

Фінансовий тижневик

Облікову ставку залишили без змін

Стислий виклад коментарів

ПОНЕДІЛОК, 21 КВІТНЯ 2025

Огляд міжнародних ринків

Ринки не очікують швидкої деескалації торговельних війн

Бурхливе відновлення котирувань акцій минулого короткого передсвяткового тижня зійшло нанівець на тлі досі високої напруженості між США та їхніми ключовими торговельними партнерами, а також стриманості ФРС щодо можливого подальшого зниження ставок.

Ринки державних облигацій

Мінфін провів успішні аукціони ОВДП

Минулого тижня Міністерство фінансів провело два аукціони з розміщення ОВДП: звичайний та з обміну облигацій. Обидва аукціони були цілком успішними.

Угода про надра підігриває оптимізм

Ціни єврооблигацій зросли минулого тижня, коли стало відомо, що Україна та США підпишуть меморандум щодо угоди про корисні копалини.

Валютний ринок

НБУ зменшив інтервенції без ослаблення гривні

Національний банк зменшив інтервенції майже удвічі, зберігаючи курс гривні до долара США незмінним та незначно ослабивши гривню відносно євро.

Макроекономіка

Більша міжнародна допомога додає час для адаптації економіки

Завдяки збільшеній міжнародній допомозі Україна отримала додатковий час для зниження зовнішніх дисбалансів.

Облікову ставку залишили без змін

Регулятор зупинив цикл посилення політики та прогнозує зниження ставки у вересні.

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 18 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)	220,920	-37.7	+0.3
Деп.сертифікати ⁴ (млн грн)	576,200	+35.7	+4.4

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 18 квітня 2025¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	675,022	-0.2	-0.8
Банки	845,387	+0.0	+22.2
Резиденти ³	199,852	+1.8	+25.6
Фіз. особи ⁴	92,365	+1.2	+52.0
Нерезиденти ⁵	20,334	+1.2	-52.2
Всього	1,833,580	+0.2	+12.0

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 18 квітня 2025)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	41.3200	-0.1	+4.4
EUR/USD	1.1393	+0.3	+7.0
Індекс долара ²	99.230	-0.9	-6.5

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

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Середньоринкові котирування ОВДП (за 21 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

Ринки не очікують швидкої деескалації торговельних війн

Бурхливе відновлення котирувань акцій минулого короткого передсвяткового тижня зійшло нанівець на тлі досі високої напруженості між США та їхніми ключовими торговельними партнерами, а також стриманості ФРС щодо можливого подальшого зниження ставок.

Адміністрація Дональда Трампа продовжує вивчати ситуацію в секторах напівпровідників і фармацевтичної продукції в рамках своїх планів можливого підвищення імпортних мит на відповідні товари. Тим часом влада США оприлюднила нові обмеження для експорту мікросхем у Китай. Провідний американський виробник мікросхем Nvidia заявив, що ці заходи коштуватимуть компанії додаткових \$5.5 млрд., і на цих новинах акції компанії обвалились на 7% за торгову сесію. Китайська влада зі свого боку наказала авіакомпаніям країни припинити закупівлі американських літаків Boeing. Представники обох сторін продовжували заявляти про готовність почати перемовини, проте вимагали одне в одного попереднього пом'якшення позицій як першого кроку назустріч.

Інші торгові партнери США намагаються прискорити переговори з метою уникнути високих імпортних мит на свої товари. Зокрема, США і Японія планують розпочати вже другий раунд переговорів цього місяця, щоби досягти остаточної угоди якнайшвидше. Трамп зазначив, що перемовини досягли значного прогресу, хоча й не розкрив конкретних деталей. Він також висловив оптимізм щодо близького полегшення напруженості в стосунках США та ЄС під час зустрічі з прем'єр-міністром Італії Джорджею Мелоні.

Тим часом Світова організація торгівлі погіршила свої прогнози на цей рік, зазначивши, що світові торговельні обсяги знизяться на 0.2%, замість того щоб зрости на 2.8% через введення високих імпортних мит.

Голова ФРС Джером Пауелл минулого тижня зазначив, що ФРС скоріше зачекає на додаткові дані, перш ніж вирішить на користь подальшого зниження ставок. Він також охарактеризував нещодавню волатильність на ринках як логічну реакцію на мінливу митну політику Трампа. Така політика, на його думку, означає вищу інфляцію та повільніше економічне зростання в США. У відповідь Трамп заявив, що Пауеллу вже давно час піти у відставку, тоді як центральному банку необхідно було знизити ставки ще з початку цього року.

ЄЦБ у свою чергу очікувано знизив ставки на 25 б.п. уже всьоме з минулого червня через посилення загроз послаблення європейської економіки на тлі торговельних конфліктів. У своєму офіційному пресрелізі регулятор зазначив, що висока невизначеність, імовірно, погіршить настрої бізнесу й споживачів, а негативна реакція ринків зробить монетарні умови більш жорсткими.

Відтак ринки акцій після сильного початку тижня поновили падіння. У тижневому підсумку ключові фондові індекси США S&P 500 і Nasdaq 100 знизились на 1.5% і 2.3% відповідно. Водночас європейський Stoxx 600 зміг завершити тиждень зі зростанням на 4% завдяки позитивним сигналам Трампа під час зустрічі з Мелоні, а також новинам про можливе полегшення режиму нових 25% мит для автовиробників. Також частково відновили свою вартість суверенні облігації США та ЄС після потужних розпродажів позаминулого тижня: відповідно, дохідності десятирічних казначейських облігацій США

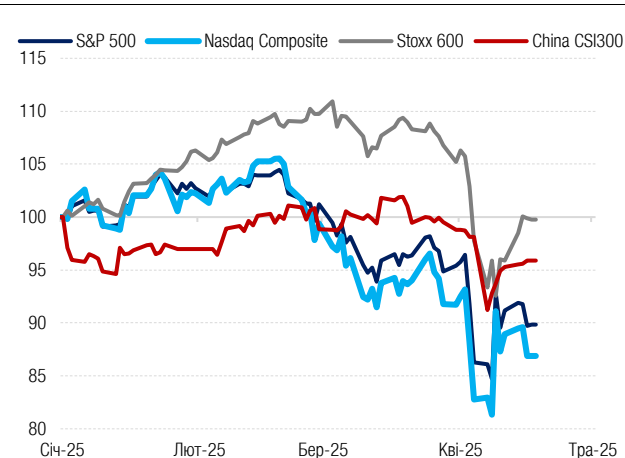
знизились за тиждень на 16 б.п. до 4.32%, а німецьких десятирічних бундів на 10 б.п. до 2.47%.

На ринках сировини минулого тижня продовжився приплив капіталів у золото (+3% до \$3327 за унцію за тиждень) та інші дорогоцінні метали як один із найпопулярніших видів «безпечних гаваней». Також примітним було відновлення цін на нафту (+5% до \$68 за барель марки Brent) на тлі надій на ймовірне владнання митних спорів США з ЄС та Японією, а також чергового посилення санкцій США проти іранської нафти. У лідерах же зростання опинились ціни на природний газ у Європі через підвищений попит і посилення конкуренції з боку азійських покупців, а також збоїв у постачанні газу від таких великих експортерів, як Австралія та Малайзія.

Погляд ICU: Інвестори вже неодноразово пересвідчувалися в непередбачуваності дій президента Трампа, тому наразі слабо реагують на позитивні сигнали Білого дому щодо можливого врегулювання митних питань. До того ж не спадає напруженість у стосунках США з одним із ключових торгових партнерів, Китаєм, чого може бути цілком достатньо для значної шкоди економіці США і світу в цілому.

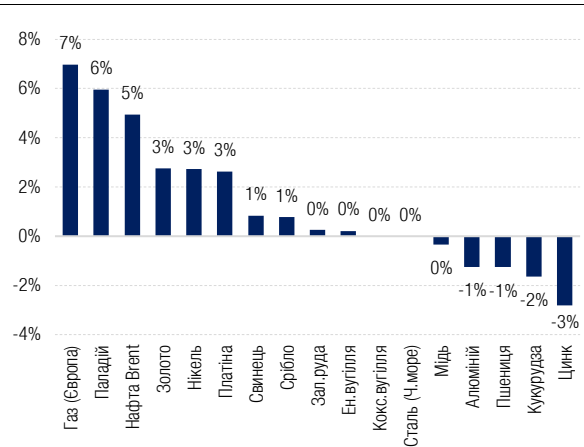
Водночас коментарі голови ФРС стали ще одним потужним негативним сигналом для ринків, хоча вони лише підтвердили побоювання багатьох спостерігачів щодо послаблення американської економіки й прискорення інфляції внаслідок протекціоністської політики адміністрації Трампа. Репутаційні збитки для акцій та інших фінансових активів США посилюються, що також негативно впливає й на привабливість американського долара США.

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



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 2. Тижнева динаміка ключових цін на сировину, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

Ринки державних облігацій

Мінфін провів успішні аукціони ОВДП

Минулого тижня Міністерство фінансів провело два аукціони з розміщення ОВДП: звичайний та з обміну облігацій. Обидва аукціони були цілком успішними.

На звичайному аукціоні з розміщення ОВДП міністерство пропонувало три випуски гривневих облігацій. 14-місячні військові облігації принесли бюджету майже 328 млн грн без змін у ставках. Також не змінилися дохідності за 1.8-річними облігаціями, яких Мінфін розмістив на 1.1 млрд грн, задовольнивши всі заявки. Також міністерство розмістило новий трирічний випуск звичайних ОВДП. Загальний обсяг заявок

перевищував пропозицію, однак міністерство не погодилося на значно вищі ставки за цим випуском, задовольнивши лише заявки зі ставками не вище 17.8%. Навіть за такої ставки Мінфін погодився на премію за більший строк обігу порівняно з 1.8-річними облігаціями на рівні 70 б.п. та на 131 б.п. вище, ніж за паперами з аналогічним терміном обігу, що розміщувалися на початку січня. Більше деталей в [огляді аукціону](#).

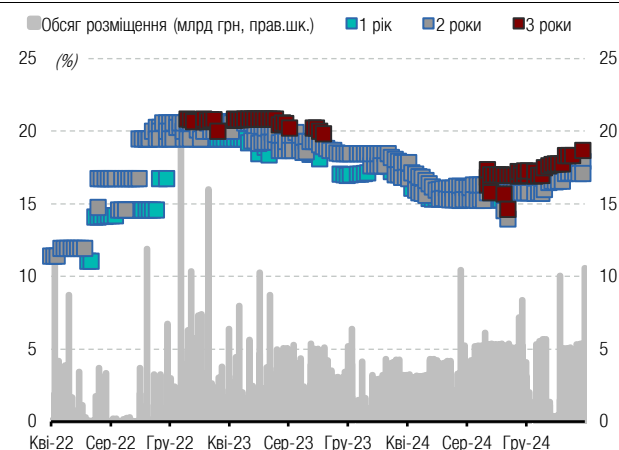
Другий аукціон передбачав обмін резервних облігацій. Міністерство пропонувало банкам придбати нові резервні облігації з погашенням у жовтні 2028 року, розрахувавшись за них резервними облігаціями з погашенням у другій половині травня. Загалом Мінфін пропонував до розміщення 10 млрд грн ОВДП і отримав 22 заявки на 13.4 млрд грн. Міністерство розмістило весь бажаний обсяг паперів, встановивши максимальну задоволену ставку на рівні 15.6%, а середньозважена ставка склала 15.45%. Відповідно ставка відсікання встановлена на 65 б.п., а середньозважена на 64 б.п. вище, ніж при розміщенні цих же облігацій у попередній тиждень. Більше деталей в нашому [огляді](#).

Проведення аукціону з обміну облігацій вплинуло на вторинний ринок. Загальний обсяг угод зріс на 57% до 14.9 млрд грн, і більше половини цього обсягу транзакцій були з резервними облігаціями.

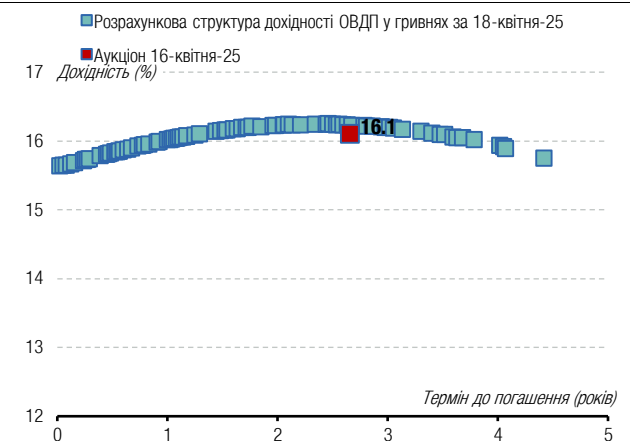
Погляд ICU: Це був другий аукціон з обміну, і, на відміну від дебютного проведеного у лютому, Мінфін розмістив увесь бажаний обсяг нових облігацій. Підвищення ставок було ініційоване учасниками аукціону, які переважно подали заявки з вищими ставками, ніж за тиждень до того. Це може бути обумовлене бажанням банків мати в портфелях резервні облігації зі ставками, вищими від облікової НБУ, а також тим, що це був обмін на перспективу. Розрахунки за підсумком аукціону потребувала додаткових транзакцій як зі старими, так і новими резервними облігаціями, що збільшило обсяг торгів на вторинному ринку. Однак якби банки купували нові резервні ОВДП на звичайному аукціоні, конкуренція могла б бути більшою, і, відповідно, ставки за новими облігаціями могли би бути ще нижчими, ніж минулого вівторка.

Графік 3. 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)

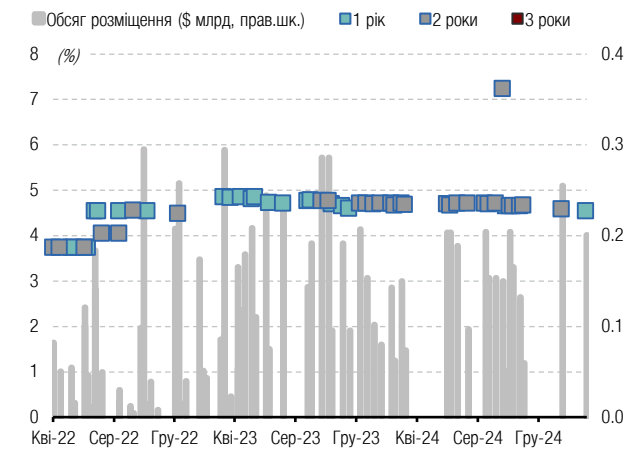


Розрахункова крива доходності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну



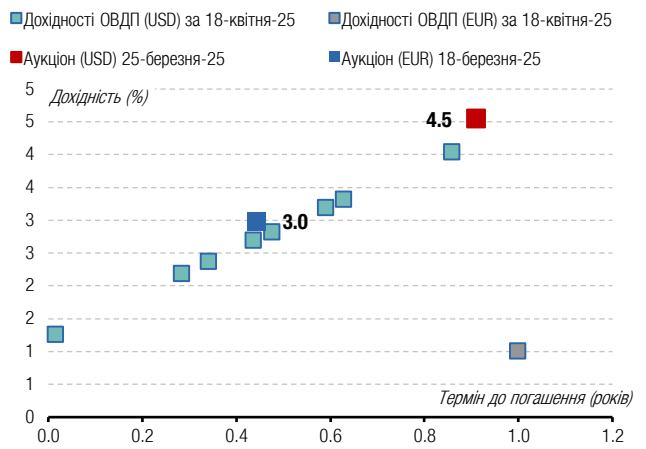
Графік 4. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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.

Угода про надра підігрівє оптимізм

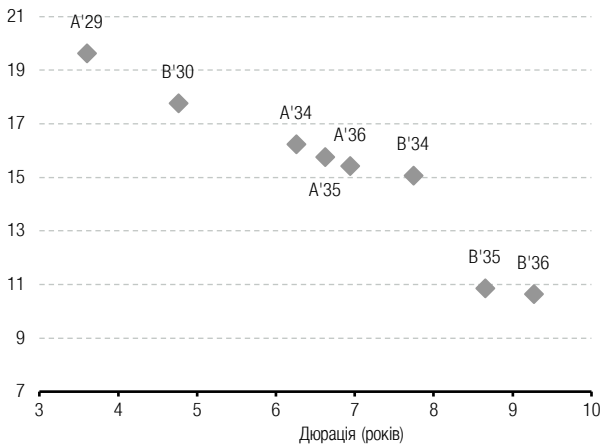
Ціни єврооблігацій зросли минулого тижня, коли стало відомо, що Україна та США підпишуть меморандум щодо угоди про корисні копалини.

Українські єврооблігації подорожчали минулого тижня в середньому на 8%, що дозволило їм повернутися на рівень початку квітня. Найбільше, на понад 11%, подорожчали єврооблігації серії В з погашенням у 2035-36 роках. Ціна ВВП-варантів зросла до 70 центів за долар умовного номіналу, або на понад 12%. Індекс облігацій країн, що розвиваються, зріс минулого тижня на 2.1%.

Погляд ІСУ: Минулої середи стало відомо, що Україна та США підпишуть меморандум стосовно угоди про корисні копалини. Ця новина була минулого тижня визначальною для покращення настрою власників єврооблігацій. Меморандум було підписано у четвер онлайн, а саму угоду може бути підписано цього тижня, і вона потребуватиме ратифікації Верховною Радою України та Конгресом США. Нова редакція документів враховує застереження України в ряді аспектів. Загалом тональність висловлювань і заяв щодо угоди суттєво пом'якшилася, що дало власникам єврооблігацій нові надії на покращення взаємовідносин країн і кращих перспектив мирних переговорів. За відсутності негативних новин ціни єврооблігацій можуть продовжити зростання, зокрема відображаючи покращення настрою до ринків, що розвиваються.

Графік 5. Дохідності та ціни українських єврооблігацій

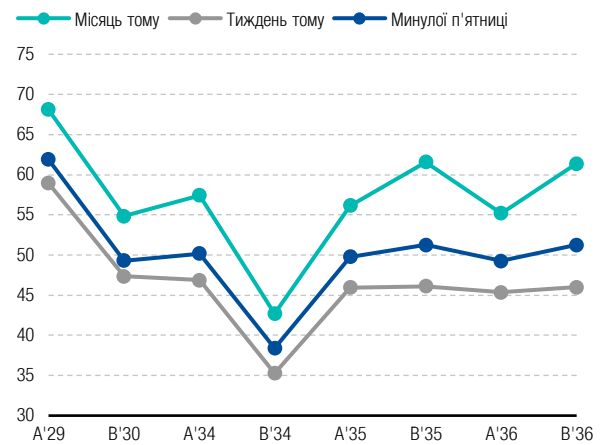
Дохідності нових єврооблігацій, %



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 зменшив інтервенції без ослаблення гривні

Національний банк зменшив інтервенції майже удвічі, зберігаючи курс гривні до долара США незмінним та незначно ослабивши гривню відносно євро.

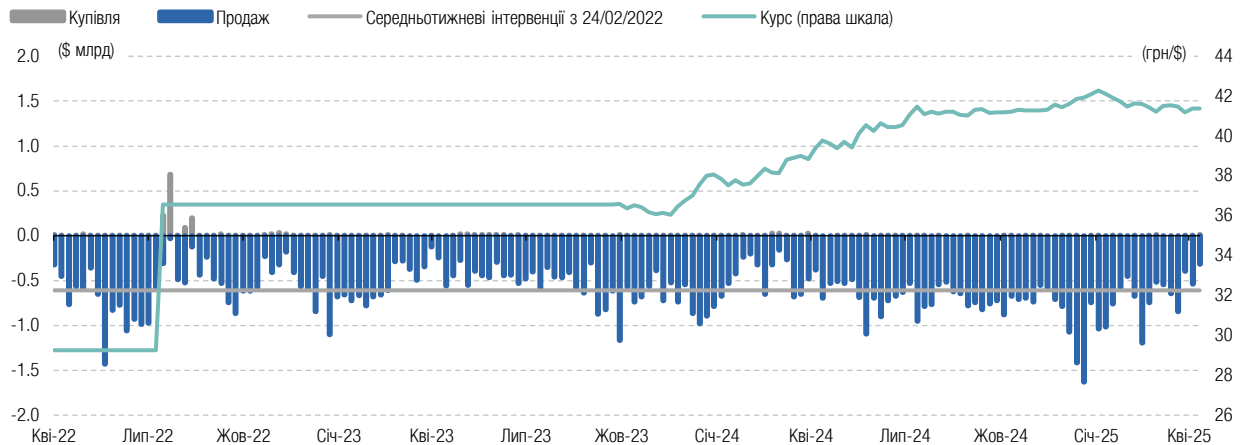
Дефіцит валюти різко зменшився минулого тижня завдяки меншому попиту на валюту. Чиста купівля валюти скоротилася майже на третину до \$185 млн. У роздрібному сегменті вперше з серпня 2023 року продаж валюти перевищив купівлю, і населення продало на \$32 млн більше, ніж купило. Продаж валюти переважав як у готівковому, так і безготівковому сегментах. Тож у підсумку загальний дефіцит валюти на ринку зменшився на 57% до \$153 млн.

НБУ скористався зниженням дефіциту валюти і зменшив інтервенції на 41% до \$314 млн, зберігши курс гривні до долара США на рівні 41.39 грн/\$. Однак, через подальше зростання вартості євро відносно долара послабив офіційний курс гривні до євро на 0.2% до чергового максимуму - 47.03 грн/євро.

Погляд ICU: Передсвятковий тиждень відзначився зменшенням активності бізнес-покупців валюти та збільшенням продажу валюти населенням у переддень Великодня. Саме тому відбулося значне зниження дефіциту валюти, що й посприяло зменшенню інтервенцій без суттєвого впливу на курс гривні. За таких умов НБУ має ще менше причин для переходу до поступового ослаблення гривні і за більшої міжнародної допомоги може зберігати курс близьким до поточного рівня ще тривалий час.

Графік 6. 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

Більша міжнародна допомога додає час для адаптації економіки

Завдяки збільшеній міжнародній допомозі Україна отримала додатковий час для зниження зовнішніх дисбалансів.

Ключові тези нового [макроекономічного огляду](#), опублікованого 17 квітня, наведено нижче.

Українська економіка збавила темпи та перейшла в режим повільного зростання з 3кв24, і шанси на значне прискорення відновлення дуже низькі. Потреба поступово скорочувати фіскальний дефіцит та, відповідно, державні видатки буде суттєво обмежувати економічне зростання в майбутньому. Ми очікуємо зростання економіки на 3% у цьому та наступному роках завдяки відновленню споживання домогосподарств та вищому врожаю.

Річна інфляція почне різко сповільнюватися з червня через ефекти минулорічної високої бази та вищу пропозицію агропродукції. Ми вбачаємо сповільнення споживчих цін до 7-8% наприкінці року завдяки певному сповільненню споживчого попиту, відносно стабільному курсу гривні та здешевленню продуктів харчування. НБУ буде зберігати облікову ставку на поточному рівні до вересня, а потім, імовірно, знизить її трічі по 50 б.п. до кінця року.

Переглянутий прогноз надходження зовнішньої фінансової допомоги, який розкрито в меморандумі МВФ, – це значний позитив для України. Пакет фінансової допомоги збільшено на \$15 млрд порівняно з грудневим планом, а надходження коштів буде більшою мірою зміщено на 2025 рік. Україна отримує понад \$50 млрд цього року, тож резерви НБУ різко зростуть, а центральний банк матиме більше ресурсів, щоб підтримувати курс гривні. Тож ми підвищуємо прогноз курсу гривні наприкінці 2025 року до 43.5 грн/\$. Збільшення пакету допомоги дає Україні більше часу, щоб знизити дисбаланси зовнішніх рахунків. Якщо обсяги зовнішньої допомоги в майбутньому різко скоротяться, то НБУ змушений буде вдатися до різкого послаблення гривні.

Дефіцит державного бюджету цього року буде майже повністю профінансовано зовнішньою допомогою, хоча плани з видатків можуть бути збільшені в 3кв25. Проте джерела фінансування дефіциту бюджету у 2026 році наразі не є достатніми.

Наші прогнози базуються на припущенні, що баланс безпекових ризиків залишиться практично незмінним у наступні 12 місяців. За нашими очікуваннями, навіть якщо найближчим часом буде досягнуто угоди про припинення вогню, інтенсивність бойових дій на лінії фронту та обстрілів інфраструктури не знизиться кардинально. Бізнесу та домогосподарствам доведеться жити та працювати в умовах невизначеності, що впливатиме на їхні настрої та споживчі/інвестиційні рішення.

Облікову ставку залишили без змін

Регулятор зупинив цикл посилення політики та прогнозує зниження ставки у вересні.

Попри прискорення інфляції — у березні вона сягнула 14.6% р/р — та очікування подальшого підвищення, НБУ залишився вірним раніше озвученому плану та утримався від жорсткішої монетарної політики. Таким чином облікова ставка залишилася 15.5%, а сумарне підвищення становить 250 б.п. У новому макропрогнозі передбачено менш стрімке зниження ставки — нова траєкторія ставки буде на 50–100 б.п. вищою, ніж очікувалося у січні.

Погляд ICU: Навіть оновлений, більш консервативний прогноз передбачає досить агресивне пом'якшення — на 250 б.п. до кінця року. На нашу думку, регулятор змушений буде діяти обережніше: зростатимуть ризики девальвації гривні, а НБУ прагнучиме зберегти привабливість гривневих активів. Тож ми очікуємо загальне зниження на 150 б.п. до 14% на кінець 2025 року.

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.

