

# Нотатки з Українського фінансового форуму 2016. День 1-й

м. Одеса 29 вересня 2016 р.

Перший день Форуму був насичений дискусіями про макроекономічну ситуацію та очікування та про найбільш значущі кроки щодо розвитку ринків капіталу в Україні.

## Вітальні звернення

**Президент України Петро Порошенко** у відео-привітанні говорив про перехід від політики виживання до політики економічного зростання. Ознаками такого переходу є оздоровлення банківського сектору та поступове пом'якшення валютних обмежень. Інфляція знизилась до 7%, прискорилось зростання реального ВВП (від +0.1% до +1.7% р/р відповідно у 1-му та 2-му кварталі цього року). Крім того, співробітництво з МВФ продовжується, про що говорить отримання траншу [у вересні цього року]. Це розблоковує отримання 1 млрд дол траншу кредитних гарантій Уряду США та 600 млн євро макрофінансової допомоги від ЄС. Надходження коштів дозволить тримати стабільність гривні та підтримати перші паростки економічного зростання.

Задачі на найближчий час – **створення в країні інвестиційно-привабливого середовища** для залучення внутрішніх та зовнішніх інвесторів (вже створено Інвестиційну Раду), усунення перешкод для експорту, повне використання потенціалу економіки, пошук резервів внутрішнього ринку, в тому числі завдяки проведенню пенсійної реформи та реформи охорони здоров'я. Старт судової реформи (з 30-го вересня набули чинності відповідні зміни у Конституцію) є наріжним каменем викорінення корупції.

**Голова НБУ Валерія Гонтарева** у власному відео-зверненні підкреслила, що за останній рік НБУ докорінно змінив монетарну політику. А саме, перейшов до таргетування інфляції, зберіг гнучке курсоутворення і "завдяки майже трьом рокам наполегливої праці" банківський сектор очищено і він "впевнено йде шляхом оздоровлення".

Наступною основною тезою від Голови НБУ була тема **таргетування інфляції** – адже за 2016-й рік відбулось швидке зниження споживчої інфляції з більш ніж 40% р/р до однознакового рівня. Це свідчить про високу вірогідність досягнення цільової позначки рівня інфляції 12% (+/-3%) у грудні цього року. Але НБУ не залишається осторонь валютного ринку і проводить інтервенції задля згладжування надмірних коливань обмінного курсу, що спричинені тимчасовими факторами. Адже волатильність обмінного курсу (за дослідженнями НБУ) суттєво впливає на інфляцію. Слід очікувати, що НБУ і надалі буде дотримуватись такої політики — тому що на наступний рік його мета щодо рівня інфляції складає 8% (+/-2%).

Щодо **кредитування**, то очікування стримані – у 2-му півріччі буде незначне поживлення, а от повноцінне відновлення очікується у "наступні роки" (тобто НБУ не формує очікування щодо зростання кредитування вже у наступному році).

**Лібералізація валютного регулювання** і далі буде відбуватись поступово і основний принцип НБУ — розсудливість. Адаже поспіх призведе до розгойдування обмінного курсу і, відповідно, збільшить інфляцію.

**Жером Ваше, керівник представництва МВФ в Україні**, відзначив паростки зростання, але акцентував увагу на потребі знайти шлях для сталого зростання: (тобто такого стану економіки, коли після економічного прискорення не наступає глибока рецесія). Для цього слід стимулювати розвиток малого та середнього бізнесу – тобто економічне зростання повинно бути більш рівномірним з точки зору розподілу зиску між економічними агентами.

**Іван Міклош, экс-міністр фінансів Словаччини та співголова SAGSUR<sup>3</sup>**, наголосив, що економічні реформи все ще не пройшли точку неповернення. Реформи слід не тільки продовжувати, їх треба прискорити та поглибити у найближчі місяці. Так, після Революції Гідності було зроблено багато в напрямку реформування економіки країни. Але реформи, які відклали, можна і треба було здійснити за цей короткий період. Найбільших досягнень останніх двох років три. Перше — Макроекономічна стабілізація (у 2015-16 рр.), зниження бюджетного дефіциту<sup>4</sup> з 10.5% у 2014р. до менш ніж 3% у 2015р. – це реально суттєве досягнення, це один з прикладів найбільшої фіскальної консолідації у світі. Це досягнення прямо пов'язане із другим найбільшим досягненням – дерегуляцією внутрішніх цін на енергоносії. Третє – впровадження законодавства у антикорупційній сфері. Частково успішними були дерегуляція, податкова реформа.

**Висновок:** за останні два роки корумпована та функціонально неспроможна система реформується та змінюється. Є напрямки, де прогрес з реформування є незадовільним – це захист прав власності. Є і сфера без прогресу – це приватизація державних підприємств та земельна реформа. Остання є великим рушієм розвитку, ринкових перетворень та економічного зростання для розвитку сільської місцевості, для залучення прямих іноземних інвестицій (ПІІ). Без ПІІ неможливо реструктуризувати старомодну промисловість для підвищення конкурентоздатності, тощо. Макроекономічна стабілізація є все ще крихкою – і якщо уряд разом із парламентом не будуть продовжувати та поглиблювати структурні реформи, без яких неможливі сильні державні фінанси та макростабільність загалом — стагнація, дестабілізація, девальвація.

<sup>3</sup> Strategic Advisory Group for Supporting Ukrainian Reforms (українською мовою: Стратегічна група радників щодо підтримки реформ в Україні).

<sup>4</sup> сектору загального державного управління.

## Панельна дискусія №1: Макроекономічна та фінансова ситуація в Україні: поточний стан і перспективи

*Перше інтерактивне опитування: Що означає стабільність гривні? Для 55.7% опитуваних це одночасна стабільність курсу гривні та інфляції*

Модератор **Тимофій Мілованов** з VoxUkraine запитав **Тімоті Еша**, ринкового стратега японського банку Nomura, щодо його основної ідеї для України щодо того як "продати себе" (у сенсі презентувати свої інвестиційні перспективи) міжнародним інвесторам. На що відповідь була такою: інвестори фокусуються на довгострокові перспективи відновлення економіки. Сучасна ситуація не є простою – західна преса фокусується на корупції, проблемах і тому перша реакція це негатив. Але країна здобула видатні досягнення у макроекономічній стабілізації за 2015-16 рр. – інфляція сповільнилась, бюджетний дефіцит знизився істотно, гривня стабілізувалась, валютні резерви зросли. Економіка зростає трохи більше 1% цього року, прискорення до 2-3% вже наступного року. "Люди в НБУ є героями" щодо реформування інституції та банківського сектору. Ця історія з макростабілізації є дуже важливою базою для відновлення. Далі потрібен прогрес у структурних реформах.

**Дмитро Сологуб, заступник Голови НБУ**, коментуючи результати 1-го інтерактивного опитування аудиторії (внизу) відзначив, що у суспільстві все ще високий рівень доларизації, і це дається взнаки. Проте він відзначив досвід країн, що розвиваються (з високим рівнем доларизації), які, після переходу на режим інфляційного таргетування, поступово адаптували суспільство (бізнес та домогосподарства) до нових умов. Перехід на режим інфляційного таргетування був неминучим, адже в країні спостерігався брак валютних резервів. Крім того, повільне відновлення кредитування відбувається через структурні фактори в економіці (брак кредитоспроможних позичальників, перекредитованість, слабка судова гілка влади, тощо).

Chart 1. Перше інтерактивне опитування під час панельної дискусії "Макроекономічна та фінансова ситуація в Україні: поточний стан і перспективи"



Джерело: ICU.

**Жером Ваше, керівник представництва МВФ в Україні**, нагадав, що до 2014-го року країна жила із кількома ілюзіями. Наприклад: ілюзія, що економіка здатна імпортувати значний обсяг природного газу за високими цінами (сьогодні країна витрачає значно менше іноземної валюти на імпорт газу). Інший приклад ілюзії, що економіка здатна жити із таким низьким (неадекватним) рівнем нагляду за комерційними банками (сьогодні цей сектор проходить вже майже трирічний період оздоровлення). На сьогодні ж в країні є центральний банк який модернізовано, оновлено, і який здатний аналізувати та прогнозувати, і тому він здатний досягати своїх цілей щодо інфляції.

Щодо допомоги від МВФ, то Ваше відзначив, що Фонд є інституцією, яка виконує функцію кредитора останньої інстанції для країн, що зіткнулися із кризою платіжного балансу. МВФ допомагає країнам знайти шлях для фінансування власних економік. І Фонд як кредитор зацікавлений у проведенні збалансованої економічної політики.

Chart 2. Друге інтерактивне опитування під час панельної дискусії "Макроекономічна та фінансова ситуація в Україні: поточний стан і перспективи"



Джерело: ICU.

*Опитування щодо середнього темпу зростання реального ВВП у наступні п'ять років показало, що більшість (54.2%) очікує зростання в межах 2-5% на рік*

**Іван Міклош, экс-міністр фінансів Словаччини та співголова SAGSUR**, зауважив, що для досягнення сталого зростання у межах до 5% на рік і навіть більш ніж 5% слід поглибити реформи. Для забезпечення підґрунтя для сталих та високих темпів зростання економіки мало мати керовану гнучкість обмінного курсу. Ключовим фактором є фіскальна консолідація, фіскальна стабілізація і на цій основі проведення структурних реформ. Досвід країн центрально-східної Європи (Словаччини, Чехії, Польщі) доводить, що реалістично досягти високих темпів зростання на фоні макроекономічної стабілізації. Відкритість економіки до зовнішніх ринків та інвестицій є ключовим елементом успіху. Країні потрібно стати конкурентоспроможною для масового промислового виробництва. Оптимальний шлях для фіскальної політики – це скорочення бюджетного дефіциту до рівня 2-3%, але важлива консолідація саме

через скорочення видаткової частини, а не через підвищення дохідної частини шляхом збільшення податків.

Chart 3. Третє інтерактивне опитування під час панельної дискусії "Макроекономічна та фінансова ситуація в Україні: поточний стан і перспективи"



Джерело: ICU.

*Опитування щодо оптимального розміру дефіциту державного бюджету показало, що більшість опитованих (41.7%) вважає таким діапазон у 0-3% від ВВП*

**Володимир Осаковський, головний економіст по Росії та країнам СНД банку BoAML**<sup>5</sup>, відповідаючи на питання щодо оптимального розміру дефіциту держбюджету, вказав на його оптимальний рівень до 3%. Дефіцит вищий за 3% від ВВП буде витіснити приватний сектор (тобто буде спостерігатися так званий **crowding-out** або ефект витіснення приватного сектору з ринку ресурсів у разі збільшення державних витрат). Крім того, дефіцит більший за 3% буде означати потребу у запозиченні значних обсягів коштів і не зрозуміло звідки такий обсяг грошей прийде: уряд може запозичити з внутрішнього ринку, тим самим витіснувши приватний сектор від фінансового ресурсу, або він може звернутися до центрального банку, що поставить під сумнів досягнення центральним банком мети зі споживчої інфляції.

Щодо поточної ситуації на міжнародних фінансових ринках. Наразі кілька трильйонів доларів суверенного боргу (урядів розвинутих країн) торгуються на фінансових ринках із від'ємною дохідністю (тобто інвестори погоджуються з інвестицією, яка принесе збиток). Це означає, що на ринках є величезний обсяг фінансового капіталу, який є доступним для запозичень урядом України. Ключове питання чи Україна буде здатною залучити цей капітал. Якщо структурні реформи відбудуться, зовнішні інвестиції відбудуться самі собою. Економіка України зараз здатна запропонувати інвесторам проекти із відносно високим відсотком. Як пропозиція – відкриття внутрішнього фінансового ринку для іноземних інвесторів через систему Euroclear. Глобальні

<sup>5</sup> Bank of America Merrill Lynch.



інвестори будуть звертати увагу на внутрішній фінансовий ринок та ринок державного боргу.

**Сергій Ягнич, Начальник управління корпоративних фінансів, Укрсиббанк, BNP Paribas:** підтримав обговорення щодо ефекту **crowding-out** зазначивши, що наразі на внутрішньому ринку цей ефект не спостерігається через такі фактори. По-перше, комерційні банки не можуть знайти кредитоспроможних позичальників, українські підприємства та компанії наразі мають досить високу кредитну заборгованість. По-друге, банківський сектор наразі розміщує свою ліквідність у депозитні сертифікати НБУ. Тобто наразі немає абсолютно такого ефекту. **Crowding-out** може проявитися через один-два роки, але тільки тоді, коли уряд отримає кращі кредитні рейтинги від міжнародних рейтингових агентств (адже зараз ці рейтинги все ще досить низькі), і коли уряд реформується настільки успішно як НБУ, тоді комерційні банки (особливо банки із іноземним капіталом) будуть інвестувати свою ліквідність у державні облигації. Тільки за таких умов ефект **crowding-out** почне проявлятися. Щодо іноземних інвестицій: країна все ще не визнає, що економіці потрібні більш значущі обсяги ПІІ. Потрібна політика, що буде залучати прямих інвесторів (політика "червоної доріжки").

**Андрій Павліченко, Директор, Nordwand Capital,** зупинився на питанні оцінки України міжнародними інвесторами – чи є різниця у оцінках України "до" та "після" Майдану. Він відзначив, що поточний стан ринку суверенних зобов'язань України показує, що кредитний ризик все ще високий. Прогрес з реформ потребує наступних кроків – реформу судової системи, реформу фінансового сектору в цілому, тощо. Внутрішні політичні суперечки теж впливають на сприйняття України як економіки з високим ризиком. Міжнародні інвестори часто оцінюють економіку, що розвивається, не через темпи економічного зростання, а через глибину рецесії (тобто чим глибша рецесія, тим вищий ризик економіки). Нажаль, дві минулі рецесії в Україні були доволі глибокими (у рецесію 2008-09 рр. сукупна втрата ВВП склала 22% та 18% у рецесію 2014-15 рр.).

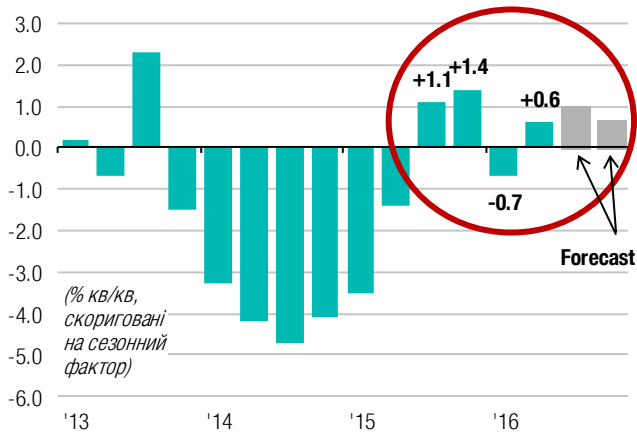
**Олександр Вальчишен, керівник аналітичного департаменту, ICU:** зазначив що консенсусний погляд на поточну економічну динаміку в Україні, який стисло формулюється висловлюванням "цього року економіка України нарешті зростає", не бере до уваги важливі нюанси. А саме: економіка дійсно почала зростати, але найбільш потужний імпульс до зростання спостерігався саме у 2-ій половині 2015 року. Нажаль, у 1-му півріччі 2016 року економіка уповільнювалась. Сумарно за минулі 4 квартали (з 3 кв. 2015 по 2 кв. 2016 рр.) зростання склало 2.4% (див. Chart 4 та Chart 5 на стор. 7). Діапазон прогнозу реального ВВП за 2016 рік становить 1-1.6% р/р<sup>6</sup>. Це означатиме, що зростання цього року не прискорюється, а радше уповільнюється. Щодо ролі фіскальної політики: слід відзначити, що якби у 2014-15 рр. відбулась більш істотна фіскальна консолідація, то рецесія 2014-15 рр. була б набагато глибшою, ніж вона фактично була. Справа в тім, що саме витрати уряду (споживання сектору державного управління) були найбільш стабільним компонентом економіки, в той час коли усі інші компоненти стрімко скорочувались (див. Chart 6 на стор. 7). Крім того, ринок праці є все ще слабким, про що свідчать рівень безробіття (9.4% на кінець 2 кв. 2016 р.) та рівень економічно активного населення (62.1% від населення у віці 15-70

<sup>6</sup> Поточні прогнози зміни реального ВВП України в 2016 році: МВФ +1.5%; World Bank +1.0%; НБУ +1.1%; ICU +1.6%.

років, 65.0 у грудні 2013 р.), яке знизилось за останні два роки майже на 2 млн осіб<sup>7</sup>. Тому, фінансову консолідацію, не зважаючи на її актуальність та важливість, слід здійснювати після більш істотного економічного відновлення (у тому числі після більш суттєвого скорочення рівня безробіття, Chart 7).

**Chart 4. Квартальна зміна реального ВВП у 2013-16 рр. (% квартал до попереднього кварталу, у сезонно-скорегованих термінах)**

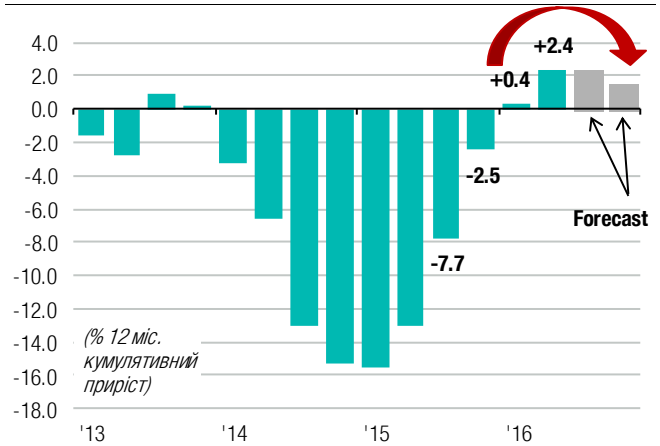
Історія з 1-й кварталу 2013 р. по 2-й квартал 2016 р. Прогноз на 2 півріччя 2016 р.



Джерело: Державна служба статистики, ІСУ.

**Chart 5. Квартальна зміна реального ВВП у 2013-16 рр. (% кумулятивний темп зростання за попередні 4 квартали)**

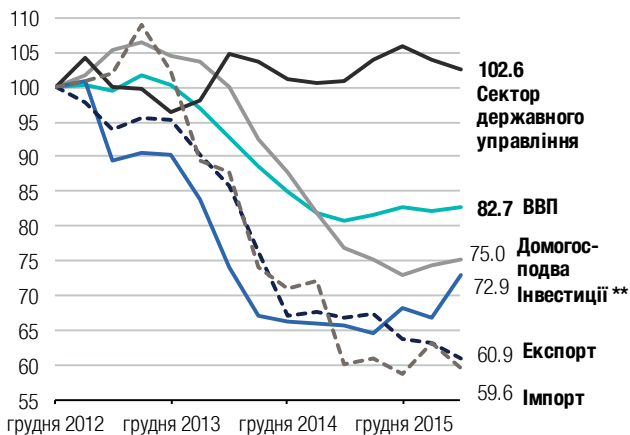
Історія з 1-й кварталу 2013 р. по 2-й квартал 2016 р. Прогноз на 2 півріччя 2016 р.



Джерело: Державна служба статистики, ІСУ.

**Chart 6. Індекси реального ВВП у 2013-16 рр. за категоріями кінцевого споживання\***

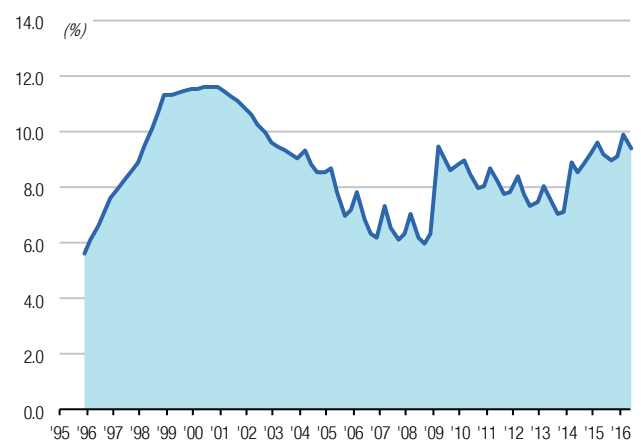
Історія з 4-го кварталу 2012 р. по 2-й квартал 2016 р. 4-й квартал 2012 р. = 100 пунктів



\* Індекси побудовані з використанням квартальних даних офіційної статистики про реальний ВВП (% квартал до попереднього кварталу, у сезонно-скорегованих термінах), див. Chart 4. Джерело: Державна служба статистики, ІСУ.

**Chart 7. Рівень безробіття (%)**

Історія з 1-го кварталу 1996 р. по 2-й квартал 2016 р.



Джерело: Державна служба статистики, ІСУ.

<sup>7</sup> з грудня 2014 року до червня 2016 року відповідно з 19.9 млн осіб до 17.9 млн осіб.  
Див.: [http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2006/rp/oprp/oprp\\_u/arh\\_oprp\\_u.htm](http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2006/rp/oprp/oprp_u/arh_oprp_u.htm)

## Панельна дискусія №2: Ринки капіталів у Програмі розвитку фінансового сектору 2020: що зроблено та стратегічні кроки на наступні роки

### Перша частина дискусії

**Тимур Хромаєв, Голова НКЦПФР<sup>8</sup>:** Україна повинна бути складовою частиною європейських ринків капіталу. На сьогодні в країні є небагато інвесторів через низький рівень захисту прав власності. Комісія не має достатнього інструментарію впливу на ринок, що заважає їй повноцінно та ефективно здійснювати свої функції. Вже реалізовано 36% від запланованих в сфері цінних паперів реформ. Наступними кроками, які повинні підвищити ефективність роботи комісії мають бути: (1) поділ (так званий "спліт") функцій Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг між НБУ та НКЦПФР; (2) запровадження відповідальності за маніпулювання на ринку ЦП; (3) розробка та прийняття нового законодавства в сфері корпоративних облігацій; (4) подальша гармонізація вітчизняного законодавства із директивами ЄС.

**Олег Чурій, заступник Голови НБУ:** адміністративні обмеження на валютному ринку негативно впливають на економіку, в той же час дозволяють запобігти обвалу курсу. Нацбанк очікує, що зняття цих обмежень буде довготривалим процесом, часові рамки якого - не визначені. Для повної відміни обмежень повинна скластись довготривала макроекономічна стабільність та суттєве зростання валютних резервів.

Дефіцит поточного рахунку на цей рік очікується на рівні 1.9 млрд дол, що не є критичним для економіки. Тенденція до нетто-продажу валюти населенням дозволить покрити цей дефіцит.

Вітчизняний валютний ринок характеризується низькою ліквідністю, НБУ доводиться втручатись, перебираючи на себе функції покупця та продавця останньої інстанції. З метою покращення ситуації із ліквідністю, регулятор планує запровадити інститут маркетмейкерів з числа крупних банків. Натомість до них застосовуватимуться більш гнучкі вимоги по валютним нормативам, а, також, маркетмейкери матимуть доступ до валютних аукціонів НБУ.

**Макар Пасенюк, керуючий директор фінансової групи ICU,** відмітив, що доходності мають потенціал падіння до 6% - рівня за якого на місце інвесторів-авантюристів приходять більш консервативні інвестори з меншим апетитом до ризику. Основні питання, які цікавлять інвесторів - це яким чином країна збирається зростати і яка в неї є інвестиційна ідея. Існує три основних напрямки: (1) приватизація державних підприємств; (2) реалізація майна неплатоспроможних банків фондом гарантування вкладів (біля 2 млрд дол); (3) створення ринку землі, яка знаходиться в державній власності (близько 15 млрд дол).

### Друга частина дискусії...

...щодо розвитку ринку капіталів стосувалась запровадження деривативів та розробки української ISDA. Учасники дискусії, голова НКЦПФР Тимур Хромаєв, заступник

<sup>8</sup> Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.



директора департаменту НБУ Микола Селехман, заступник голови "Української аграрної асоціації Мар'ян Заблоцький та модератор, менеджер реформи фінансового сектору Національної ради реформ Вікторія Страхова, обговорили сучасний стан справ та перспективи запровадження в Україні деривативів і вітчизняної ISDA.

На думку **Тимура Хромаєва**, це важливий інструмент, і проект закону про деривативи має бути прийнятий. Але це лише початок довгого шляху. Визначені ним правила мають реалізуватися в житті, знайти відображення у відносинах між суб'єктами ринку. У той же час було висловлено побоювання, що у поточних реаліях ринку це може підлити масла у вогонь. Та не зважаючи на страхи, потрібно йти уперед і вибудовувати цей ринок, використовуючи ті ж принципи, систему взаємовідносин, адже весь світ будує ринки деривативів, вибудовуючи його регулювання з 2009 року, після кризи.

При цьому необхідно одразу вибудовувати всю систему, не відкладаючи впровадження окремих елементів на потім. Спочатку основу має покласти закон, і потім крок за кроком мають вибудовуватися нормативні акти і правила, які будуть регулювати випуск та обіг таких інструментів.

Чи будуть ці інструменти сприйняті ринком, чи будуть використовуватися, які базові активи стануть основою деривативів в Україні покаже час, але впровадити їх необхідно і дуже важливо, незважаючи на всі складнощі.

З думкою Хромаєва перекликається позиція **Головного менеджера Департаменту внутрішніх валют та ринку капіталів ЄБРР, Яцека Кубаса**, який у своєму відео-зверненні висловив сподівання, що закон буде незабаром прийнятий, і Україна продовжить рухатися далі впроваджуючи цей інструмент і розробляючи всі необхідні документи, включаючи типові договори і стандарти, так звану українську ISDA. Зі свого боку ЄБРР має великий досвід такої роботи в різних країнах і готовий докласти зусиль для застосування цього досвіду в Україні. Крім того, він висловив надію, що учасники ринку знайдуть спільно необхідне фінансування для залучення юристів до розробки Української ISDA.

Щодо деривативів валютного ринку. **Представник НБУ М. Селехман** зазначив, що в разі запровадження валютних деривативів, основою цього ринку буде позабіржовий ринок, що є традиційним для країни, незважаючи на проведення таких угод через біржі. Але і біржовий ринок може мати перспективи, і в ході валютної лібералізації НБУ цілком може надати банкам право торгувати такими інструментами на біржовому ринку. Учасникам ринку потрібно давати варіанти, а вони нехай обирають найкращі. Це ж саме, на думку Селехмана стосується і того, який курс буде використовуватися для фіксингу по безпоставочним форвардам на курс гривня/долар. Якщо курс НБУ відобразатиме реалії ринку, і до нього буде довіра та не буде претензій, він цілком може стати основою для фіксингу. Але вибір знову ж таки має робити ринок, а не рішення буде нав'язуватися регулятором.

**Мар'ян Заблоцький, заступник Голови "Української аграрної асоціації"**: аграрний ринок має всі підстави стати однією з основ ринку деривативів в Україні, генеруючи значні грошові потоки. Незважаючи на негативні наслідки спроб запровадити ф'ючерси на зерно, коли виробники і зернотрейдери стикались з низкою складнощів, зокрема необхідністю хеджування ціни, квотами на експорт і валютним регулюванням одночасно, агросектор є дуже перспективним у цьому питанні.

Враховуючи суттєве, чи не найбільше, лоббі в парламенті, при необхідності запровадження інструменту, необхідні рішення можуть бути швидко прийняті. І при

наявності хорошого і потрібного законопроекту з фінансових ринків, аграрне лоббі може його підтримати. А інтерес до деривативів на аграрному ринку може виникнути дуже скоро.

Після скасування сертифікацій та стандартів, аграрний ринок отримав суттєвий поштовх і зростання конкуренції. Але він наближається до того стану, коли трейдери почнуть дивитися на ринок з іншого боку, встановлюючи нові стандарти і запроваджуючи чи починаючи використовувати нові інструменти.

Учасники дискусії зійшлися до спільної думки, що необхідно створити основу для ринку деривативів, поступово розробляючи необхідну нормативну базу, надаючи учасникам ринку можливості. А вже ринок визначатиме який з інструментів використовувати. А НБУ по мірі валютної лібералізації може надавати банкам більше можливостей для торгівлі деривативами. Фактично, на думку Т. Хромаєва, розвиток ринку капіталів і валютна лібералізація, це два паралельних процеси, і мають відбуватися одночасно, а не по чергово. Спочатку треба зробити ринок, валютну лібералізацію, і тоді вирішувати чи дозволяти ще щось банкам. Бо наразі ще нема що дозволяти, не маючи ні закону про деривативи, ні розвиненого ринку капіталів.

# Disclosures

## ANALYST CERTIFICATION

This research publication has been prepared by the analyst(s), whose name(s) appear on the front page of this publication. The analyst(s) hereby certifies that the views expressed within this publication accurately reflect her/his own views about the subject financial instruments or issuers and no part of her/his compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the inclusion of specific recommendations or views within this research publication.

## EQUITY RATING DEFINITIONS

**Buy:** Forecasted 12-month total return greater than 20%

**Hold:** Forecasted 12-month total return 0% to 20%

**Sell:** Forecasted 12-month total return less than 0%

Note: total return is share price appreciation to a target price in relative terms plus forecasted dividend yield.

## DEBT RATING DEFINITIONS

**Buy:** Forecasted 12-month total return significantly greater than that of relevant benchmark

**Hold:** Forecasted 12-month total return is in line with or modestly deviates from relevant benchmark

**Sell:** Forecasted 12-month total return significantly less than that of relevant benchmark



Office 44, 11th floor, LEONARDO Business Centre  
19-21 Bogdan Khmelnytsky Street  
Kiev, 01030 Ukraine  
Phone/Fax +38 044 2200120

CORPORATE FINANCE TEL. +38 044 2200120

**Makar Paseniuk**, Managing Director  
makar.paseniuk@icu.ua

**Ruslan Kilmukhametov**, Director  
ruslan.kilmukhametov@icu.ua

SALES AND TRADING TEL. +38 044 2201621

**Konstantin Stetsenko**, Managing Director  
konstantin.stetsenko@icu.ua

**Sergiy Byelyayev**, Fixed-Income Trading  
sergiy.byelyayev@icu.ua

**Vitaliy Sivach**, Fixed-Income & FX Trading  
vitaliy.sivach@icu.ua

**Vlad Sinani**, Director,  
Strategy and Corporate Development  
vlad.sinani@icu.ua

**Yevgeniya Gryshchenko**,  
Fixed-Income Sales  
yevgeniya.gryshchenko@icu.ua

RESEARCH DEPARTMENT TEL. +38 044 2200120

**Alexander Valchyshen**  
Head of Research  
alexander.valchyshen@icu.ua

**Alexander Martynenko**  
Head of corporate research  
alexander.martynenko@icu.ua

**Bogdan Vorotilin**  
Financial analyst (Food & Agribusiness)  
bogdan.vorotilin@icu.ua

**Taras Kotovych**  
Senior financial analyst (Sovereign debt)  
taras.kotovych@icu.ua

**Mykhaylo Demkiv**  
Financial analyst (Banks)  
mykhaylo.demkiv@icu.ua

**Lee Daniels, Rolfe Haas**  
Editors

**Investment Capital Ukraine LLC is regulated by Securities and Stock Market State Commission of Ukraine (license numbers: dealer activity AE 263019, broker activity AE 263018, underwriting activity AE 263020 dated 11 April 2013).**

---

## DISCLAIMER

This research publication has been prepared by Investment Capital Ukraine LLC solely for information purposes for its clients. It does not constitute an investment advice or an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument. While reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading at the time of publication, Investment Capital Ukraine makes no representation that it is accurate or complete. The information contained herein is subject to change without notice. Copyright and database rights protection exists in this report and it may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without the prior express consent of Investment Capital Ukraine LLC. All rights are reserved. Any investments referred to herein may involve significant risk, are not necessarily available in all jurisdictions, may be illiquid and may not be suitable for all investors. The value of, or income from, any investments referred to herein may fluctuate and/or be affected by changes in exchange rates. Past performance is not indicative of future results. Investors should make their own investigations and investment decisions without relying on this report. Only investors with sufficient knowledge and experience in financial matters to evaluate the merits and risks should consider an investment in any issuer or market discussed herein and other persons should not take any action on the basis of this report.



**Additional information is available upon request.**