

Фінансовий тижневик

Інфляція різко впала у 2025 році

Стислий виклад коментарів

Огляд міжнародних ринків

Дональд Трамп знову рухає ринки

Завдяки неординарним діям і заявам Трампа та його адміністрації провідні фондові індекси США і Європи оновили рекордні максимуми.

Ринки державних облігацій

Чисті запозичення у 2025 році склали лише 53 млрд грн

Міністерство фінансів рефінансувало всі погашення 2025 року та залучило в чистому вигляді трошки менше 53 млрд грн.

Мінфін розпочинає рік із резервних облігацій

На першому аукціоні року Мінфін розпочав розміщення нового випуску резервних облігацій, а вже в середу проведе аукціон із обміну інших резервних ОВДП.

Нові єврооблігації серії С вже торгуються

Упродовж різдвяно-новорічних свят коливання цін українських єврооблігацій були незначними, а нові папери, на які обміняли ВВП-варанти, були оцінені ринком досить непогано.

Валютний ринок

НБУ тестує нові рівні курсу гривні

Національний банк розпочав рік зі значного ослаблення курсу гривні, однак без значних інтервенцій.

Макроекономіка

Резерви НБУ на рекордних рівнях у 2025 році

Валові резерви НБУ в грудні зросли на 4.6%, а протягом 2025 року на 31% до рекордного рівня \$57.3 млрд., що, за оцінками НБУ, еквівалентно 5.9 місяцям майбутнього імпорту.

Інфляція різко впала у 2025 році

Річна інфляція знизилася до 8.0% у грудні порівняно з 9.3% в листопаді та піковим значенням 15.9% у травні.

ПОНЕДІЛОК, 12 СІЧНЯ 2026

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 9 січня 2026)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп.ставка НБУ (%)	15.50	+0bp	+200bp
Ставка О/Н ² (міжбанк)	15.49	+0bp	+199bp
Корражунки банків ³ (млн грн)	254,961	+3.9	+11.9
Деп.сертифікати ⁴ (млн грн)	736,042	-5.6	+42.3

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 9 січня 2026¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	664,522	+0.0	-1.9
Банки	950,576	+1.5	+7.0
Резиденти ³	237,379	+0.7	+19.2
Фіз.особи ⁴	114,342	+2.2	+42.8
Нерезиденти ⁵	15,865	-0.2	-25.7
Всього	1,983,157	+0.9	+6.2

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 9 січня 2026)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	43.1350	+2.0	+1.8
EUR/USD	1.1637	-0.7	+13.0
Індекс долара ²	99.133	+0.7	-9.2

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

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Середньоринкові котирування ОВДП (за 12 січня 2026)

Погашення	Придбання (%)	Продаж (%)
6 місяців	16.50	15.00
12 місяців	17.50	16.50
Два роки	18.50	17.50
Три роки	18.75	18.00
6 місяців (\$)	4.25	2.00
1.5 роки (\$)	4.25	3.50

Джерело: ICU.

Огляд міжнародних ринків

Дональд Трамп знову рухає ринки

Завдяки неординарним діям і заявам Трампа та його адміністрації провідні фондові індекси США і Європи оновили рекордні максимуми.

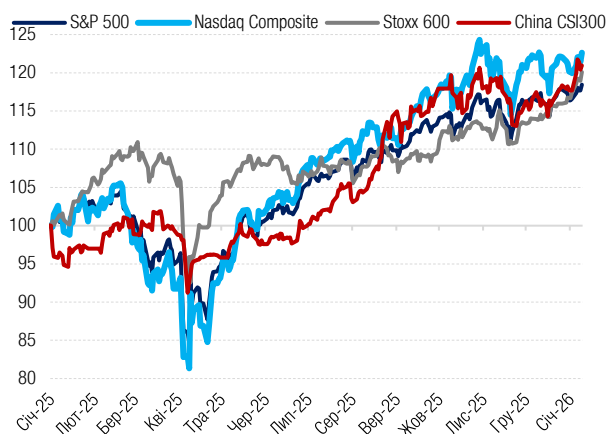
Захоплення президента Венесуели Мадуро американськими військовими та перехід країни під фактичний контроль американської адміністрації стали головною геополітичною новиною для світових ринків на початку цього року. Намагання гравців ринку виявити можливі джерела прибутків від зміни венесуельського режиму спричинили ралі в декількох секторах. Зокрема, слідом за заявою Трампа про участь американських компаній у відновленні й розвитку нафтовидобувної галузі Венесуели почали зростати ціни на акції енергетичного сектору США. За тиждень вартість акцій сектору зросла на 2.1%. Також стрімко зростали акції американської оборонної промисловості на тлі загального посилення геополітичної напруженості й заявлених Трампом планів збільшити витрати на національну безпеку до \$1.5 трлн наступного року.

Крім того, Трамп заявив, що накаже провідним федеральним іпотечним агенціям Freddie Mac і Fannie Mae викупити іпотечні облігації загальною вартістю \$200 млрд, що, за його словами, має суттєво знизити вартість обслуговування іпотечних кредитів. Це, зокрема, сприяло зростанню вартості акцій секторів нерухомості, будівництва, споживчих товарів вибіркового попиту, а також казначейських облігацій із довгим строком погашення. За підсумками тижня індекси S&P 500 і Nasdaq 100 зросли на 1.6% і 2.2% відповідно, до нових рекордних рівнів. Дохідності десятирічних казначейських облігацій США знизилися на 3 б.п. до 4.17%. Європейський індекс акцій Stoxx 600 також завершив тиждень на рекордно високому рівні, зокрема завдяки новинам про можливу купівлю видобувної компанією Rio Tinto іншого гіганта галузі Glencore, а також сильним фінансовим результатам провідного європейського виробника мікросхем TSMC.

Геополітичне загострення надало новий поштовх цінам на золото (+4% за тиждень), срібло (+10%) та інші дорогоцінні метали. Заявлені Дональдом Трампом плани продавати підсанкційну венесуельську нафту через американські компанії спричинили зниження цін на нафту на початку тижня. Утім заворушення в Ірані посилили страхи збоїв у експорті нафти з цієї країни, і за підсумками тижня ціни на нафту зросли на 4%.

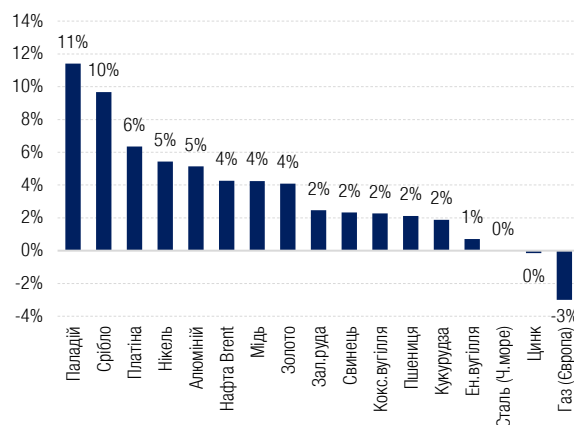
Погляд ICU: За підсумками 2025 р. провідні фондові індекси США S&P 500 і Nasdaq 100 зросли на 16.4% і 20.2% відповідно. У новому 2026 році американський ринок акцій має добрі шанси на подальше зростання завдяки солідному потенціалу економіки США й прибуткам американських корпорацій. Компанії IT-сектору будуть і надалі утримувати лідерство в зростанні прибутків, а їхні акції залишаться одним із головних рушіїв S&P 500 і Nasdaq 100. Водночас висока ринкова вартість IT-компаній та їхні високі капітальні витрати підживлюватимуть занепокоєність інвесторів і робитимуть потенціал зростання провідних індексів акцій США у 2026 році більш обмеженим. Також у цьому році значно зростає ризик високої ринкової волатильності і значних негативних корекцій вартості акцій.

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

Чисті запозичення у 2025 році склали лише 53 млрд грн

Міністерство фінансів рефінансувало всі погашення 2025 року та залучило в чистому вигляді трошки менше 53 млрд грн.

За підсумками 2025 року на внутрішньому борговому ринку до державного бюджету було залучено 414 млрд грн, \$2.4 млрд та 774 млн євро. Водночас погашення внутрішнього боргу склали 343 млрд грн, \$2.9 млрд та 750 млн євро. Відповідно, ролівер гривневого боргу становить 121%, боргу в доларах США 84% та боргу в євро 103%. У гривневому еквіваленті сукупні запозичення в усіх валютах склали 552 млрд грн, а погашення - 499 млрд грн, тож чисті запозичення склали трошки менше, ніж 53 млрд грн. Це лише 1/5 від планового показника в Законі про державний бюджет зі всіма змінами, однак утричі більше від обсягу чистих залучень, передбачених початковою версією бюджету, затвердженого у листопаді 2024 року.

На 2026 рік Закон про державний бюджет передбачає запозичення в обсязі 420 млрд грн, а погашення в сумі 524 млрд грн, тобто чисті погашення, мають перевищити 100 млрд грн.

Погляд ICU: Міністерство фінансів очікує, що зовнішньої допомоги цього року буде достатньо, щоб профінансувати дефіцит державного бюджету. Тож за базовим сценарієм потреби в значних залученнях на внутрішньому ринку не буде. План із від'ємними чистими запозиченнями, ймовірно, означає, що Мінфін планує і далі скорочувати обсяги валютних ОВДП в обігу. Водночас за гривневими інструментами Мінфін, найімовірніше, прагнучим до рефінансування боргу на рівні 100%.

Мінфін розпочинає рік із резервних облігацій

На першому аукціоні року Мінфін розпочав розміщення нового випуску резервних облігацій, а вже в середу проведе аукціон із обміну інших резервних ОВДП.

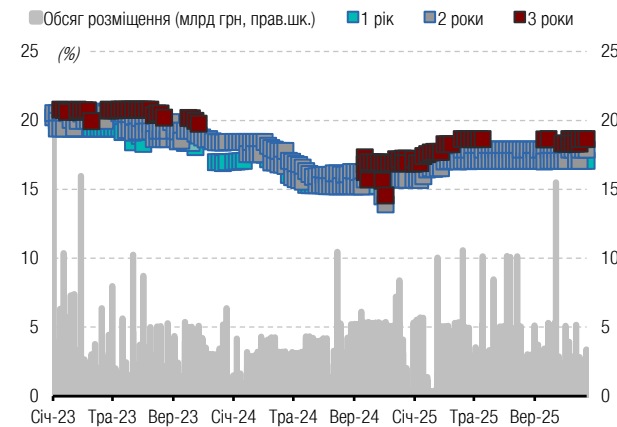
Минулого тижня Міністерство розмістило нові майже чотирирічні облігації обсягом 5 млрд грн із погашенням у вересні 2029 року. Дохідність цих облігацій склала 14.44%, що значно нижче, ніж за іншими військовими чи звичайними облігаціями. Уже на цю середу міністерство оголосило аукціон з обміну. Банкам буде запропоновано обміняти резервні облігації з погашенням 18 лютого цього року, обсяг яких в обігу складає майже

20 млрд грн, на нові папери з погашенням у вересні 2029 року. Обсяг випуску нових паперів на аукціоні з обміну обмежено 20 млрд грн, тож міністерство розраховує обміняти майже весь випуск резервних паперів із погашенням у лютому.

Погляд ICU: Мінфін не став відкладати обмін резервних облігацій і вирішив провести його на початку року. Це хороша практика, яка заздалегідь дозволяє знизити ризики рефінансування.

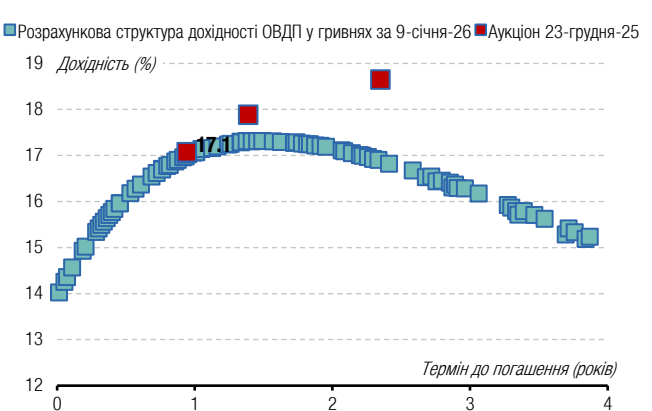
Графік 3. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

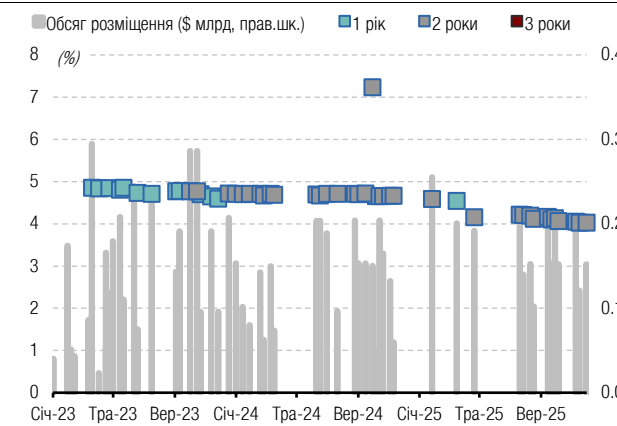
Розрахункова крива доходності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

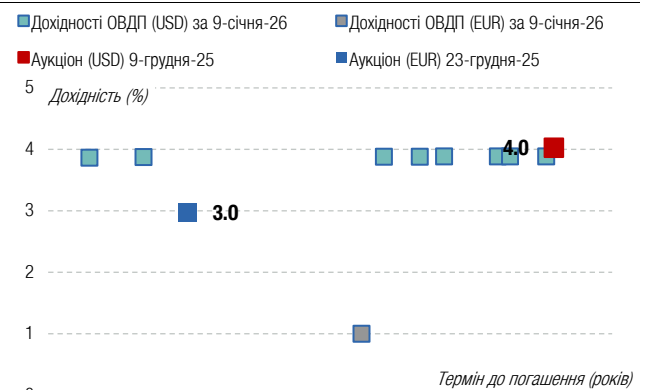
Графік 4. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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.

Нові єврооблігації серії С вже торгуються

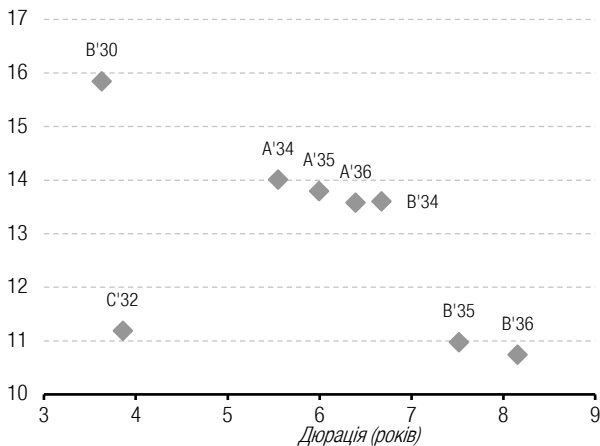
Упродовж різдвяно-новорічних свят коливання цін українських єврооблігацій були незначними, а нові папери, на які обміняли ВВП-варанти, були оцінені ринком досить непогано.

Протягом попередніх двох тижнів ціни українських єврооблігацій коливалися в межах кількох центів, але загалом суттєво не змінилися. Водночас на ринку з'явилися папери серії С, випущені наприкінці грудня в ході реструктуризації ВВП-варантів. Новий випуск отримав досить непогану оцінку ринком – облігації торгувалися з доходністю вище 11% за ціною 76-77 центів. Така доходність минулої п'ятниці була на 490 б.п. нижче доходності облігацій серії А з погашенням у 2029 році, які мають подібну дюрацію.

Погляд ICU: Робота над мирним планом для України триває, що підтримує оптимістичні настрої серед інвесторів, особливо у світлі затвердження фінансування від ЄС для України на цей та наступний рік. На цьому тлі нові єврооблігації серії С отримали дуже низьку дохідність на ринку, яка обумовлена, зокрема, особливими умовами *loss reinstatement clause*, завдяки яким вони добре захищені від втрат у разі можливих подальших реструктуризацій.

Графік 5. Дохідності та ціни українських єврооблігацій

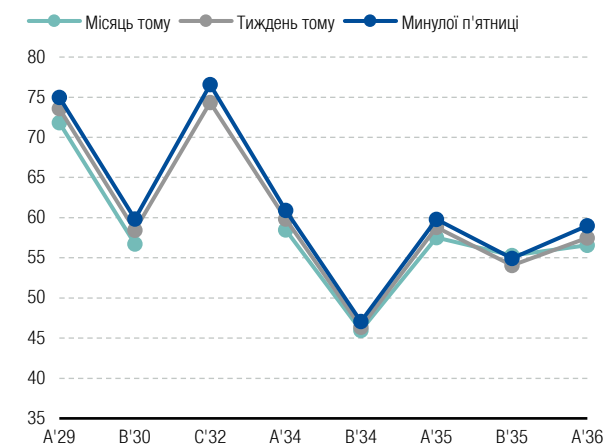
Дохідності єврооблігацій, %



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 єврооблігацій



Джерело: Bloomberg, ICU.

Валютний ринок

НБУ тестує нові рівні курсу гривні

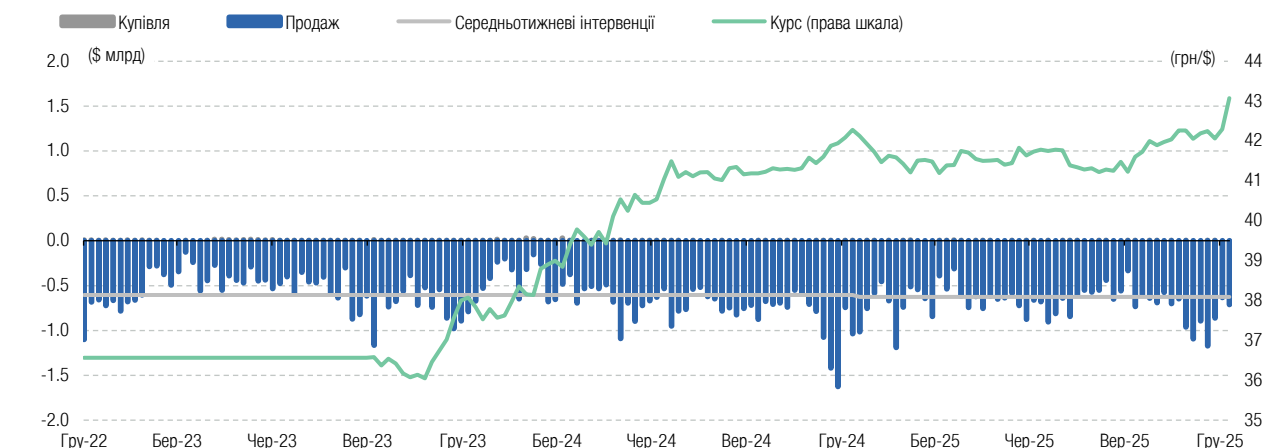
Національний банк розпочав рік зі значного ослаблення курсу гривні, однак без значних інтервенцій.

За перші дев'ять днів нового року Національний банк ослабив офіційний курс гривні на 1.7% до 43.08 грн/\$. Відбувалося це за досить невеликих інтервенцій: у новорічний тиждень інтервенції склали \$633 млн, а минулого тижня дещо зросли до \$712 млн. Для порівняння: в аналогічний період минулого року НБУ витратив на інтервенції майже \$1.8 млрд. Дефіцит валюти в перші вісім днів 2026 року склав \$639 млн, тоді як в аналогічний період 2025 року дефіцит перевищував \$1 млрд.

Погляд ICU: Послаблення гривні на початку року є свідомим рішенням НБУ, який зараз задає можливі орієнтири нового коридору для коливання гривні. Найближчим часом ми можемо побачити зворотний рух курсу ближче до 42 грн за долар. Ми очікуємо обмеженої волатильності курсу гривні до долара протягом року, хоча її коридор, імовірно, буде ширшим, ніж минулого року. До кінця року ми очікуємо поступового керованого ослаблення курсу гривні до рівня 44.3 грн/\$.

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

Резерви НБУ на рекордних рівнях у 2025 році

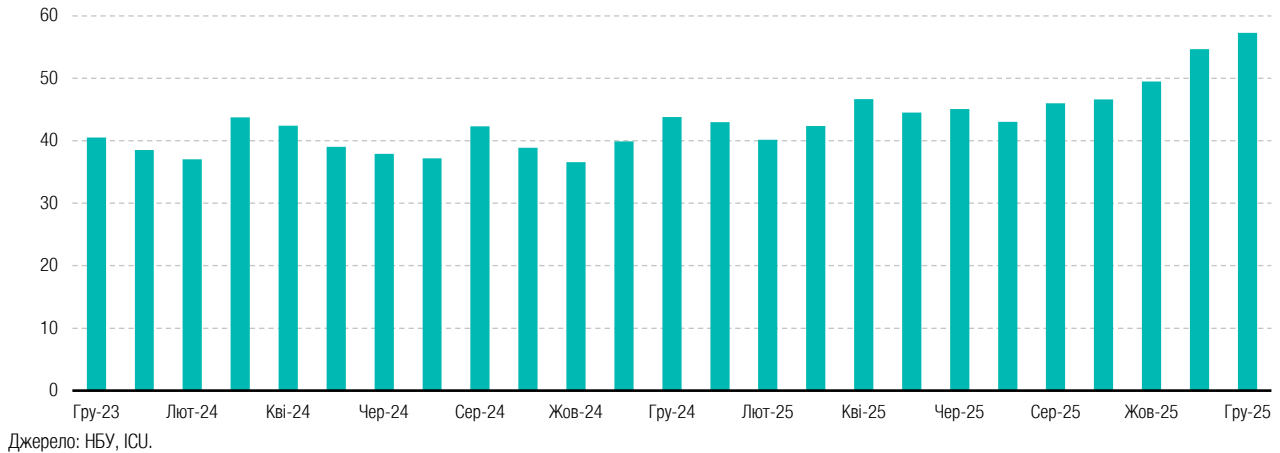
Валові резерви НБУ в грудні зросли на 4.6%, а протягом 2025 року на 31% до рекордного рівня \$57.3 млрд., що, за оцінками НБУ, еквівалентно 5.9 місяцям майбутнього імпорту.

Значне зростання резервів стало можливим завдяки рекордно великій зовнішній фінансовій допомозі, що склала минулого року \$52.4 млрд, включно з \$32.7 млрд від Європейського Союзу. Допомога від Великобританії в рамках ERA обсягом \$2.0 млрд не потрапляла до складу резервів НБУ через її цільове призначення. Водночас протягом минулого року НБУ витратив \$36.2 млрд на інтервенції на міжбанківському валютному ринку та близько \$6.0 млрд на обслуговування зовнішніх боргів (тіла та відсотків) включно з \$3.2 млрд платежів за кредитами МВФ.

Погляд ICU: Значне зростання резервів НБУ минулого року було повністю очікуваним завдяки значним обсягам надходжень зовнішньої фінансової допомоги, що частково включала й передфінансування бюджету у 2026 році. Ми очікуємо, що надходження фінансової допомоги залишатимуться значними й цього року перевищать \$40 млрд, переважно завдяки кредиту від ЄС, що недавно був погоджений Європейською радою. Це означає, що Національний банк матиме достатньо ресурсів, щоб повністю контролювати валютний ринок та обмінний курс гривні протягом 2026 року. Резерви НБУ, ймовірно, перевищуватимуть \$50 млрд протягом усього року.

Графік 7. Валові резерви НБУ, \$ млрд

Резерви НБУ перевищили \$57 млрд у 2025 році

**Інфляція різко впала у 2025 році**

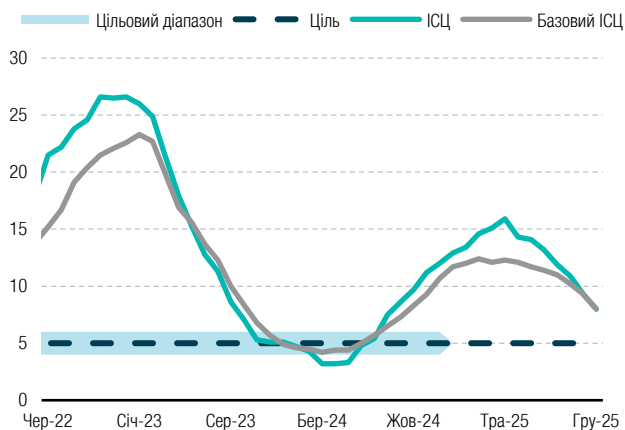
Річна інфляція знизилася до 8.0% у грудні порівняно з 9.3% в листопаді та піковим значенням 15.9% у травні.

Таке різке сповільнення інфляції було повністю неочікуваним – НБУ прогнозував 9.2% наприкінці року, а наш прогноз становив 8.5%. Місячна інфляція в грудні була аномально низькою та склала всього 0.2%. Сповільнення річних темпів зростання цін спостерігалось за широким переліком товарів та послуг, але найбільш помітним було для послуг зв'язку (12.0% у грудні порівняно з 16.4% в листопаді), продуктів харчування (9.8% порівняно з 11.8%), послуг охорони здоров'я (6.0% порівняно з 8.0%). Важливо, що в грудні помітним було й сповільнення цін на послуги ресторанів та готелів на 1в.п. до 13.5% - найнижчого рівня з грудня 2024 року. Цей сектор є особливо чутливим до зростання собівартості, зокрема зарплати та вартості енергоносіїв. Транспортні послуги були єдиною складовою споживчого кошика, ціни на яку прискорилися (6.1% порівняно з 5.9% у листопаді).

Погляд ICU: Ми очікуємо, що сповільнення річної інфляції спостерігатиметься щомісяця принаймні до червня, а в березні чи квітні інфляція може знизитися до менш ніж 6%. Інфляційний тиск залишатиметься слабким найближчими місяцями через сповільнення доходів домогосподарств, достатність минулорічного врожаю, труднощі з експортом продуктів харчування (через руйнування портової інфраструктури), сталість тарифів на комунальні послуги та обмежене послаблення гривні. Однак річна інфляція почне прискорюватися у 2п26 через низьку минулорічну базу. Ми очікуємо, що вона складе 6.3% наприкінці цього року. Несподіване падіння інфляції не залишає НБУ іншого вибору, окрім як перейти до (значно запізненого) циклу пом'якшення монетарної політики. Ми очікуємо зниження облікової ставки на 50 б.п. до 15.0% наприкінці січня та сукупного зниження ставки на 200 б.п. до 13.5% протягом 2026 року.

Графік 8. ІСЦ, базовий ІСЦ та інфляційні цілі, р/р, %

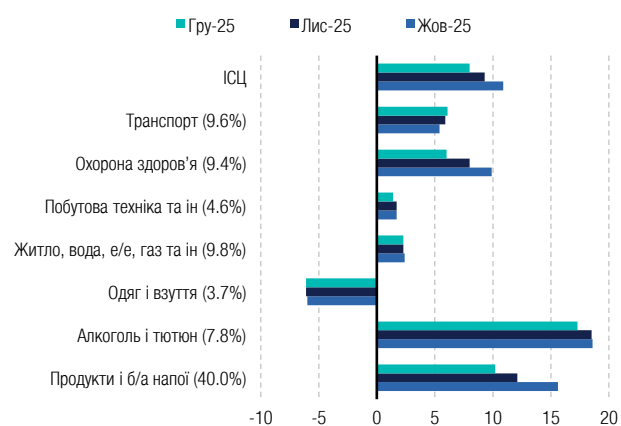
Річна інфляція далі стрімко сповільнюється



Джерело: Укрстат, НБУ, ICU.

Графік 9. ІСЦ та його основні компоненти, р/р, %

Ціни на продукти харчування різко сповільнилися



* числа в дужках показують частку складових у споживчому кошику

Джерело: Укрстат, ICU.



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.