

Фінансовий тижневик

Інфляція різко зросла в березні

Стислий виклад коментарів

ПОНЕДІЛОК, 14 КВІТНЯ 2025

Огляд міжнародних ринків

Трамп пом'якшує митний режим і провокує ралі акцій

Президент США відтермінував уведення вищих за 10% мит і звільнив від мит обширний перелік електроніки, що викликало стрибок котирувань акцій. Водночас ринки облигацій продовжили падіння.

Ринки державних облигацій

Мінфін обмінює резервні ОВДП

Попит на резервні облигації залишається значним, тож цього тижня Міністерство проведе аукціон з обміну резервних облигацій із погашенням у травні, а на звичайному аукціоні запропонує нові трирічні папери.

Надії на швидке припинення війни розтанули

Ціни українських єврооблигацій знизилися нижче рівня перед минулорічними виборами в США, втративши всі здобутки, породжені надіями на швидке припинення війни.

Валютний ринок

Спред між долларом та євро зростає

Минулий тиждень завершився ослабленням курсу долара США відносно євро до майже 1.14, що вплинуло й на український валютний ринок. НБУ ослабив минулого тижня гривню до долара США та євро, збільшивши спред між ними.

Макроекономіка

Резерви НБУ зросли у березні на 6%

Завдяки міжнародній допомозі, валові резерви НБУ зросли на 5.6% в березні (проте зменшилися на 3.2% в 1кв25) до \$42.4 млрд.

Інфляція різко зросла в березні

Споживчі ціни зросли в березні на 1.5% відносно лютого та на 14.6% відносно березня попереднього року. Ми очікуємо суттєвого сповільнення місячної інфляції вже у квітні, а зниження річних показників із червня.

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 11 квітня 2025)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	15.50	+0бр	+100бр
Ставка О/Н ² (міжбанк)	15.50	+0бр	+100бр
Корражунки банків ³ (млн грн)	354,732	+49.8	+55.0
Деп.сертифікати ⁴ (млн грн)	424,768	-19.1	-19.7

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 11 квітня 2025¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	676,622	+0.0	-0.6
Банки	845,553	+0.1	+23.4
Резиденти ³	196,324	+1.4	+24.6
Фіз.особи ⁴	91,303	+5.6	+52.8
Нерезиденти ⁵	20,103	-2.2	-52.6
Всього	1,830,328	+0.4	+12.5

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 11 квітня 2025)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	41.3550	+0.4	+5.3
EUR/USD	1.1355	+3.6	+5.9
Індекс долара ²	100.102	-2.8	-4.9

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

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Середньоринкові котирування ОВДП (за 14 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

Трамп пом'якшує митний режим і провокує ралі акцій

Президент США відтермінував уведення вищих за 10% мит і звільнив від мит обширний перелік електроніки, що викликало стрибок котировань акцій. Водночас ринки облігацій продовжили падіння.

Спочатку своїм розпорядженням Трамп відклав введення вищих за 10% мит на 90 днів. Водночас продовжують діяти так звані «базові» мита, які були підвищені до ставки 10% для всіх країн, а також продовжують діяти мита, підвищені до 25% на окремі товари, такі як автомобілі, сталь та алюміній. Того ж дня американські акції стрибнули у вартості найбільше з 2008 р. Ключові фондові індекси США S&P 500 і Nasdaq 100 завершили тиждень зростанням на 5.7% і 7.4% відповідно.

Вже після закриття ринків у п'ятницю Трамп своїм розпорядженням скасовує мита на обладнання з виробництва мікросхем, напівпровідники, смартфони, комп'ютери та інші споживчі електронні прилади, у тому числі походженням з Китаю. Утім уже в неділю, від Трампа і представників його адміністрації мита надійшли сигнали, що мита на всі ці товари можуть бути повернені протягом одного-двох місяців в рамках більш комплексного заходу щодо товарів які містять напівпровідники.

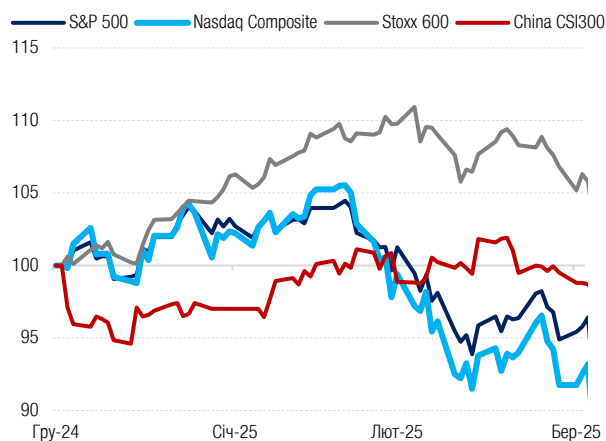
Суттєве пом'якшення позицій Трампа не викликало оптимізму на ринках облігацій. Падіння вартості американських казначейських облігацій тривало цілий тиждень, і за його підсумками дохідності десятирічних паперів підскочили на 50 б.п. до 4.49%. Услід продовжував зниження індекс вартості єврооблігацій країн, що розвиваються, EMBIV – за тиждень він втратив 2.9%. Водночас дохідності суверенних облігацій Німеччини (2.57%) й Франції (3.35%) за тиждень майже не змінились.

Також не було однозначної позитивної реакції на ринках сировини. Знову в лідерах зростання опинились ціни на дорогоцінні метали на тлі втечі коштів у малоризикові активи, а ціни на золото (+7% за тиждень) перетнули нову рекордну позначку \$3200 за унцію. Ціни на нафту (-1%) продовжили зниження через побоювання слабшої світової економіки. Найбільше ж впали ціни на залізну руду (-6%) через усе більший песимізм щодо попиту на сталь у Китаї.

Погляд ICU: Ринки акцій сприйняли кроки Трампа з деескалації торговельної війни як важливі позитивні сигнали. Перш за все, на думку інвесторів, зменшується ймовірність, що адміністрація повернеться до надзвичайно різких рухів. Крім того, ринки пересвідчилися, що Трамп усе ж таки реагує на їхній тиск.

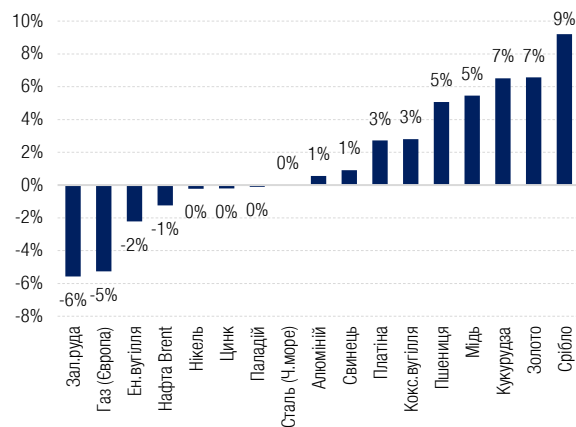
Утім, загальна жорстка протекціоністська політика нової адміністрації США залишається незмінною, а середня ставка імпорتنних мит США, незважаючи на пом'якшення минулого тижня, перевищує 20% у порівнянні з 2.3% на початку року. Це посилює страхи значного послаблення економіки США та світу, а також погіршує інфляційні очікування. Крім того, непередбачувані дії команди Трампа завдали серйозного удару по репутації американських цінних паперів як малоризикових активів і змушують інвесторів шукати альтернативи в сегменті дорогоцінних металів, а також фінансових активах інших розвинених країн.

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



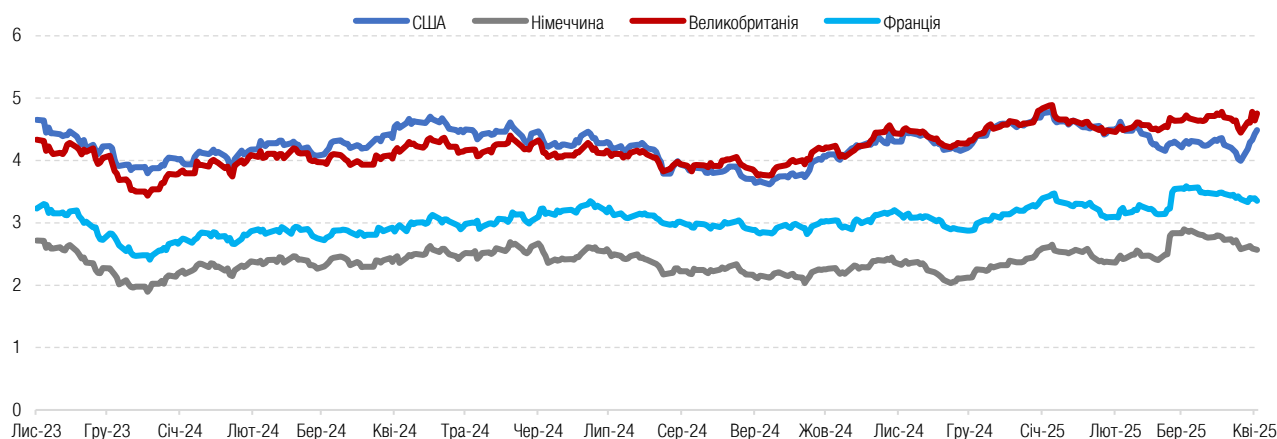
Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 2. Тижнева динаміка ключових цін на сировину, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 3. Дохідність десятирічних суверенних облігацій, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

Ринки державних облігацій

Мінфін обмінює резервні ОВДП

Попит на резервні облігації залишається значним, тож цього тижня Міністерство проведе аукціон з обміну резервних облігацій із погашенням у травні, а на звичайному аукціоні запропонує нові трирічні папери.

Минулого тижня Мінфін розмістив 15-місячні військові та дворічні звичайні гривневі ОВДП на 2.5 млрд грн без змін у ставках. Водночас за резервними паперами дохідності продовжували знижуватися, адже обсяг заявок у п'ятеро перевищував пропозицію. Наразі середньозважена ставка за резервними облігаціями знизилася до 14.81%, що лише на 22 б.п. вище, ніж за подібним інструментом у грудні минулого року, тобто до підвищення Нацбанком облікової ставки. Більше деталей в [огляді аукціону](#).

Цього ж тижня Мінфін припинив розміщувати резервні облігації на звичайному аукціоні, але запропонував новий трирічний випуск гривневих паперів. Наразі не відомо, чи стане він резервним. До того ж залишається пропозиція 15-місячних та дворічних паперів, як і в попередні два тижні. Водночас дорозміщувати резервний випуск облігацій міністерство вирішило через аукціон з обміну облігацій. Це буде другий такий аукціон, і

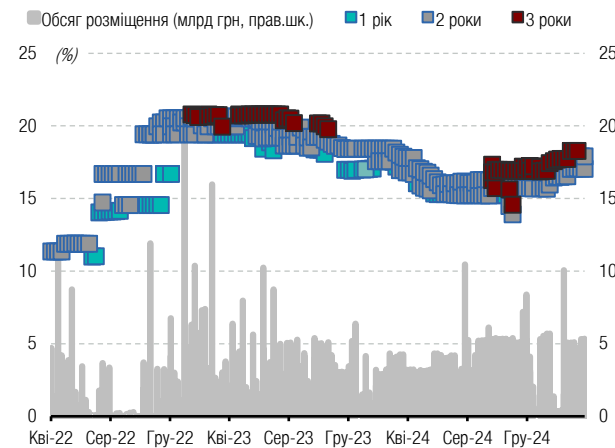
на ньому буде запропоновано обміняти резервні папери з погашенням 21 травня на облигації з погашенням у жовтні 2028 року.

Портфель фізичних осіб продовжив зростати та встановлювати нові рекорди. За підсумками минулого тижня він зріс на 4% до 91.6 млрд грн. Частка гривневих ОВДП у портфелі з початку року зросла майже на відсотковий пункт і досягла 51.3%.

Погляд ICU: Міністерство фінансів вирішило продовжити практику проведення обмінів облигацій і цього разу провести такий аукціон за місяць до погашення. Банкам така пропозиція буде цікавою, адже вони зможуть заздалегідь замінити резервні облигації у своїх портфелях та, ймовірно, менше конкурувати на аукціонах у травні. Водночас це не дозволить їм замінити в портфелях резервні облигації, які погасилися два тижні тому. Більшість груп інвесторів продовжили збільшувати свої портфелі ОВДП, окрім нерезидентів. Лідером серед них залишаються фізичні особи, які мають найбільший темп приросту інвестицій в ОВДП.

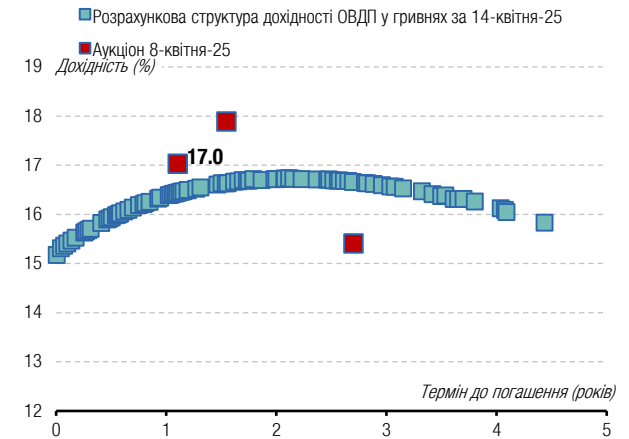
Графік 4. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

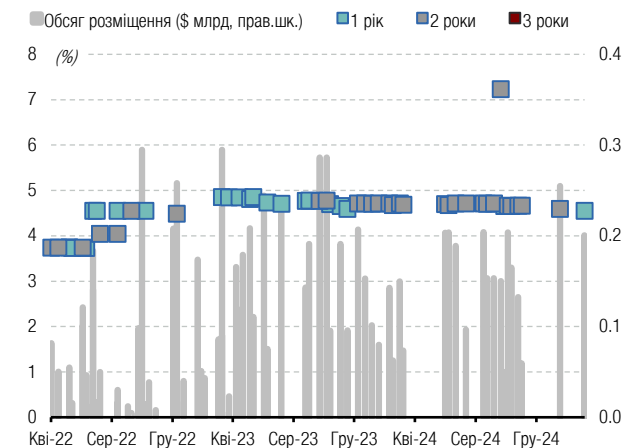
Розрахункова крива доходності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

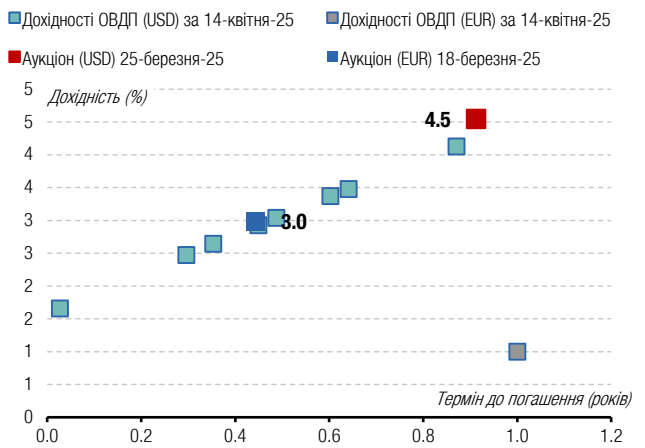
Графік 5. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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.

Надії на швидке припинення війни розтанули

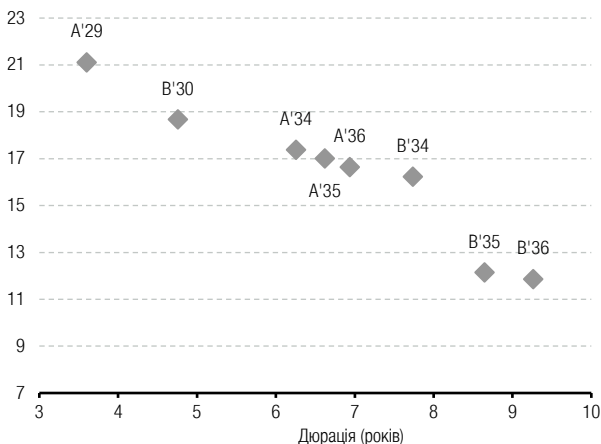
Ціни українських єврооблігацій знизилися нижче рівня перед минулорічними виборами в США, втративши всі здобутки, породжені надіями на швидке припинення війни.

Вартість українських паперів знизилася за минулий тиждень у середньому на 5%. Найбільше, біля 7%, втратили єврооблігації серії В з погашенням у 2035-36 роках. Минулої п'ятниці всі єврооблігації вже коштували в середньому на 3% менше, ніж у переддень голосування за майбутнього Президента США у листопаді минулого року. Ціна ВВП-варантів знизилася на 7% до 62 центів за долар умовного номіналу. Індекс облігацій країн, що розвиваються, знизився минулого тижня на 2.9%.

Погляд ICU: Жодного прогресу в переговорах про припинення вогню минулого тижня не було досягнуто, тож українські єврооблігації перебували в загальному тренді країн, які розвиваються. Тарифні війни негативно впливали на настрої інвесторів, які продовжили шукати тихі гавані для своїх коштів, продаючи борги менш стабільних країн. Песимістичний тренд прискорив зниження цін українських паперів, і всі здобутки, отримані на очікуваннях швидкого завершення війни новим президентом США, було втрачено. Власники варантів залишаються стурбованими відсутністю фіналізованої пропозиції з реструктуризації, попри все ближчі дедлайни. Загалом росія очевидно затягує переговори, не бажаючи знижувати інтенсивність бойових дій. Змінити ситуацію може лише погроза додаткових санкцій проти росії з боку США.

Графік 6. Дохідності та ціни українських єврооблігацій

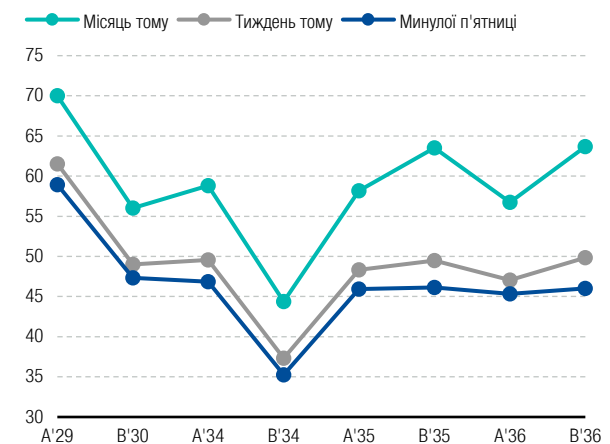
Дохідності нових єврооблігацій, %



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

Спред між долларом та євро зростає

Минулий тиждень завершився ослабленням курсу долара США відносно євро до майже 1.14, що вплинуло й на український валютний ринок. НБУ ослабив минулого тижня гривню до долара США та євро, збільшивши спред між ними.

Обсяг продажу валюти на міжбанківському ринку впав на 12%, а обсяг купівлі зменшилася лише на 1% (без урахування торгів у п'ятницю). Тож чиста купівля валюти

зросла на 63% до \$275 млн. У роздрібному сегменті чиста купівля впала на 36% до \$80 млн. Відповідно загальний дефіцит валюти на ринку зріс на 21% до \$356 млн.

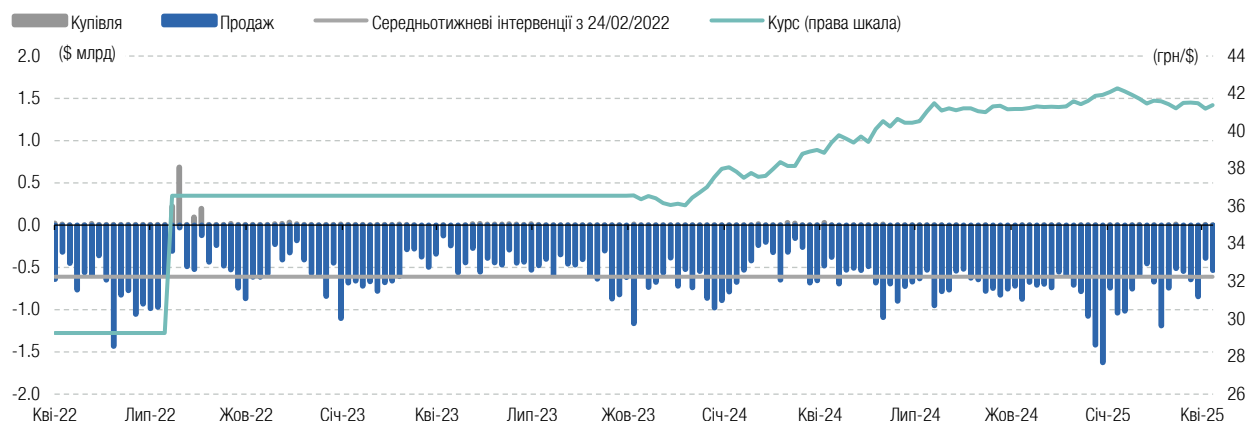
НБУ минулого тижня збільшив інтервенції на 37% до \$536 млн, особливо наприкінці тижня.

Окрім того, Національний банк послабив курс гривні до долара США на 0.5% до 41.39 грн/\$ і через зростання вартості євро відносно долара послабив офіційний курс гривні до євро на 3% до чергового максимуму - 46.92 грн/євро.

Погляд ICU: Зменшення продажу валюти, ймовірно, пов'язане з небажанням експортерів продавати виручку через підвищену турбулентність на світових фінансових ринках. Минулотижнєве ослаблення курсу гривні до долара США не значне і лише свідчить про повернення до більш звичних рівнів після істотного укріплення на початку квітня. Наразі гривня залишається на 1.5% міцнішою, ніж на початку року. Незначне ослаблення навряд чи свідчить про перехід НБУ до поступового ослаблення курсу гривні. Водночас НБУ не залишається нічого іншого, як ослаблювати гривню відносно євро, реагуючи на світові тенденції, і збільшувати різницю у вартості цих валют для українського ринку.

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

Резерви НБУ зросли у березні на 6%

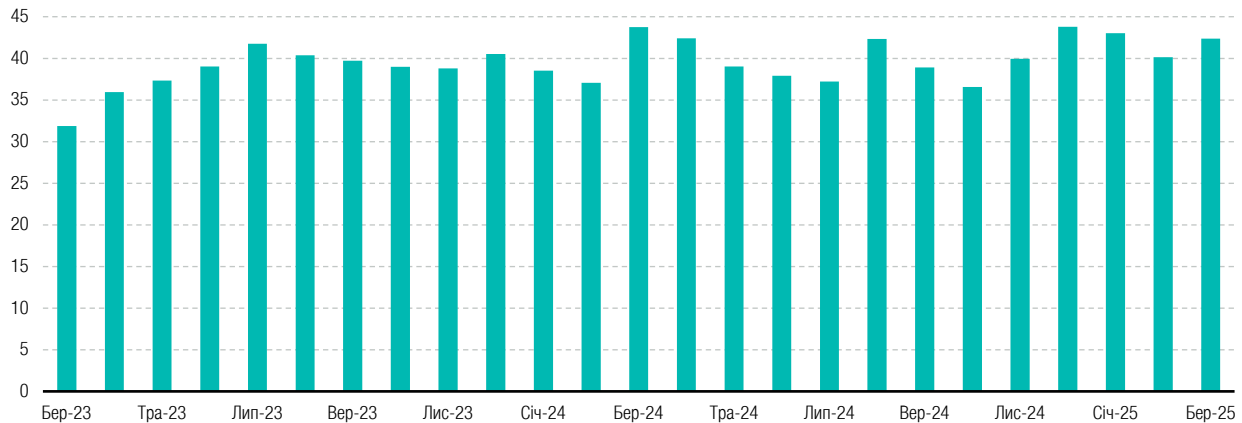
Завдяки міжнародній допомозі, валові резерви НБУ зросли на 5.6% в березні (проте зменшилися на 3.2% в 1кв25) до \$42.4 млрд.

Припливи міжнародної фінансової допомоги відновилися в березні після невеликої паузи протягом лютого та включали \$5.2 млрд кредиту в рамках ERA (допомога, що повертатиметься за рахунок доходів від знерухомлених російських активів) та \$0.4 млрд кредиту від МВФ. НБУ також повідомив, що кошти за кредитом обсягом \$1.0 млрд в рамках ERA від Великобританії не було включено до складу резервів через обмежене цільове призначення цих коштів (імовірно, на закупівлю зброї). Водночас НБУ витратив близько \$2.6 млрд на інтервенції, щоб забезпечити стабільність валютного ринку. Окрім того, частину резервів було використано на обслуговування та повернення зовнішніх боргів, зокрема виплачено \$0.7 млрд МВФ.

Погляд ICU: Резерви НБУ залишаються на комфортному рівні та є достатніми для того, щоб НБУ без обмежень міг проводити інтервенції на валютному ринку та забезпечувати курсову стабільність. Збільшення пакету міжнародної допомоги Україні на \$15 млрд та її більш швидке надходження (що було розкрито в оновленому меморандумі МВФ) означають, що резерви НБУ наприкінці 2025 року можуть перевищити \$55 млрд, тож НБУ може вирішити не послаблювати гривню значно найближчим часом.

Графік 8. Валові резерви НБУ, \$ млрд

Резерви НБУ зросли на 6% у березні



Джерело: НБУ, ICU.

Інфляція різко зросла в березні

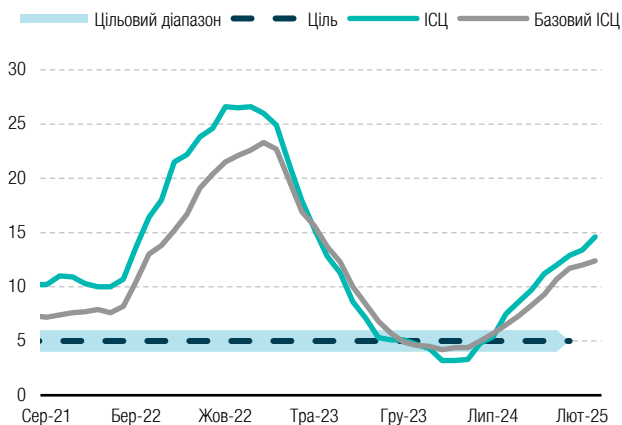
Споживчі ціни зросли в березні на 1.5% відносно лютого та на 14.6% відносно березня попереднього року. Ми очікуємо суттєвого сповільнення місячної інфляції вже у квітні, а зниження річних показників із червня.

Дещо неочікувано ціни на продукти харчування та безалкогольні напої різко зросли на 1.7% в березні, а в річному вимірі темпи зростання прискорилися до 17.4% порівняно з 15.2% в лютому. Внесок цін на продукти харчування до місячної інфляції в березні склав близько 0.68 в.п. Сезонне зростання вартості одягу та взуття (+13.3% м/м) мало внесок до загальної місячної інфляції близько 0.5 в.п., у той час як внесок інших складових був значно меншим. Зростання цін у річному вимірі прискорилося на переважну більшість складових споживчого кошика. Помітним винятком були ціни на транспортні послуги через зниження вартості пального.

Погляд ICU: Індекс споживчих цін виявився в березні дещо вищим за наші очікування, проте це не змінює наш погляд на інфляційні тенденції до кінця поточного року. Ми очікуємо, що місячна інфляція різко сповільниться вже у квітні, а річна інфляція буде знижуватися від червня. Основними сприятливими факторами будуть зростання пропозиції агро товарів після її різкого падіння минулого року та певне сповільнення темпів зростання доходів домогосподарств, адже зростання зарплат у державному секторі цього року є мінімальним. Також зниженню інфляції сприятимуть відносно стабільний обмінний курс та зниження світових цін на нафту. Ми прогнозуємо сповільнення інфляції до діапазону 7-8% наприкінці року. Цей прогноз припускає, що уряд не переглядатиме ціни на електроенергію та газ для населення. З огляду на це, ми очікуємо, що НБУ утримуватиме облікову ставку на поточному рівні 15.5% до вересня, а потім до кінця року зробить три кроки з її зниження – кожен на 50 б.п.

Графік 9. ІСЦ, базовий ІСЦ та інфляційні цілі, р/р, %

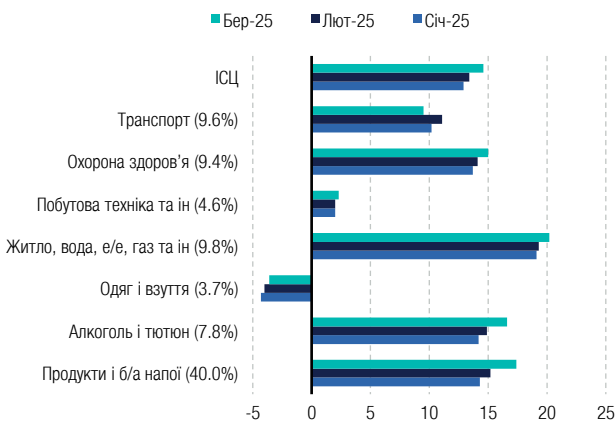
Річна інфляція стрімко прискорилася



Джерело: Укрстат, НБУ, ІСУ.

Графік 10. ІСЦ та його основні компоненти, р/р, %

Ціни на продукти харчування – ключовий чинник інфляції



* числа в дужках показують частку складових у споживчому кошику

Джерело: Укрстат, ІСУ.

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.

