

Фінансовий тижневик

МВФ затвердив 8-й перегляд програми EFF

Стислий виклад коментарів

Огляд міжнародних ринків

Ринки акцій зберігають оптимізм

Фондові індекси США оновили рекордні максимуми після того, як серія ключових даних підтвердила сильний стан американської економіки, а на полях перемовин США з торговельними партнерами переважає позитивний новинний фон.

Ринки державних облігацій

Фокус інвесторів зміщується на довші папери

Міністерство фінансів збільшило розміщення 3.5-річних паперів, а на вторинному ринку торги змістилися в 1.8-річні папери.

Валютний ринок

Дефіцит валюти незначно зменшився

Обсяги чистої купівлі валюти минулого тижня зменшилися, що допомогло НБУ втримати коливання курсу гривні в дуже вузькому діапазоні та зменшити інтервенції.

Макроекономіка

Дефіцит поточного рахунку рекордно великий у травні

У травні дефіцит поточного рахунку сягнув рекордного значення \$3.5 млрд через значний дефіцит зовнішньої торгівлі.

ВВП ледь зріс у 1кв25

ВВП України зріс на 0.9% у 1кв25, сягнувши 83% рівня 2021 року – останнього повного довоєнного року.

МВФ затвердив 8-й перегляд програми EFF

Минулого тижня Рада директорів МВФ затвердила 8-й перегляд програми EFF для України та погодила черговий транш кредиту обсягом \$0.5 млрд.

ПОНЕДІЛОК, 7 ЛИПНЯ 2025

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

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп. ставка НБУ (%)	15.50	+0bp	+250bp
Ставка О/Н ² (міжбанк)	15.49	+4bp	+249bp
Корражуни банків ³ (млн грн)	252,454	-1.0	+11.5
Деп. сертифікати ⁴ (млн грн)	500,963	-7.4	-7.5

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 липня 2025¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	672,522	+0.0	-0.8
Банки	853,330	+0.6	+19.8
Резиденти ³	205,527	+0.9	+31.1
Фіз. особи ⁴	95,120	+1.3	+59.7
Нерезиденти ⁵	19,674	-1.4	-42.3
Всього	1,846,693	+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 4 липня 2025)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	41.7227	+0.0	+2.9
EUR/USD	1.1778	+0.5	+8.9
Індекс долара ²	97.180	-0.2	-7.6

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

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Середньоринкові котирування ОВДП (за 7 липня 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

Ринки акцій зберігають оптимізм

Фондові індекси США оновили рекордні максимуми після того, як серія ключових даних підтвердила сильний стан американської економіки, а на полях перемовин США з торговельними партнерами переважав позитивний новинний фон.

Кількість нових робочих місць у США в червні значно перевищила прогнози економістів, а рівень безробіття склав 4.1% у порівнянні з очікуваними 4.3%. Крім того, індекси опитувань менеджерів закупівель PMI також виявились кращими за очікування як у виробничому секторі, так і в секторі послуг.

Тим часом у відповідь на різкі випадки Дональда Трампа Канада скасувала цифровий податок на компанії США, після чого обидві країни відновили перемовини щодо укладання торговельної угоди. Також було укладено торговельну угоду між США та В'єтнамом, згідно з якою 20% митом обкладатимуться в'єтнамські товари на американському ринку, а також 40% митом - товари імпортовані через В'єтнам до США з третіх країн. Крім того, американська адміністрація скасувала нещодавно введені ліцензійні обмеження на імпорт китайського програмного забезпечення до США в рамках нещодавно досягнутих домовленостей між обома країнами. Водночас переговори США з іншими ключовими партнерами залишаються складними, і більшість із них навряд чи завершиться до встановленого терміну 9 липня. Як заявили в адміністрації Трампа, США почнуть незабаром розсилати країнам повідомлення про відновлення високих імпорتنих мит у разі неукладеної угоди.

Утім, ринки акцій були схильні фокусуватись на позитивних новинах: за підсумками тижня індекс S&P 500 оновив рекорд і зріс на 1.7%, а інший американський індекс Nasdaq 100 додав 1.5%, також сягнувши рекордної позначки. На тлі досі не укладеної угоди між США та ЄС більш обережними залишались інвестори в європейські акції: індекс Stoxx 600 знизився за тиждень на 0.5%.

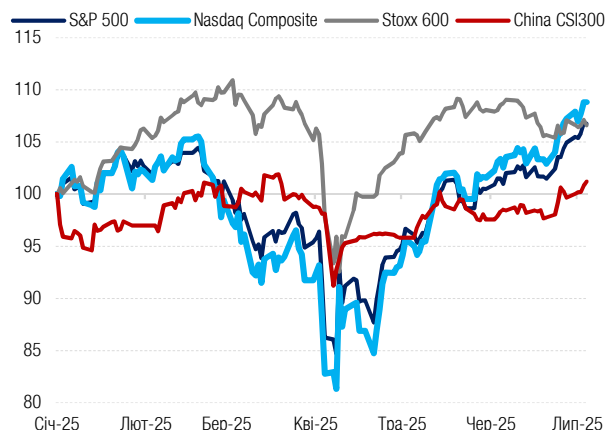
А втім, голова ФРС Джером Пауелл укотре відкинув припущення, що центральний банк може незабаром продовжити зниження ставок, зазначивши, що влітку інфляція в США може значно прискоритись. Він також додав, що зниження ставок може таки відбутися цього року, проте пізніше, ніж зараз очікується ринками. У відповідь трейдери знизили ймовірність зниження ставок за результатами липневого та вересневого засідань ФРС. На сильні макроекономічні дані США й риторику Пауелла також негативно відреагували боргові ринки: дохідності казначейських облігацій США зросли за тиждень найбільше серед суверенних паперів розвинутих країн – на 7 б.п. до 4.35% для десятирічних і на 13 б.п. до 3.88% для дворічних інструментів.

На ринках сировини минулого тижня переважало зростання цін, чому, зокрема, сприяв черговий виток послаблення долара США (-0.2% за тиждень за індексом DXY). Незважаючи на збільшений апетит до ризиків, знову посилився інтерес інвесторів до золота (+2%), платини (+4%) та інших дорогоцінних металів. Також інвестори активно нарощували позиції в контрактах на постачання пшениці (+4%) та кукурудзи (+3%) після активних розпродажів у попередні тижні.

Погляд ICU: На тлі відновленого апетиту до ризиків майже всі провідні індекси акцій світу повернулися до своїх максимальних рівнів, яких вони сягнули в лютому напередодні перших агресивних протекціоністських кроків адміністрації Трампа. До того ж фондові індекси США вже другий тиждень оновлюють рекордні максимуми. Навіть якщо страхи руйнівних наслідків торговельних війн у квітні були перебільшені, то зараз, навпаки, ринки

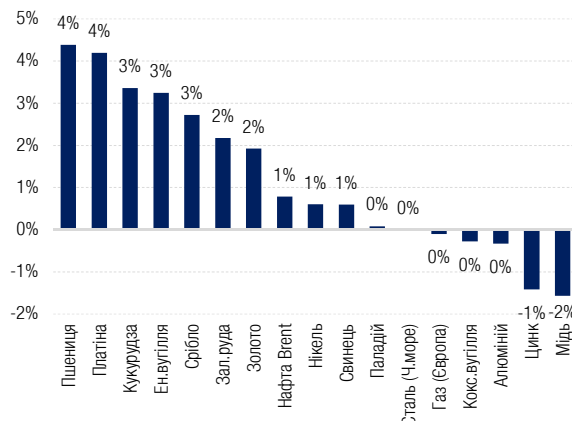
виглядають занадто заспокоєними, а оцінки відносної ринкової вартості провідних акцій завищеними. Відтак ринки акцій зараз стають особливо вразливими до негативних подій, однією з яких може стати повернення високих мит для багатьох торговельних партнерів США.

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

Фокус інвесторів зміщується на довші папери

Міністерство фінансів збільшило розміщення 3.5-річних паперів, а на вторинному ринку торги змістилися в 1.8-річні папери.

Минулого тижня розміщення 15-місячних військових облігацій склало лише 0.9 млрд грн, тоді як понад 2/3 коштів було залучено від 3.5-річних звичайних облігацій та невеликої кількості учасників [аукціону](#).

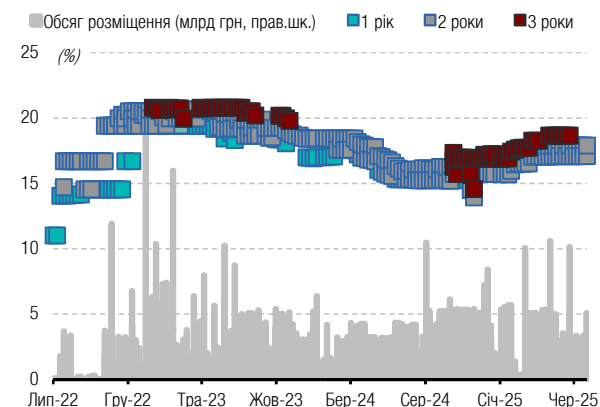
На завтра Мінфін анонсував розміщення звичного набору гривневих ОВДП з 15-місячних, 20-місячних та 3.5-річних облігацій. До нього додано дорозміщення валютних паперів у євро. На середу заплановане погашення ОВДП на понад 190 млн євро, і Мінфін прагне його частково рефінансувати.

Вторинний ринок сфокусований на облігаціях з погашенням не раніше ніж через рік, на які прийшлося майже 75% всіх торгів. Більше ніж чверть всіх торгів ОВДП на вторинному ринку припала на військові облігації з погашенням у квітні 2027 року. Ще майже чверть усіх угод на вторинному ринку припала на резервні ОВДП з терміном погашення від року до майже чотирьох років, і 19% склала частка торгів звичайними облігаціями, які переважно погашаються не раніше 2027 року.

Погляд ICU: Гривневі ОВДП наразі мають високу дохідність, яка в поточних умовах надає інвесторам достатню премію за ризики можливої помірної девальвації гривні. Минулого тижня відбувалося поступове зміщення інтересу – і на первинному, і на вторинному ринках – до паперів з терміном обігу більше року. Однак ми очікуємо стриманий попит на ОВДП на первинному ринку, поки остаточно не викристалізуються перспективи переходу НБУ до пом'якшення монетарної політики.

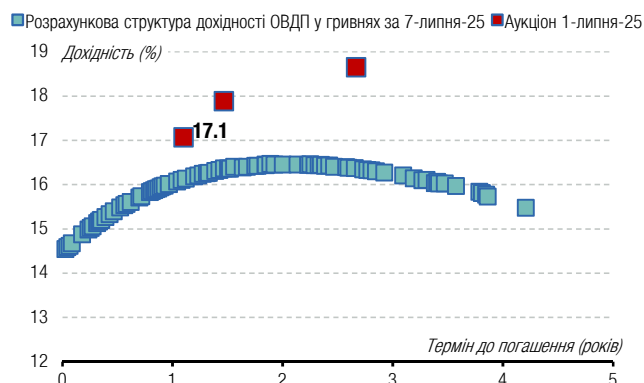
Графік 3. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

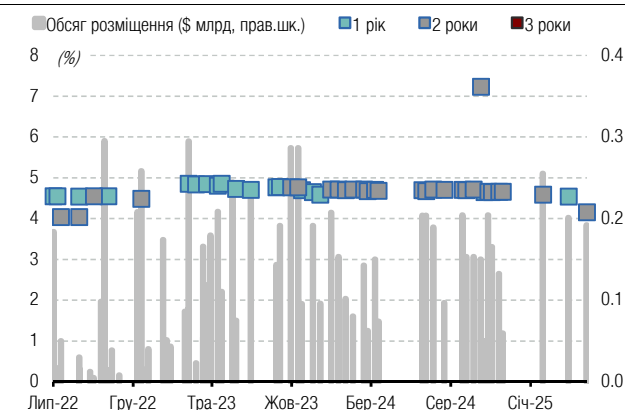
Розрахункова крива доходності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

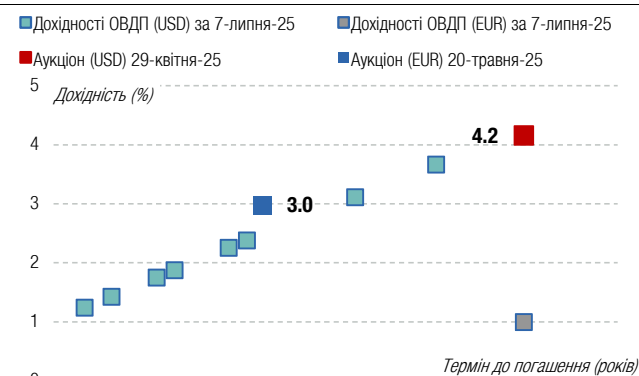
Графік 4. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

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



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

Валютний ринок

Дефіцит валюти незначно зменшився

Обсяги чистої купівлі валюти минулого тижня зменшилися, що допомогло НБУ втримати коливання курсу гривні в дуже вузькому діапазоні та зменшити інтервенції.

Попит на валюту на міжбанківському валютному ринку минулого тижня поступово зменшувався, і середньоденна чиста купівля вже знизилася до \$86 млн зі \$125 млн у попередній тиждень. Загалом за чотири робочі дні чиста купівля валюти зменшилася на 20% до \$343 млн.

Водночас на початку місяця традиційно активізувалася купівля валюти в роздрібному сегменті. Внаслідок оновлення лімітів для фізичних осіб купівля валюти через мобільні додатки банків зросла майже удвічі, а чиста купівля валюти населенням загалом збільшилася на третину до понад \$75 млн.

Національний банк продав за тиждень \$661 млн з міжнародних резервів. НБУ в понеділок ослабив офіційний курс гривні до долара США на 14 копійок, але потім зберігав його в дуже вузькому коридорі, 41.72-41.82 грн/\$. За тиждень офіційний курс гривні послабшав лише на 0.2%. Європейська валюта в Україні подорожчала минулого

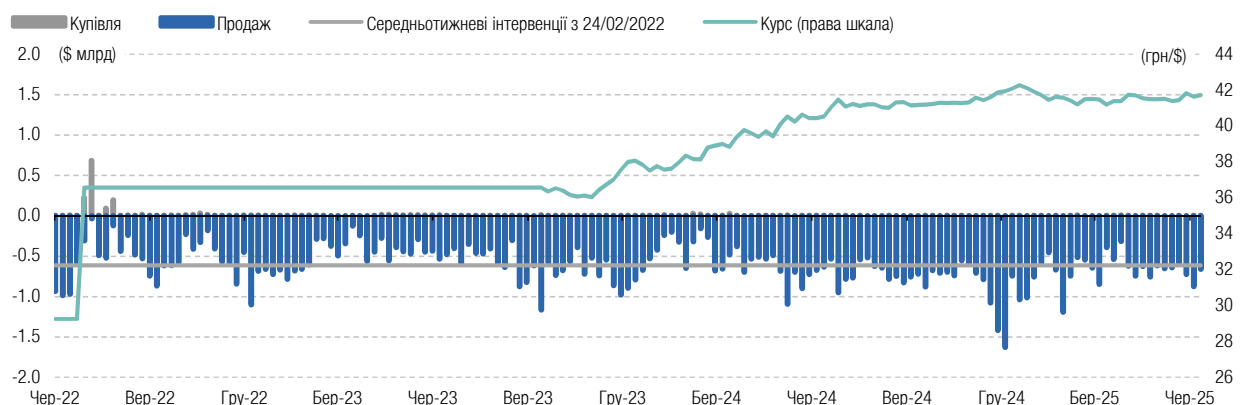
тижня на 0.7%, відображаючи як ослаблення гривні, так і подорожчання євро відносно долара США на 0.5% за підсумками тижня до майже 1.18.

Готівковий долар у системно важливих банках подорожчав за тиждень у середньому на 0.25% зі звуженням спреда між курсами купівлі та продажу, до 41.5-42 грн/\$, а деякі з них продавали американську валюту за курсом більше 42 грн/\$.

Погляд ICU: Протягом весни та червня долар суттєво послабшав відносно євро, тож і ефективний курс гривні дещо девальгував. Тому НБУ наразі має додаткові аргументи тримати курс гривні відносно долара міцним, тим паче за наявності достатнього ресурсу для інтервенцій.

Графік 5. 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

Дефіцит поточного рахунку рекордно великий у травні

У травні дефіцит поточного рахунку сягнув рекордного значення \$3.5 млрд через значний дефіцит зовнішньої торгівлі.

Дефіцит зовнішньої торгівлі товарами зріс до \$3.6 млрд у травні та до \$17.2 млрд за 5м25 – це суттєве погіршення порівняно з \$11.7 млрд за 5м24. Зростання дефіциту переважно було обумовлене більшим імпортом енергозберігаючого обладнання та природного газу. За 5м25 імпорт товарів зріс на 17%, а експорт скоротився на 4%. Дефіцит торгівлі послугами залишився в травні практично незмінним порівняно з попереднім роком. Баланс рахунку первинних доходів уже три місяці є близьким до нуля, оскільки доходи українських мігрантів за кордоном нівелюються відпливами доходів нерезидентів від прямих інвестицій та кредитів. Оскільки Україна не отримувала значних бюджетних грантів у травні, профіцит рахунку вторинних доходів був нижчим за середні показники попередніх періодів.

Чисті припливи коштів за фінансовим рахунком склали в травні близько \$1.5 млрд завдяки кредиту від ЄС обсягом 1 млрд євро за програмою ERA, а також скороченню (поверненню) торгових кредитів. Загалом баланс зовнішніх рахунків за результатами травня був від'ємним на рівні \$2.0 млрд, а за 5м25 був у невеличкому плюсі на рівні \$0.5 млрд. Тож резерви НБУ протягом травня скоротилися на 5%, проте від початку року зросли на 2% до \$44.5 млрд.

Погляд ICU: Ми очікуємо, що поточні закономірності платіжного балансу зберуться в наступні 9-12 місяців: поточний рахунок буде глибоко

дефіцитним, а припливи за фінансовим рахунком його з надлишком перекриють (переважно завдяки пільговому фондуванню від партнерів). З урахуванням цього ми очікуємо зростання міжнародних резервів до рівня понад \$50 млрд наприкінці року, що дасть НБУ можливість підтримувати курс гривні відносно долара стабільним. Однак у 2026 році припливи зовнішньої допомоги можуть скоротитися, що створить тиск як на резерви НБУ, так і на курс гривні.

Таблиця 1. Ключові складові платіжного балансу, \$ млн

Баланс поточного рахунку зведено з рекордним дефіцитом у травні

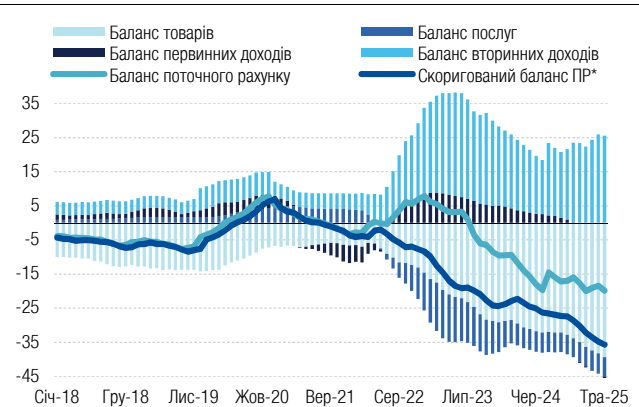
	Тра.2025	Кві.2025	Тра.2024
Поточний рахунок	-3,457	-1,469	-1,961
Баланс торгівлі товарами	-3,617	-3,559	-2,464
Баланс торгівлі послугами	-500	-405	-513
Первинні доходи	-45	82	20
в т.ч. доходи мігрантів	563	552	678
Вторинні доходи	705	2,413	996
в т.ч. бюджетні трансферти	152	1,827	233
Фінансовий рахунок*	-1,451	-5,243	1,503
Прямі іноземні інвестиції	0	-159	-282
Зміна торгових кредитів	-792	-753	443
Зміна готівки поза банками	404	371	1,352
Чисті кредити уряду	-1,036	-5,390	13
Інше	-27	688	-23

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

Джерело: НБУ, ІСУ.

Графік 6. Поточний рахунок платіжного балансу, 12-місячна ковзна, \$ млрд

12-місячний поточний рахунок погіршується



* скоригований на офіційні трансферти уряду

Джерело: НБУ, ІСУ.

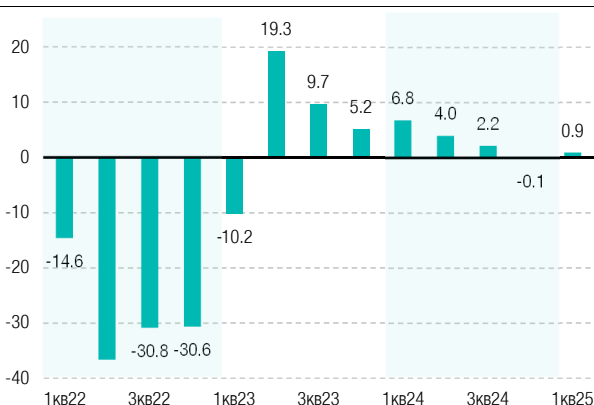
ВВП ледь зріс у 1кв25

ВВП України зріс на 0.9% у 1кв25, сягнувши 83% рівня 2021 року – останнього повного довоєнного року.

Погляд ІСУ: Слабкі показники економічного зростання у 1кв25 були очікуваними через високу базу порівняння: у 1кв 24 економіка різко зросла на 6.8% р/р. Тож статистика за 1кв25 не змінює наше бачення річного зростання ВВП. Водночас наш прогноз може змінитися через погіршення перспектив зростання врожаю цього року, адже погода знову не є дуже сприятливою для врожайності зернових та олійних. Зараз ми вбачаємо ризики для нашого прогнозу зростання ВВП у 2025 році на рівні 3.0%.

Графік 7. Зміна реального квартального ВВП, р/р, %

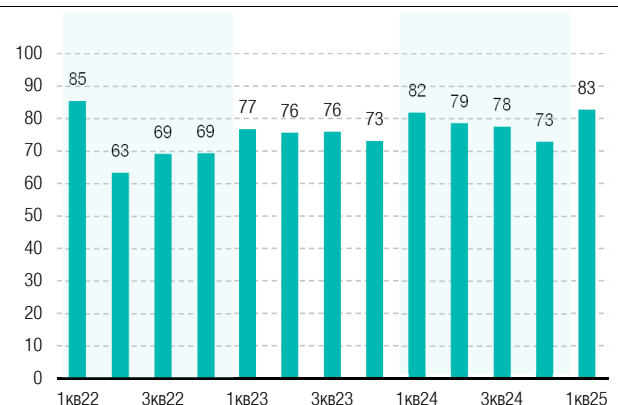
Зростання ВВП у 1кв25 слабке



Джерело: Укрстат, ІСУ.

Графік 8. Реальний квартальний ВВП, % відповідний період 2021р = 100%.

Реальний ВВП у 1кв склав близько 83% рівня до великої війни



Джерело: Укрстат, ІСУ.

МВФ затвердив 8-й перегляд програми EFF

Минулого тижня Рада директорів МВФ затвердила 8-й перегляд програми EFF для України та погодила черговий транш кредиту обсягом \$0.5 млрд.

Ключові висновки з меморандуму МВФ є наступними:

- Україна виконала майже усі кількісні критерії та більшість структурних маяків;
- прогнози ВВП та інфляції залишилися незмінними порівняно з березневим переглядом: цьогоріч очікується економічне зростання на 2-3% та сповільнення інфляції до 9%. Прогноз дефіциту поточного рахунку дещо погіршено до 16.5% ВВП;
- фіскальний дефіцит у 2025 році збільшено на 2.5п.п. до 21.3% ВВП. Додатковий дефіцит буде переважно перекиватися запозиченнями з внутрішнього ринку;
- базовий сценарій МВФ передбачає значне зниження економічних дисбалансів у 2026 році – дефіцит бюджету має скоротитися до 10.1% ВВП, а дефіцит поточного рахунку – до 12.6% ВВП;
- сукупний пакет фінансової допомоги Україна збільшено на \$4.1 млрд до завершення програми МВФ. Сукупна фінансова допомога Україні від МВФ та інших донорів має скласти \$54.3 млрд у 2025 році (включно з \$12.2 млрд як передфінансування на 2026-й рік), \$22.2 млрд у 2026 році (включно з \$11.1 млрд у вигляді буферу на випадок несприятливого сценарію) та \$3.0 млрд у 1кв27 (включно з буфером \$1.3 млрд);
- розклад подальших переглядів програми МВФ змінено – до кінця поточного року відбудеться лише один перегляд, замість раніше запланованих двох.

Погляд ICU: Загальний дух меморандуму підводить до ідеї, що МВФ змушений буде розробити новий базовий сценарій для України на 2026 рік, який буде ближчим до сценарію, що в поточній версії визначено як несприятливий. Це пов'язано з тим, що попередні припущення про хід війни виявилися занадто оптимістичними. Тож загальний пакет фінансової допомоги, що зараз запланований на 2026 рік (навіть із урахуванням буферу на випадок несприятливого сценарію) буде недостатнім для покриття очікуваного фіскального дефіциту, і уряду доведеться віднайти додаткові ресурси. Імовірно, наступний перегляд програми перенесено на грудень саме через відсутність на цьому етапі ясності про джерела фінансування дефіциту бюджету у 2026 році.

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.

