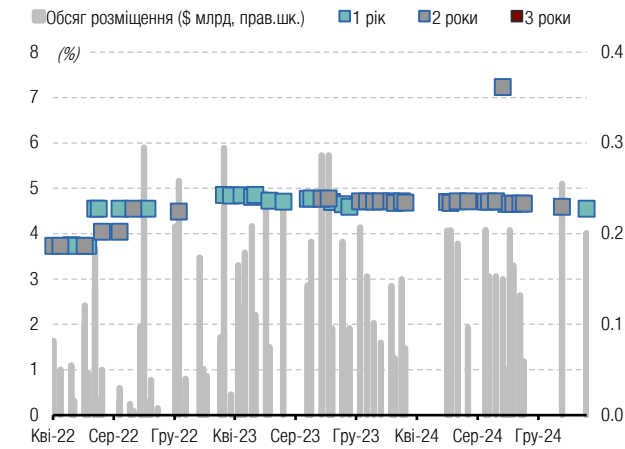
Розрахункова крива дохідності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

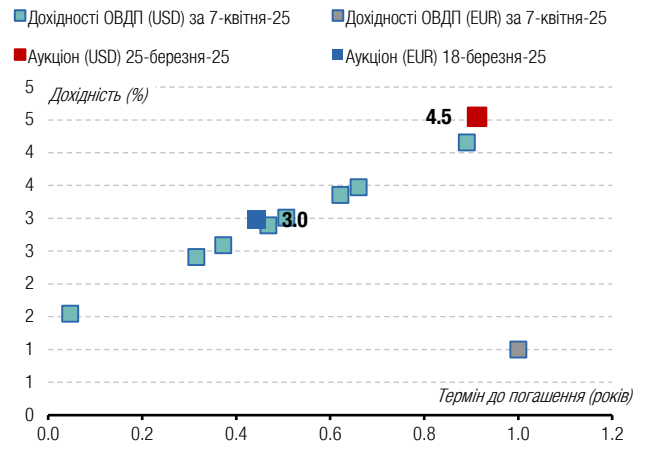
Графік 5. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

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



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

Власники єврооблігацій зберігають песимізм

Українські єврооблігації продовжували дешевшати минулого тижня, майже повністю повернувшись до рівня перед минулорічними виборами у США.

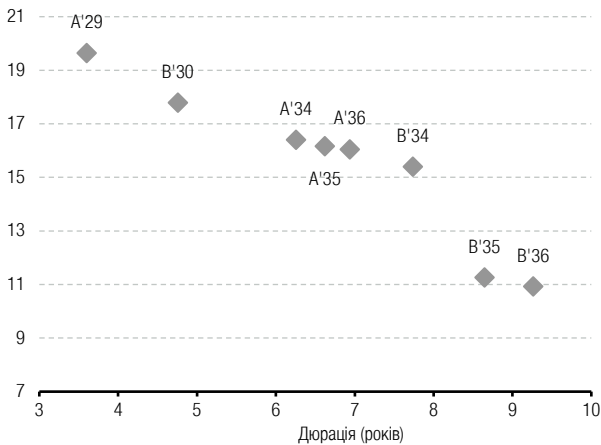
Минулого тижня новини щодо України та переговорів про припинення вогню були майже відсутні. Увага світу була зосереджена на змінах митної політики США. На цьому тлі різко зменшився апетит інвесторів до інвестицій у боргові інструменти країн, що розвиваються, – індекс облігацій країн, що розвиваються, за минулий тиждень знизився ще на 1%. Крім того, минулого тижня було оприлюднено статистику зростання ВВП України за 2024 рік, яке виявилось нижчим за очікування. Нова статистика засвідчила, що шанси на додаткову винагороду власникам єврооблігацій серії В у разі досягнення ВВП порогового значення у 2028 році різко зменшилися. Тож власники цих облігацій мали додаткові підстави для песимізму.

На цьому тлі вартість українських паперів знизилася в середньому майже на 10% за підсумками минулого тижня. Найбільше, 14-15%, втратили єврооблігації серії В з погашенням у 2035-36 роках, а єврооблігації серії В з погашенням у 2034 році коштують уже дешевше, ніж на початку листопада минулого року перед виборами у США. Ціна ВВП-варантів знизилася одразу на 10.5% до 67 центів за долар умовного номіналу.

Погляд ICU: Настрої власників єврооблігацій погіршуються через усе більший скептицизм із приводу швидкого завершення війни. Додаткового негативу додає погіршення оцінок зростання ВВП, яке зменшує ймовірність додаткового випуску облігацій серії В з погашенням у 2035-36 роках, оскільки у 2028 році показники ВВП можуть не досягнути порогових показників, визначених умовами випуску облігацій. Власники варантів залишаються стурбованими відсутністю фіналізованої пропозиції з реструктуризації попри достатньо близькі дедлайни. Хоча майже всі єврооблігації коштують ще дорожче, ніж перед виборами у США, ця різниця вже не значна, і за збереження негативних настроїв вже цього тижня єврооблігації можуть втратити всі здобутки, що виникли на очікуваннях швидкого завершення війни новим президентом США.

Графік 6. Дохідності та ціни українських єврооблігацій

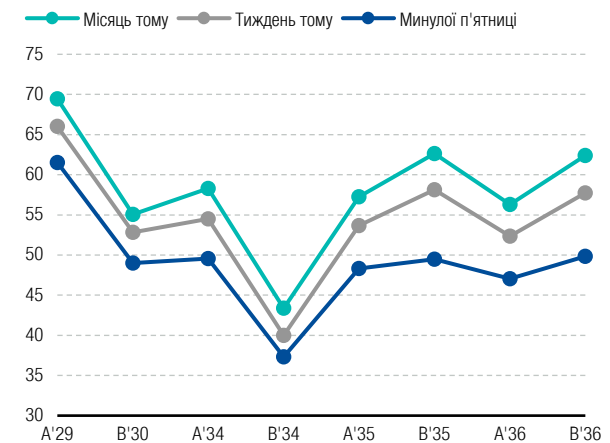
Дохідності нових єврооблігацій, %



Нотатки: А – Step Up Bond серії А, В – Step Up Bond серії В. Власники єврооблігацій серії В з погашенням у 2035-36 роках можуть отримати додатковий обсяг паперів у 2030 році.

Джерело: Bloomberg, ICU.

Ціни нових єврооблігацій



Джерело: Bloomberg, ICU.

Валютний ринок

НБУ посилює гривню до нового рекорду

НБУ встановив на сьогодні офіційний курс гривні на рівні 41.19 грн/\$, що є цьогорічним рекордом, та зменшив інтервенції до мінімуму від початку року.

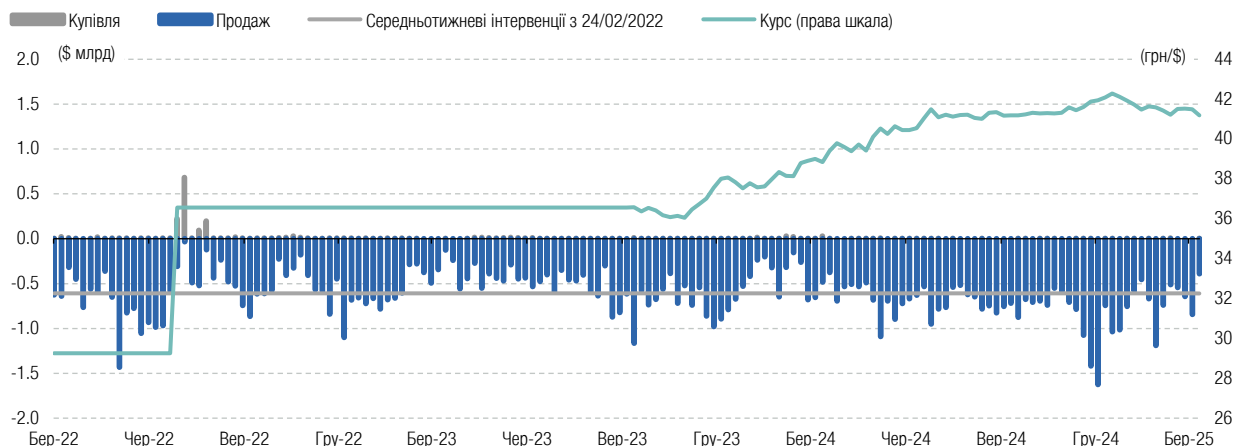
Минулого тижня дефіцит валюти на міжбанківському ринку суттєво скоротився завдяки збільшенню продажу валюти на 6% та зменшенню її купівлі на 18%. Тож чиста купівля валюти зменшилася на 65% до \$169 млн. Водночас у роздрібному сегменті чиста купівля валюти зросла на 64% до \$124 млн. У підсумку загальний дефіцит валюти зменшився майже удвічі до \$293 млн, що є мінімумом за чотири календарні місяці.

За таких умов НБУ зменшив інтервенції удвічі до \$392 млн – цьогорічного мінімуму та найменшого обсягу з минулого квітня. Національний банк посилив курс гривні до долара США до майже піврічного максимуму, 41.19 грн/\$, однак через значне ослаблення долара до інших валют послабив офіційний курс гривні до євро – його вартість зросла до нового максимуму - 45.55-45.85 грн/євро.

Погляд ICU: Зменшення інтервенцій та посилення курсу гривні до долара США може бути наслідком звичайного ситуативного збігу збільшення пропозиції та зменшення попиту на валюту на міжбанківському ринку. Зростання чистої купівлі валюти в роздрібному сегменті не мало значного впливу на загальний дефіцит валюти і, відповідно, на інтервенції НБУ. За таких умов НБУ продовжує відкладати перехід до поступового ослаблення курсу гривні, демонструючи тривалу курсову стабільність. Зростання планових обсягів міжнародної фінансової допомоги у 2025 році може означати, що НБУ ще тривалий час утримуватиме курс гривні до долара на високому рівні, продаючи на ринку нові надходження зовнішніх кредитів.

Графік 7. Показники міжбанківського валютного ринку, історія за останні три роки

Офіційний обмінний курс гривня/долар США та обсяги інтервенцій НБУ за кожен тиждень і середньотижневі від початку повномасштабної війни.



Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Макроекономіка

Економіка різко сповільнилась у 2024 році

Реальний ВВП України зріс лише на 2.9% протягом 2024 року, що значно нижче від очікувань ринку та наших прогнозів. Особливо розчарувала статистика за 4кв, коли ВВП скоротився на 0.1% р/р.

У 2024 році реальний ВВП склав 77.4% рівня, зафіксованого у 2021 році – останньому повному календарному році до початку повномасштабної війни. Укрстат оцінив номінальний ВВП на рівні 7 659 млрд грн (+16% р/р), або \$191 млрд (+5% р/р) за офіційним середньорічним курсом.

Єдиною складовою попиту, що мала значний позитивний внесок в економічне зростання, було приватне споживання домогосподарств, що зросло на 6.8% (хоча темпи й сповільнилися до 4.2% у 4кв). Це стало можливим завдяки стрімкому зростанню заробітних плат у приватному секторі. Валове нагромадження основного капіталу також мало позитивний, проте значно менш помітний внесок до економічного зростання. Водночас внесок державного споживання та чистого експорту до ВВП був від'ємним. За виробничими секторами скорочення виробництва у сільському господарстві на 7.3% мало найбільш негативний вплив на економіку. Дещо несподівано спостерігалось скорочення доданої вартості й у торгівлі, попри значне зростання приватного споживання. Також знизилися обсяги виробництва в постачанні електроенергії через руйнування інфраструктури внаслідок російських обстрілів. Виробництво в усіх інших секторах зросло минулого року.

Дані за 2024 рік свідчать, що економіка залишалася вкрай залежною від видатків державного сектору: його частка в споживанні складала 38% – це значно вище, ніж 18% у 2021 році. У розрізі секторів державне управління (в т.ч. оборона) мало частку 20%, що значно вище, ніж 6% у 2021 році.

Погляд ICU: Економічне зростання у 2024 році було значно послаблено різким падінням урожаю (що вплинуло як на сільське господарство, так і на харчову промисловість), а також зниженням державного споживання у зв'язку зі скороченням дефіциту державного бюджету до 24% ВВП порівняно з 27% роком раніше. Виробництво в сільському господарстві має значно зрости цього року, якщо не повторяться несприятливі погодні умови, проте

скорочення державних видатків (відносно ВВП) буде й надалі стримувати відновлення економіки. Ми вважаємо, що наш попередній прогноз зростання ВВП у 2025 році на 3.4% є дещо оптимістичний, тож ми понижуємо його до 3.0%. Ми також не очікуємо значного прискорення темпів відновлення економіки й наступного року, якщо не відбудеться різкого покращення безпекової ситуації. З огляду на це, ми вважаємо, що дуже малоімовірним є збільшення номіналу єврооблігацій серії В, оскільки реальний ВВП навряд чи перетне у 2028 році порогове значення, зафіксоване в умовах емісії паперів.

Таблиця 1. ВВП України за складовими виробництва

Державне управління, в т.ч. оборона, залишається найбільшим сектором економіки

Сектор	Реальна зміна р/р			Частка в номінальному ВВП			
	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Сільське господарство	-25.2%	11.1%	-7.3%	10.9%	8.6%	7.6%	7.1%
Добувна промисловість	-33.2%	-0.6%	3.6%	6.4%	4.4%	4.3%	4.0%
Обробна промисловість	-42.2%	14.9%	6.0%	10.3%	7.6%	8.3%	8.4%
Постачання електроенергії	-32.5%	-0.9%	-2.7%	3.3%	4.4%	4.7%	4.7%
Будівництво	-66.9%	27.1%	16.2%	2.8%	1.3%	1.6%	1.7%
Торгівля	-32.2%	8.4%	-4.1%	13.6%	12.3%	13.1%	11.8%
Транспорт	-40.5%	7.7%	11.4%	5.4%	4.3%	4.4%	4.6%
Зв'язок та ІТ	-26.0%	14.2%	8.3%	4.7%	3.9%	4.0%	4.0%
Фінансові послуги	-11.2%	-2.0%	27.4%	3.0%	3.0%	2.5%	3.0%
Операції з нерухомим майном	-38.8%	14.1%	5.2%	5.8%	4.5%	4.8%	5.3%
Професійна та наукова діяльність	-46.2%	1.3%	3.3%	2.9%	1.9%	2.0%	2.0%
Державне управління (в т.ч. оборона)	38.2%	-1.2%	2.4%	6.2%	21.7%	21.4%	20.4%
Освіта	-8.2%	-7.0%	10.8%	4.3%	4.3%	3.3%	3.6%
Охорона здоров'я	-13.3%	5.4%	4.3%	2.5%	2.9%	2.7%	2.7%
Інші	нд	нд	нд	3.9%	3.2%	3.3%	3.4%
Податки - субсидії	нд	нд	нд	14.1%	11.7%	12.1%	13.2%

Джерело: Укрстат, ICU

Таблиця 2. ВВП України за складовими споживання

Споживання домогосподарств підтримало відновлення ВВП

Складова ВВП	Реальна зміна р/р			Частка в номінальному ВВП*			
	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Споживання домогосподарств	-28.7%	4.3%	6.8%	68.2%	62.7%	59.1%	60.6%
Державне споживання	31.4%	9.2%	-4.5%	17.7%	39.8%	41.9%	37.9%
Валове нагромадження капіталу	-33.9%	65.9%	3.5%	13.2%	11.9%	19.9%	18.9%
Експорт	-42.0%	-5.9%	10.3%	40.7%	35.4%	28.3%	29.4%
Імпорт	-17.4%	8.9%	7.7%	42.0%	52.0%	49.2%	48.3%

* сума часток не становить 100% через інші дрібні невідображені складові

Джерело: Укрстат, 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.kotovyich@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.

