

Фінансовий тижневик

Мінфін змінює тактику обміну ОВДП

Стислий виклад коментарів

Огляд міжнародних ринків

Прискорення інфляції посилює розпродажі акцій IT-сектору

Вища за очікування вереснева інфляція в США не завадила відновленню вартості облігацій, водночас значно погіршила настрої на ринках акцій, де посилився вплив коштів з IT-сектору.

Ринки державних облігацій

Мінфін змінює тактику обміну резервних ОВДП

Міністерство фінансів спочатку планувало провести один аукціон з обміну, але вирішило провести два аукціони з різними випусками ОВДП.

Інвестори занепокоєні діями США

Минулого тижня дохідності українських єврооблігацій суттєво зросли через посилення негативної риторики Президента США Д.Трампа щодо України.

Валютний ринок

НБУ тестує нові рівні для курсу гривні

Національний банк знову дозволив офіційному курсу гривні перетнути рівень 45 грн/\$ минулого тижня, однак наприкінці тижня навіть незначно укріпив його.

Макроекономіка

Ризики суттєво зросли

Українська економіка проходить найбільш складний період із 2022 року, оскільки тривають масовані російські атаки на промислові підприємства, а також складську та транспортну інфраструктуру. Ключові тези нашого нового макроекономічного огляду, опублікованого 14 жовтня, наведено нижче.

**НАСТУПНИЙ ВИПУСК ФІНАНСОВОГО ТИЖНЕВИКА
ЗАПЛАНОВАНО НА 2 ЛИСТОПАДА 2026 РОКУ.**

ПОНЕДІЛОК, 19 ЖОВТНЯ 2026

Операції НБУ та банків з резервними грошима (за 16 жовтня 2026)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
Ключова оп.ставка НБУ (%)	16.00	+0bp	+50bp
Ставка О/Н ² (міжбанк)	16.00	+3bp	+53bp
Корражунки банків ³ (млн грн)	328,472	+29.2	+38.3
Деп.сертифікати ⁴ (млн грн)	606,087	-5.0	+12.5

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 16 жовтня 2026¹)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ² (%)
НБУ	654,757	-0.2	-2.1
Банки	912,597	-0.6	+0.9
Резиденти ³	228,882	-2.9	+23.1
Фіз.особи ⁴	168,175	-1.4	+72.1
Нерезиденти ⁵	17,352	+2.9	+8.5
Всього	1,982,043	-0.5	+6.1

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 16 жовтня 2026)

	Останній рівень	Зміна за тиждень (%)	Зміна за рік ¹ (%)
USD/UAH	44.9012	+0.0	+7.7
EUR/USD	1.1239	+0.3	-3.8
Індекс долара ²	101.837	-0.4	+3.6

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

Джерело: НБУ, Bloomberg, ICU.

Середньоринкові котирування ОВДП (за 19 жовтня 2026)

Погашення	Придбання (%)	Продаж (%)
6 місяців	15.50	14.50
12 місяців	16.50	15.50
Два роки	17.00	16.00
Три роки	17.50	16.50
6 місяців (\$)	3.50	2.00
1.5 роки (\$)	4.00	2.50

Джерело: ICU.

Огляд міжнародних ринків

Прискорення інфляції посилює розпродажі акцій IT-сектору

Вища за очікування вереснева інфляція в США не завадила відновленню вартості облігацій, водночас значно погіршила настрої на ринках акцій, де посилився відплив коштів з IT-сектору.

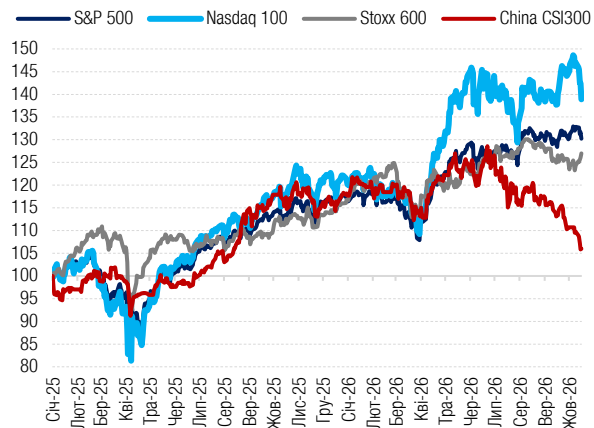
Приводом до розпродажів акцій американських IT-компаній на початку тижня стали новини про розробку більш ефективних мікросхем одним із китайських конкурентів, компанією ChangXin Memory Technologies. Це насамперед обвалило акції цілої низки американських виробників мікрочипів, а згодом розпродажі почали розповсюджуватись і на азійських ринках. Нервозність ще більше посилилась після суперечливого інтерв'ю одного зі співвласників постачальника хмарного сервісу CoreWeave. Висвітлення наразі невдалих спроб компанії покращити свій доволі низький кредитний рейтинг спричинило різке падіння її облігацій та акцій, а також потягнуло вниз інші котирування IT-сектору.

Оприлюднення інфляційних даних США за вересень стало ще одним неприємним шоком для ринків. Зростання індексу споживчих цін минулого місяця прискорилося до 3.7% р/р, а його базової складової – до 2.6%, і обидва показники виявилися вищими за очікування. На додаток до прискорення інфляції відбувся новий виток зростання цін на енергоносії. На тлі подальшої ескалації війни на Близькому Сході ціни на нафту зросли за тиждень на 5% до \$110 за барель марки Brent – найвищої позначки з травня, а ціни на природний газ у Європі на 8%, таким чином потроївшись із початку року. І знову головний удар від цих негативних новин отримали акції IT-сектору. В результаті ринкова капіталізація сектору в індексі S&P 500 втратила за минулий тиждень 6.4%, а тісно орієнтований на техносектор індекс Nasdaq 100 впав на 5.5% – найбільше за останні 18 місяців. Індекс S&P 500 знизився за тиждень на 1.9%.

Водночас тиск на вартість казначейських облігацій США від свідчень прискорення інфляції виявився швидкоплинним. Високі рівні дохідностей і розпродажі IT-акцій підвищили попит на традиційні «безпечні гавані», і за підсумками тижня дохідності десятирічних паперів упали на 17 б.п. до 5.07%. Дещо помірніше відновлювалися і європейські суверенні облігації: дохідності німецьких бундів знизилися на 5 б.п. до 3.43%, а британських гілтів на 7 б.п. до 5.37%. Індекс вартості єврооблігацій країн, що розвиваються, EMBI підріс за тиждень на 0.7%.

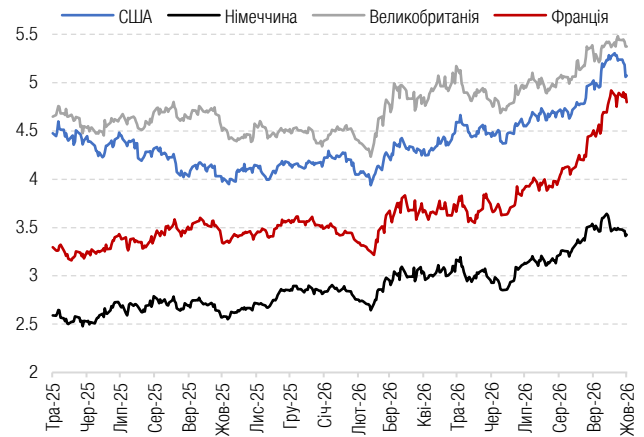
Погляд ICU: Незважаючи на рекордне за півтора роки тижнєве падіння, Nasdaq 100 залишається на 16% вище від рівня на початку року. Занепокоєність інвесторів рекордно високими капітальними витратами IT-компаній, нарощуванням ними боргового фінансування, а також їхньою завищеною ринковою вартістю може призвести до подальшої негативної корекції котирувань акцій сектору. Водночас дохідності казначейських облігацій залишаються високими й достатньо привабливими для інвесторів, що також чинитиме додатковий тиск на вартість акцій.

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



Джерело: Bloomberg, ICU.

Графік 2. Дохідності 10-річних суверенних облігацій, %



Джерело: Bloomberg, ICU.

Ринки державних облігацій

Мінфін змінює тактику обміну резервних ОВДП

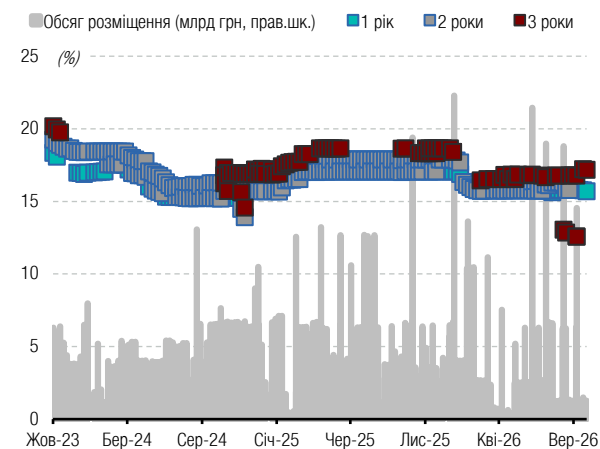
Міністерство фінансів спочатку планувало провести один аукціон з обміну, але вирішило провести два аукціони з різними випусками ОВДП.

Від початку Мінфін планував обміняти резервні облігації, які погашаються в листопаді, на новий випуск ОВДП, що вперше розміщувався на аукціоні жовтня. Однак із невідомих причин плани було змінено. Тримачам листопадових облігацій тепер пропонують їх обміняти на інші випуски. Минулого тижня для обміну було додатково розміщені папери з погашенням у травні 2029 року обсягом 5 млрд грн. Дохідність дорозміщення ледь перевищила 12%. Другий етап обміну міністерство анонсувало на цей тиждень, але вже на облігації з погашенням у квітні 2029 року (розміщувалися в травні та червні 2025 року). Обсяг пропозиції очікується на рівні 7 млрд грн. У підсумку обсяг обох випусків резервних облігацій буде нарощено до 25 млрд грн.

Погляд ICU: Наразі не зрозуміло, чому випуск ОВДП, який за всіма ознаками мав би стати новим резервним, не було включено Національним банком до переліку облігацій, дозволених для покриття частини обов'язкових резервів. Усе ж Мінфін знайшов можливість так обміняти частину листопадового випуску та зменшити потребу в коштах на погашення внутрішнього боргу наступного місяця. Ми очікували, що нові папери стануть резервними, а їх загальний обсяг випуску складе 20 млрд грн. Однак натомість два аукціони обміну на інші папери дали змогу рефінансувати лише 12 млрд грн. Тож щоб виконати план запозичень на 2026 рік, Мінфіну доведеться позичати ще приблизно по 3 млрд грн на тиждень, і таким чином рефінансувати погашення резервних облігацій. Усе це за умови, що план фінансування бюджету з внутрішніх джерел не буде переглянуто.

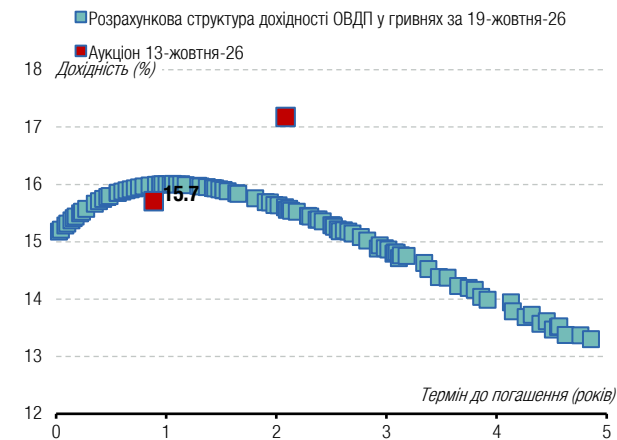
Графік 3. Гривневі ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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



Джерело: МФУ, ICU.

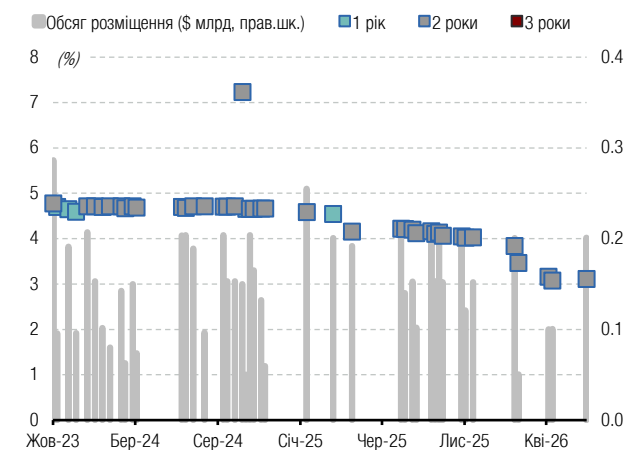
Розрахункова крива доходності ОВДП за даними НБУ порівняно з результатами аукціонів Мінфіну



Джерело: НБУ, МФУ, ICU.

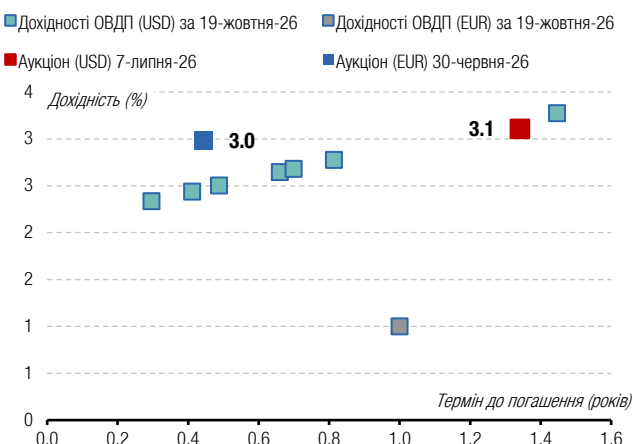
Графік 4. Валютні ОВДП: Історія розміщень та справедлива вартість цінних паперів

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.

Інвестори занепокоєні діями США

Минулого тижня доходності українських єврооблігацій суттєво зросли через посилення негативної риторики Президента США Д.Трампа щодо України.

У вересні риторика висловлювань Президента США щодо України знову погіршилася. Д.Трамп почав звинувачувати Україну в дефіциті дизельного пального та зростанні цін на дизель через удари по російських НПЗ. Минулого ж тижня стало зрозуміло, що жодних перемовин чи домовленостей про припинення вогню (навіть вибіркового) не буде. Це попри те, що Україна кілька днів зберігала паузу в ударах по російській енергетиці. У п'ятницю Д.Трамп повідомив, що не застосовуватиме акт Ліндсі Грема до Росії.

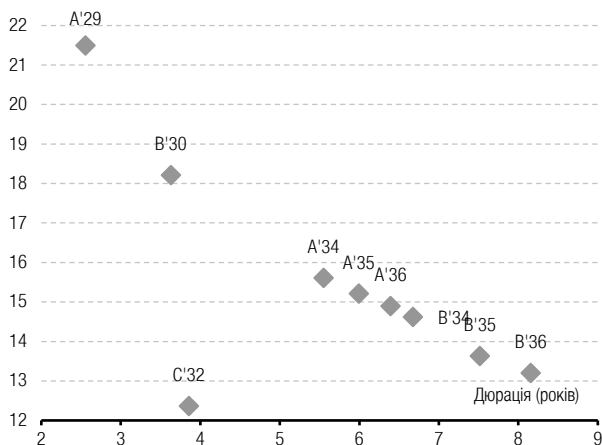
За таких умов стурбованість інвесторів поступово зростала. Якщо на початку вересня доходності були на рівні 11-13%, то на кінець вересня доходності облігацій серії А зросли до 14-17%, а серії В до 12-15%. У жовтні підвищення доходностей прискорилося, і минулого тижня доходності сягнули 15-21% для серії А та 13-18% для серії В. Доходності паперів серії С зросли за цей час із майже 11% до понад 12%.

Таким чином, окрім зростання дохідностей, посилилася інвертованість кривої дохідностей, адже спред між облігаціями серії А з погашенням у 2029 та 2036 роках зріс із 50-90 б.п. на початку вересня до 660 б.п. минулого тижня. Подібно зросли спреди й для серії В: з 80 б.п. на початку вересня до 360 б.п. минулого тижня для паперів із погашенням у 2030 та 2034 роках.

Погляд ICU: Наразі стурбованість інвесторів суттєво зросла, адже за відсутності переговорів та військової підтримки від США ситуація в Україні може погіршуватися навіть за безумовної та значної воєнної підтримки від ЄС. Риторика Президента Трампа продовжує збільшувати ризики паузи в переговорному процесі ще на тривалий час і, відповідно, продовжить впливати на настрої інвесторів. Незастосування акту Ліндсі Грема до росії додатково вплине на занепокоєння інвесторів, тож спреди й дохідності найкоротших паперів, імовірно, й далі зростатимуть цього тижня, а ціни відповідно продовжать падати.

Графік 5. Дохідності та ціни українських єврооблігацій

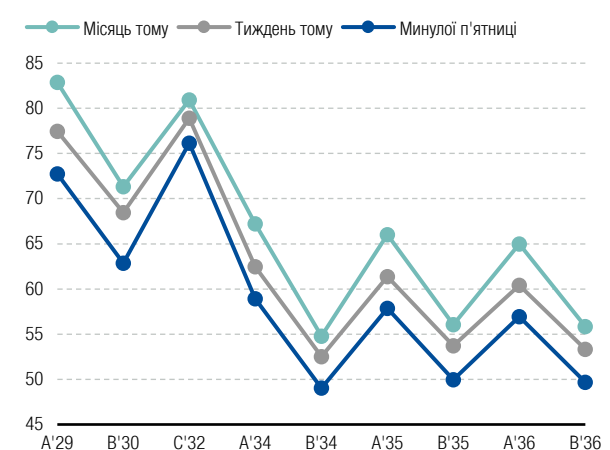
Дохідності, %



Нотатки: А – Step Up Bond серії А, В – Step Up Bond серії В, С – Step Up Bond серії С. Власники єврооблігацій серії В з погашенням у 2035-36 роках можуть отримати додатковий обсяг паперів у 2030 році.

Джерело: Bloomberg, ICU.

Ціни



Джерело: Bloomberg, ICU.

Валютний ринок

НБУ тестує нові рівні для курсу гривні

Національний банк знову дозволив офіційному курсу гривні перетнути рівень 45 грн/\$ минулого тижня, однак наприкінці тижня навіть незначно укріпив його.

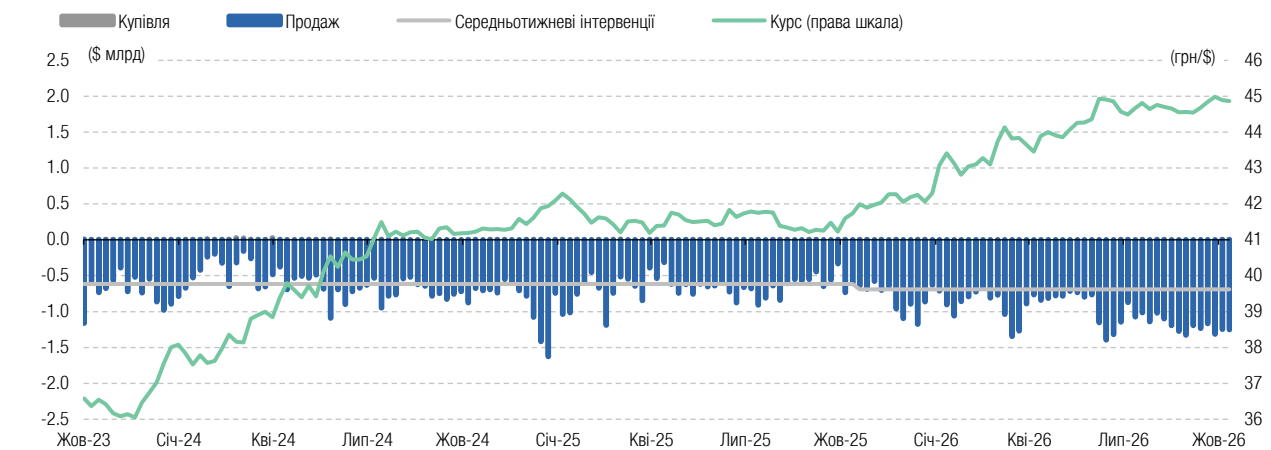
Загальний дефіцит валюти минулого тижня залишився майже незмінним, та й інтервенції не змінилися й перевищували \$1.2 млрд. Тож особливих причин для коливань курсу гривні до долара США не було. Однак НБУ в понеділок та вівторок дозволив ринку перетнути рівень 45 грн/\$ і встановлював офіційний курс на середу на максимальному історичному рівні 45.08 грн/\$. Загалом із початку року гривня послабшала вже на 5.9%.

Погляд ICU: НБУ не поспішає з ослабленням курсу гривні, наразі дозволяючи вартості долара США лише зрідка перетинати рівень 45 грн/\$, але на цьому етапі одразу повертає вартість долара США нижче від цього рівня. Ми очікуємо, що НБУ продовжить збільшувати коливання курсу, поступово прямуючи до рівня 45.8 грн/\$ на кінець цього року.

Структурний дефіцит залишатиметься великим через значні витрати на озброєння вітчизняного виробництва, для чого виробникам необхідно імпортувати різноманітні комплектуючі. Також потреба у валюті зростає внаслідок російських атак на енергетичну інфраструктуру. Тож НБУ доведеться й надалі тримати рівень інтервенцій на подібному, можливо, і вищому рівні.

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

Ризики суттєво зросли

Українська економіка проходить найбільш складний період із 2022 року, оскільки тривають масовані російські атаки на промислові підприємства, а також складську та транспортну інфраструктуру. Ключові тези нашого нового [макроекономічного огляду](#), опублікованого 14 жовтня, наведено нижче.

Негативні ефекти від прямих втрат активів бізнесом посилюються високою економічною невизначеністю та зупинкою чорноморських транспортних шляхів. Велику частку завданої шкоди не буде компенсовано, доки триває війна, тож економіка скорочуватиметься в 4кв26 та у 2027 році. Усе ж ми очікуємо обмеженого падіння ВВП, адже за десятиліття війни з росією структура економіки змінилася – суттєво зросла частка послуг та сектору оборони.

Падіння ВВП супроводжуватиметься прискоренням інфляції: вона вже вийшла у двознакову територію з вересня. Ми очікуємо, що індекс споживчих цін на піку сягне 12% протягом зими, а повернення до однознакових показників буде можливим лише в 3кв27. Різке прискорення інфляції практично повністю пояснюється тиском на собівартість продукції через ускладнення логістики та здорожчання пального.

З урахуванням нових ризиків ми очікуємо, що НБУ може підняти облікову ставку ще на 50 б.п. до 16.5% до кінця року і потім утримуватиме цей рівень до кінця 1п27. На цьому етапі ефективність трансмісійний механізму суттєво погіршилася, адже комерційні процентні ставки практично не реагували на зміну облікової ставки за останні кілька місяців.

Дефіцит зовнішніх рахунків (без урахування зовнішньої допомоги) продовжує зростати. Експорт упав через блокування морських транспортних шляхів, а от імпорт стрімко зростає, оскільки уряд нарощує закупівлі імпортої зброї та комплектуючих, які фінансуються оборонною складовою USL. Пільгове зовнішнє фінансування, попри

значні затримки, має бути достатнім, щоб компенсувати дефіцит зовнішніх рахунків до кінця 2027 року.

Це означає, що НБУ матиме достатньо можливостей для контролю над валютним ринком та обмінним курсом. Ми очікуємо продовження тренду до помірної девальвації гривні й убачаємо курс на рівні 45.8 грн/\$ наприкінці цього року та дещо вище 49.0 грн/\$ наприкінці 2027 року.

У бюджетній сфері ситуація видається контрольованою в 4кв26, однак у 2027 році уряд постане перед значними викликами: для фінансування дефіциту бюджету необхідно буде віднайти додаткові \$20-25 млрд. Як і в попередніх звітах, ми припускаємо, що баланс безпекових ризиків не зміниться в середньостроковій перспективі: мирна угода не буде підписана, але й територіальні здобутки ворога будуть дуже обмежені.



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.