

Фінансовий тижневик

Україна в дефолті за ВВП-варантами

Стислий виклад коментарів

Огляд міжнародних ринків

Трамп знову відтерміновує підвищення мит

Минулого тижня ринки вітали чергове пом'якшення позицій Дональда Трампа щодо імпорتنих мит. Водночас американські суди починають активніше втручатись у нову митну політику США, і це робить її перспективи ще більш невизначеними.

Ринки державних облігацій

Мінфін покращує роловер погашень

Протягом травня Міністерство фінансів здійснило відносно невеликий погашення внутрішнього боргу, тож збільшення запозичень дозволило суттєво покращити рівень роловеру.

Україна в дефолті за ВВП-варантами

Україна пропустила платіж за ВВП-варантами, тож Мінфін надалі не має обмежень у часі для пошуку прийнятних для себе умов реструктуризації.

Песимізм на ринку єврооблігацій зростає

Відсутність практичного просування в переговорах про припинення вогню та нові масовані обстріли погіршили й без того песимістичні настрої інвесторів.

Валютний ринок

НБУ уникає значних коливань курсу гривні

Минулого тижня НБУ незначно збільшив інтервенції, зберігаючи курс неподалік 41.5 грн/\$, незначно ослабивши його за підсумками травня.

Макроекономіка

Фінансовий рахунок різко покращився у квітні

У квітні дефіцит поточного рахунку платіжного балансу склав \$1.1 млрд, тоді як профіцит фінансового рахунку різко зріс до \$4.8 млрд завдяки зовнішнім пільговим кредитам.

ПОНЕДІЛОК, 2 ЧЕРВНЯ 2025

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 30 травня 2025)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	15.50	+0bp	+200bp
Ставка О/Н ² (міжбанк)	15.50	+0bp	+200bp
Корражунки банків ³ (млн грн)	248,503	-4.8	+3.1
Деп. сертифікати ⁴ (млн грн)	529,480	+0.0	-3.6

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 30 травня 2025¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	672,522	+0.0	-0.8
Банки	854,804	+1.3	+23.1
Резиденти ³	207,624	+2.2	+28.6
Фіз. особи ⁴	94,793	+1.4	+49.5
Нерезиденти ⁵	19,885	+0.4	-45.9
Всього	1,850,234	+0.9	+13.2

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 30 травня 2025)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік (%)
USD/UAH	41.5650	+0.1	+2.4
EUR/USD	1.1347	-0.1	+4.8
Індекс долара ²	99.329	+0.2	-5.1

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

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Середньоринкові котирування ОВДП (за 2 червня 2025)

Погашення	Придбання (%)	Продаж (%)
6 місяців	15.50	14.75
12 місяців	17.50	16.00
Два роки	18.25	16.75
Три роки	18.75	18.00
12 місяців (\$)	5.00	4.50
Два роки (\$)	N/A	N/A

Джерело: ICU.

Огляд міжнародних ринків

Трамп знову відтерміновує підвищення мит

Минулого тижня ринки вітали чергове пом'якшення позицій Дональда Трампа щодо імпорتنих мит. Водночас американські суди починають активніше втручатись у нову митну політику США, і це робить її перспективи ще більш невизначеними.

Головним приводом для оптимізму ринків стало відтермінування Трампом 50% мита на товари з ЄС до 9 липня, щоб мати більше часу для переговорів. Настрої ринків ще більш покращилися після оприлюднення травневих даних споживчих настроїв у США – відповідний індекс злетів на 14% у порівнянні з квітнем.

Тим часом Суд з міжнародної торгівлі США постановив, що Трамп перевищив свої повноваження, коли запровадив широкий перелік так званих «рівноцінних» імпорتنих мит 2 квітня, а також коли ще раніше він підвищив мита на товари з Мексики, Канади й Китаю, щоб змусити ці країни активніше боротися з контрабандою наркотиків. Утім, незабаром адміністрація Трампа подала апеляцію на це рішення й апеляційний суд дію мит тимчасово відновив.

Невизначеність, пов'язана з непередбачуваною митною політикою, все більше турбує ФРС. Згідно з оприлюдненим минулого тижня протоколом травневого засідання центрального банку, його керівництво побоюється, що може опинитись перед складним вибором у разі прискорення інфляції й одночасного послаблення ринку зайнятості в результаті підвищення мит.

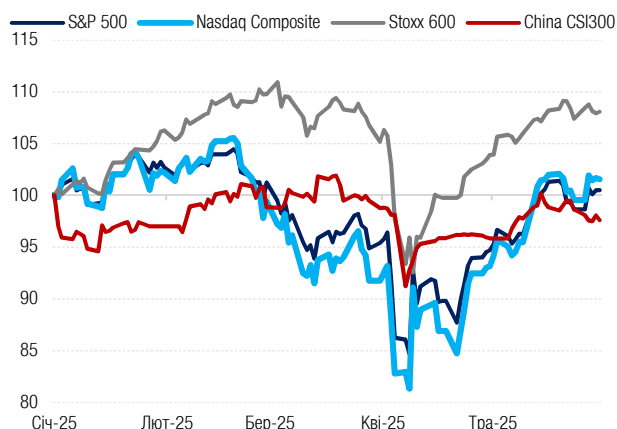
Утім реакція ринків на негативні сигнали протоколу ФРС була слабкою. Натомість інвестори гарно сприйняли сильні результати фінансового звіту флагмана фондових індексів США Nvidia: майже всі ключові показники провідного виробника мікросхем за 1кв25 перевершили очікування аналітиків.

Тож за підсумками тижня американські S&P 500 і Nasdaq 100 зросли на 1.9% і 2.0% відповідно, а європейський Stoxx 600 додав 0.6%. Дохідності десятирічних казначейських облігацій США впали на 11 б.п. до 4.40%, а дохідності десятирічних німецьких бундів - на 7 б.п. до 2.50%. Індекс долара США DXY укріпився за тиждень на 0.2%. Індекс єврооблігацій країн, що розвиваються, EMBI, зріс за тиждень на 0.6%.

Водночас на ринках сировинних товарів переважало зниження цін. Найбільше впали ціни на природний газ у Європі на тлі слабого попиту та збільшення пропозиції скрапленого газу. Через покращення апетиту до ризиків знизилися привабливість золота та інших дорогоцінних металів. Загальний негативний тиск на ціни давало укріплення долара США, особливо на ціни зернових культур, а також промислових металів.

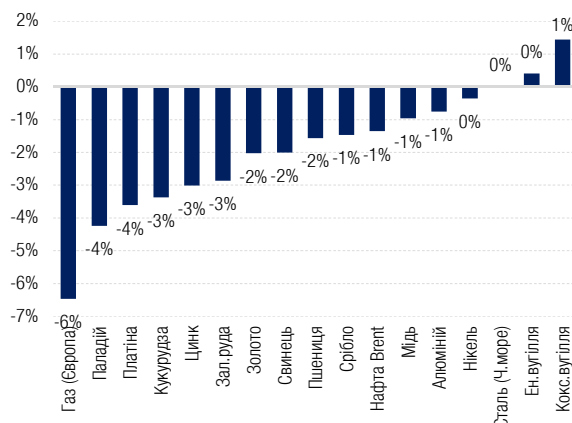
Погляд ICU: Ринки вчергове пересвідчилися, що різкі рухи Трампа в митній політиці значною мірою є частиною переговорної тактики, за якими, як правило, йде пом'якшення позицій. Відтак зростає ймовірність, що реакція ринків на подальшу ескалацію торговельних відносин з боку команди Трампа буде слабшати. Утім це ще не означає стабілізації: митні війни та дії Трампа продовжать генерувати значну волатильність на ринках, а поточного розміру мит, навіть в умовах відтермінування їхніх вищих ставок, достатньо, щоб завдати серйозної шкоди як економіці США, так і світу в цілому. Залучення до митних війн американських судів ще більше підсилює невизначеність. Водночас навіть в умовах протидії судів адміністрація Трампа має достатньо засобів, щоби продовжити реалізацію своєї агресивної протекціоністської політики.

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 покращує роловер погашень

Протягом травня Міністерство фінансів здійснило відносно невеликі погашення внутрішнього боргу, тож збільшення запозичень дозволило суттєво покращити рівень роловеру.

У травні Мінфін погасив валютні облігації на 156 млн євро та гривневі ОВДП обсягом 13 млрд грн. Водночас запозичення склали 200 млн євро та 33.3 млрд грн. Тож у підсумку в травні рівень рефінансування гривневого боргу склав 256%, а боргу в євро – 128%. Відповідно, покращилися й загальні показники роловеру боргу з початку року. За гривневим боргом за 5м25 роловер становить 103% (89% за 4м25), а за боргом у євро 82% (59% за 4м25). Роловер за боргом у доларах США залишився 67%, оскільки в травні погашень та запозичень у цій валюті не відбувалося. Загальний рівень роловеру внутрішнього боргу у всіх валютах за підсумками 5м25 становить 94% (82% за підсумками 4м25).

Покращити рівень рефінансування гривневого боргу суттєво допомогло розміщення нових резервних облігацій наприкінці травня. Міністерство фінансів додало минулого тижня до звичного набору інструментів – 15-ти та 20-ти місячних облігацій, а також трирічного випуску ОВДП – ще нові чотирирічні папери. Новий випуск отримав чотирикратну перепідписку та був розміщений минулого тижня з купоном 14.56%. Це на 64 б.п. вище, ніж ставки за подібним інструментом у січні цього року. Більше деталей в [огляді аукціону](#).

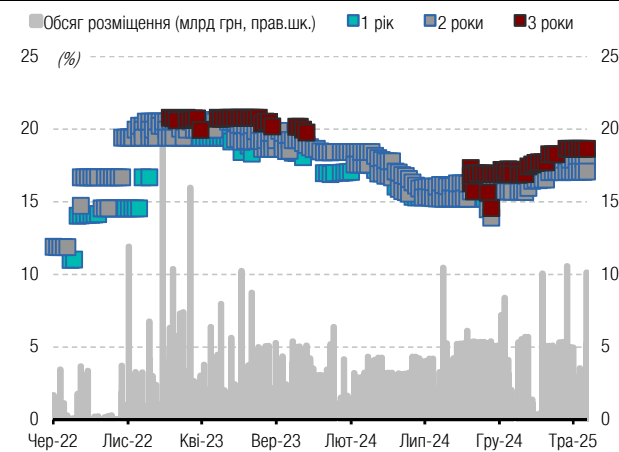
У червні Мінфіну необхідно погасити 40.6 млрд грн гривневих облігацій. Погашення валютних ОВДП відбуватимуться вже наступного місяця. Тож для збереження поточного рівня роловеру Мінфіну необхідно залучати великі обсяги коштів щотижня, що без розміщень резервних ОВДП навряд чи вдасться. Зараз же у планах на червень – щотижневе розміщення звичайних та військових ОВДП, а також нового випуску облігацій із погашенням у листопаді 2028 року, який навряд чи буде резервним.

Погляд ICU: Міністерство фінансів відновило розміщення резервних ОВДП наприкінці травня, розмістивши 10 млрд грн нових паперів, які НБУ найближчим часом включить до переліку облігацій для покриття банками обов'язкових резервів. Саме це розміщення принесло бюджету майже третину всіх гривневих запозичень у травні та дозволило покращити рівень роловеру.

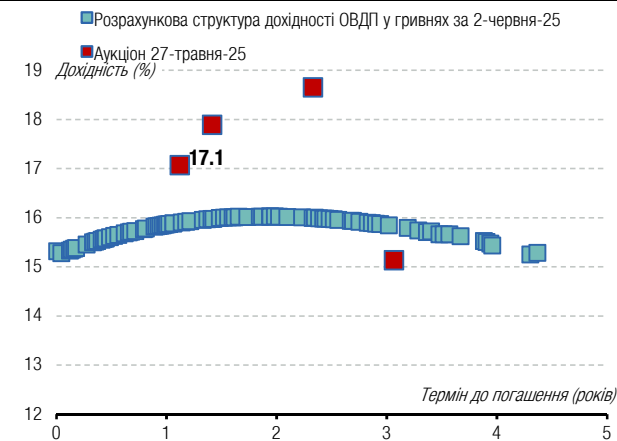
Однак з огляду на графік аукціонів та пропонуваній перелік паперів, маймовірно, що Мінфін зможе залучити у червні 40 млрд грн щоб повністю компенсувати заплановані погашення. Нові трирічні папери (з погашенням у листопаді 2028 року) навряд чи будуть резервними, тож напевно не будуть отримувати значну перепідписку.

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)

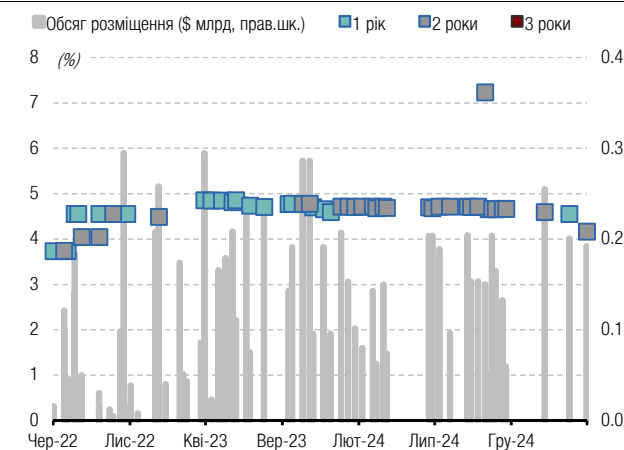


Розрахункова крива доходності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну

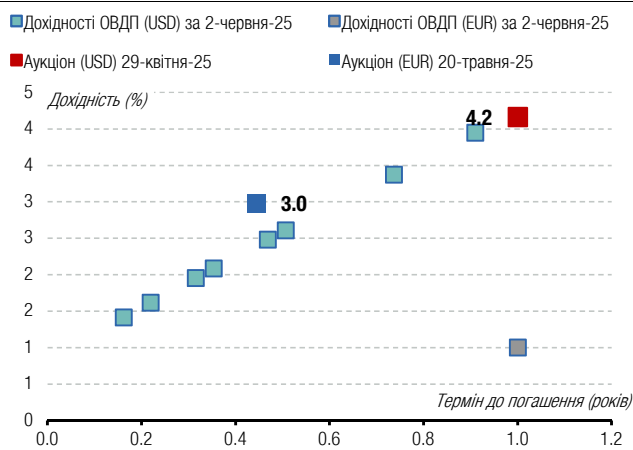


Графік 4. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



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



Україна в дефолті за ВВП-варантами

Україна пропустила платіж за ВВП-варантами, тож Мінфін надалі не має обмежень у часі для пошуку прийнятних для себе умов реструктуризації.

Сьогодні мав відбутися платіж за ВВП-варантами, розрахований за підсумками зростання ВВП у 2023 році. Це зростання було фактично частковим відновленням після обвалу економіки у 2022 році внаслідок повномасштабного російського вторгнення. Кабінет міністрів ще у 2024 році зупинив платежі як за старими єврооблігаціями (пізніше їх було реструктуризовано), так і за ВВП-варантами. За повідомленням Мінфіну загальна сума платежу мала скласти \$665.5 млн. Також Міністерство фінансів нагадало про мораторій на платежі, що діятиме до завершення реструктуризації. Крім того, міністерство підтвердило, що Україна залишається відданою конструктивному діалогу

з усіма зацікавленими сторонами та продовжує консультації задля досягнення справедливої та комплексної реструктуризації державних деривативів, яка забезпечить довгострокову боргову стійкість, не створюючи загрози для відбудови та відновлення країни.

У квітні відбулися переговори з власниками варантів, але позиції сторін мали значні розбіжності, й ця перша спроба домовитися виявилася [невдалою](#).

Минулого тижня ВВП-варанти котирувалися вище 70 центів за долар умовного номіналу, трошки подешевшавши під впливом загального настрою до українських зобов'язань.

Погляд ICU: Інвестори оцінювали шанси на будь-які готівкові виплати за варантами як мінімальні, проте все ж розраховували на поступки Мінфіну в оновленій пропозиції задля вчасної реструктуризації. Тепер же, коли за цими зобов'язаннями відбулася подія дефолту, в уряді немає чітких часових обмежень для формування нових пропозицій. Фактично Україна перебуває в дефолті з вересня минулого року, коли не відбулися виплати за єврооблігаціями, які з 2 вересня були конвертовані разом із гарантованим боргом Укравтодору в нові єврооблігації. Крос-дефолт був вилучений з умов ВВП-варантів, і тому дефолт за ними не має жодного впливу на випущені минулого року єврооблігації. За таких умов Мінфін може очікувати на більшу поступливість власників ВВП-варантів на наступних переговорах.

Песимізм на ринку єврооблігацій зростає

Відсутність практичного просування в переговорах про припинення вогню та нові масовані обстріли погіршили й без того песимістичні настрої інвесторів.

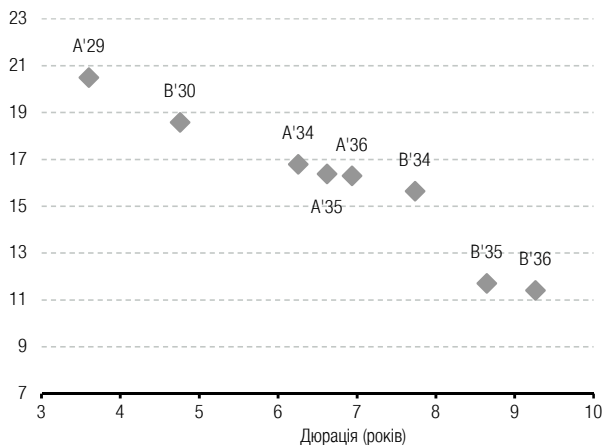
Минулого тижня зберігалася невизначеність щодо наступної російсько-української зустрічі стосовно зупинення вогню. Україна завчасно підготувала та надала США свої умови для припинення вогню. Водночас росія відмовилася подати завчасно свою позицію, що дає незначні шанси на предметні дискусії на сьогоднішній україно-російській зустрічі в Стамбулі.

У підсумку за тиждень єврооблігації подешевшали в середньому на 3.1%. Водночас індекс EMBI, який відображає загальний настрій до облігацій країн, що розвиваються, зріс на 0.6%.

Погляд ICU: росія не зацікавлена в переговорах і натомість здійснює масовані й щоденні удари по цивільній інфраструктурі України з допомогою безпілотників та ракет. Водночас Європа продовжує підтримку, а Німеччина навіть оголосила минулої середи про ще один великий пакет військової допомоги обсягом 5 млрд євро. У підсумку настрої інвесторів продовжують погіршуватися. Не допомогло єврооблігаціям і досягнення угоди з МВФ на рівні персоналу щодо чергового перегляду програми розширеного фінансування.

Графік 5. Дохідності та ціни українських єврооблігацій

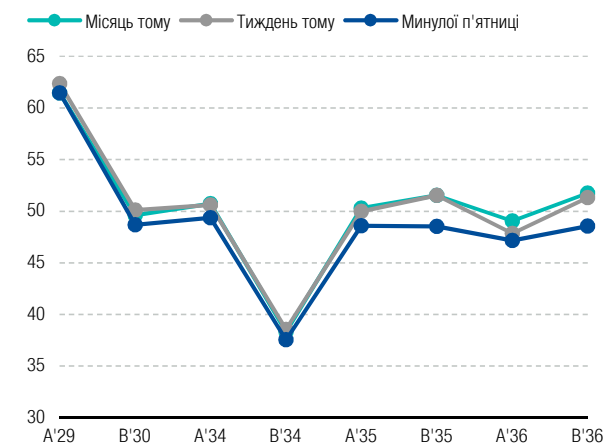
Дохідності нових єврооблігацій, %



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 уникає значних коливань курсу гривні

Минулого тижня НБУ незначно збільшив інтервенції, зберігаючи курс неподалік 41.5 грн/\$, незначно ослабивши його за підсумками травня.

За підсумками тижня НБУ залишив офіційний курс гривні майже незмінним 41.53 грн/\$ і ослабив його за підсумками травня менш ніж на 6 копійок або 0.13%. Готівковий курс у системно важливих банках також залишився майже незмінним на рівні 41.2-41.7 грн/\$.

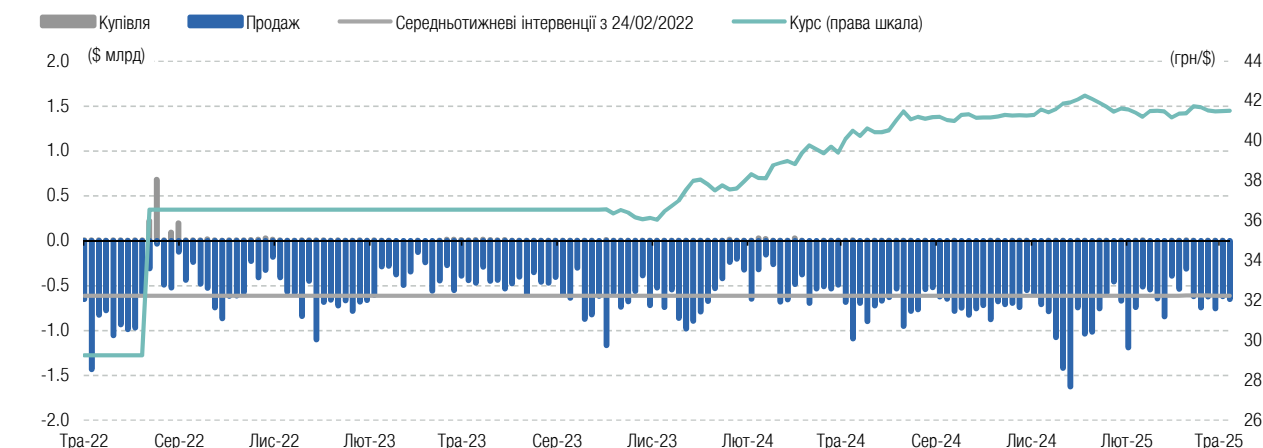
Загалом дефіцит валюти на ринку зріс на 7% до \$389 млн (за чотири робочі дні). Дефіцит зріс саме на міжбанківському ринку, на який опосередковано міг вплинути вихідний у США в понеділок, оскільки пропозиція валюти могла частково зміститися в часі на попередній тиждень. Водночас у роздрібному сегменті чиста купівля зменшилася майже удвічі до \$14 млн.

Інтервенції НБУ минулого тижня склали \$653млн, що лише на 6% більше попереднього тижня і на 7% більше середньотижневого обсягу з початку повномасштабної війни.

Погляд ICU: Національний банк компенсує дефіцит валюти, дозволяючи лише незначне ослаблення курсу гривні як за тиждень, так і в травні. На нашу думку, він не поспішатиме відмовлятися від політики міцної гривні й у найближчі місяці.

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

Фінансовий рахунок різко покращився у квітні

У квітні дефіцит поточного рахунку платіжного балансу склав \$1.1 млрд, тоді як профіцит фінансового рахунку різко зріс до \$4.8 млрд завдяки зовнішнім пільговим кредитам.

Поточний рахунок залишався під тиском значного дефіциту зовнішньої торгівлі товарами, адже у квітні імпорт товарів зріс на 9% р/р, тоді як експорт скоротився на 8%. Баланс торгівлі послугами практично не змінився, як і баланс рахунку первинних доходів, зокрема не змінилися доходи українських мігрантів за кордоном. Рахунок вторинних доходів було зведено зі значним профіцитом завдяки грантам, які Україна отримала в рамках програми ERA.

На відміну від поточного рахунку, фінансовий рахунок було зведено зі значним профіцитом завдяки надходженню на рахунки уряду пільгових кредитів обсягом \$5.4 млрд. Також вартим уваги є значно менше значення приросту іноземної готівки поза банками порівняно з попередніми місяцями – це свідчення очікувань стабільності обмінного курсу з боку населення.

Значний профіцит фінансового рахунку сприяв зростанню резервів НБУ у квітні на 10% до \$46.7 млрд – нового рекордного рівня.

Погляд ICU: Ми зберігаємо прогноз дефіциту поточного рахунку цього року на рівні 12-13% ВВП (без урахування грантів від партнерів, що обліковуються у вторинних доходах). Водночас надходжень зовнішньої фінансової допомоги буде більш ніж достатньо, щоб повністю перекрити дефіцит поточного рахунку. З огляду на це, ми очікуємо, що резерви НБУ наприкінці року перевищать \$55 млрд, тож у НБУ буде достатньо ресурсів, щоб підтримувати курс гривні на близькому до поточного рівні. Ми очікуємо лише помірної девальвації цьогогоріч, але вважаємо, що тиск на валютному ринку значно зросте наступного року.

Таблиця 1. Ключові складові платіжного балансу, \$ млн

Баланс поточного рахунку зведено зі значним дефіцитом у квітні

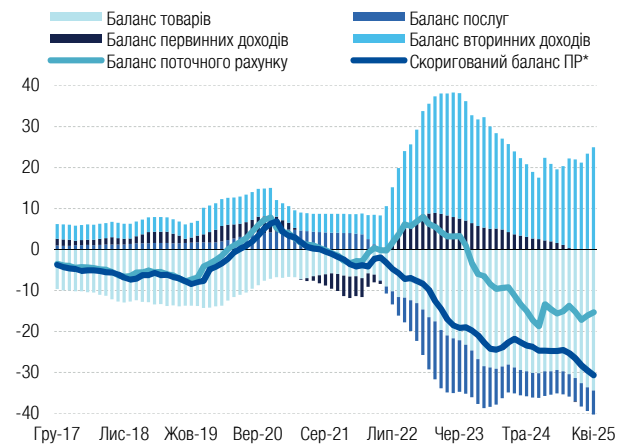
	Кві.2025	Бер.2025	Кві.2024
Поточний рахунок	-1,075	-909	-1,878
Баланс торгівлі товарами	-3,142	-3,551	-2,374
Баланс торгівлі послугами	-424	-479	-420
Первинні доходи	79	72	151
в т.ч. доходи мігрантів	549	549	674
Вторинні доходи	2,412	3,049	765
в т.ч. бюджетні трансферти	1,827	2,522	104
Фінансовий рахунок*	-4,849	-3,290	-546
Прямі іноземні інвестиції	-159	-178	-484
Зміна торгових кредитів	-813	-1,281	-547
Зміна готівки поза банками	472	936	1,104
Чисті кредити уряду	-5,390	-3,731	-903
Інше	1,041	964	284

* від'ємні значення у фінансовому рахунку означають приріст зобов'язань (приплив коштів).

Джерело: НБУ, ICU.

Графік 7. Поточний рахунок платіжного балансу, 12-місячна ковзна, \$ млрд

12-місячний поточний рахунок стабілізувався



* скоригований на офіційні трансферти уряду

Джерело: НБУ, 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.

