



Фокус
Україна

Сегменти
Економіка

Аналітики
Олександр Мартиненко
Тарас Котович
Михайло Демків
Дмитро Дяченко

Укрфінфорум-2018

Напередодні виборів та угоди з МВФ

ВІВТОРОК, 2 ЖОВТНЯ 2018

20-21 вересня в Одесі відбувся п'ятий щорічний Український фінансовий форум організований ICU. Як і в попередні роки, всесвітньо відомі спікери з політики, фінансової та наукової галузі обговорювали досягнення України та подальші очікування у сфері реформ. Проте цього разу більше уваги було приділено світовій макроекономічній ситуації, проблемам міжнародної торгівлі, новим трендам в управлінні активами та інвестиціях, а також потенціалу венчурного капіталу в Україні. Також відчутно було домінування двох питань: наближення виборів та переговори з МВФ.

На думку ключових спікерів, торговельний конфлікт, у який США втягують своїх партнерів, зокрема Китай, використовується адміністрацією Трампа у політичних цілях. Але у Китаю є належні інструменти для протидії США і продовження економічного зростання. Залежно від способу вирішення цього конфлікту є можливість переміщення балансу сил у Пекін. Але водночас, можливі збої у міжнародній торгівлі можуть мати значний вплив на інші країни, в тому числі на розвиткові ринки та Україну. Спікери неодноразово віддавали належне прогресу України у досягненні реформ, яких було зроблено за останні чотири роки більше ніж за попередній 20-річний період.

Тим не менше, напередодні президентських та парламентських виборів 2019 року інвестори занепокоєні чи будуть реформи продовжуватися такими ж темпами. Учасники одногосно висловилися стосовно необхідності продовження співпраці з МВФ, оскільки Україна залишається дуже залежною від зовнішніх запозичень. Водночас, Україні необхідно зосередити зусилля на змінах, які призведуть до стійкого надходження прямих іноземних інвестицій (ПІІ). Одним зі шляхів залучення ПІІ є широке ознайомлення з успішними інвестиційними історіями в Україні. Однак ще більш важливим є те, що уряд має відігравати активнішу роль у створенні нових інвестиційних можливостей, і насамперед — у більш рішучій приватизації. Багато спікерів зазначали, що велика частина основних активів України залишається під контролем держави поза доступом до ринків капіталу. Також доповідачі наголосили на важливості впровадження ринку землі, який може принести щонайменше \$15-20 млрд інвестицій. Для порівняння, остання програма МВФ EFF має розмір \$17.5 млрд. Створення передбачуваного і прозорого регуляторного режиму, розвиток ліквідного фондового ринку та продовження пенсійної реформи також були названі ключовими чинниками, які могли би забезпечити величезний приплив капіталу до України.

Важливо також розвивати базу локальних інвесторів, і створення привабливих умов для вітчизняних банків та фізичних осіб на внутрішньому ринку облігацій може принести додаткові \$20 млрд. Підняття ставки НБУ цього року сприяє зростанню доходностей і підтримує попит на ОВДП. Але для подальшого зміцнення бази інвесторів ринок внутрішніх облігацій має поліпшити ліквідність, збільшити підтримку вторинного ринку, посилити прозорість і надійність.

Індустрія венчурного капіталу в Україні створює чудові можливості для інвесторів. Це особливо стосується агротехнологій, кібербезпеки та інфраструктури блокчейн. Це підтверджують виступи на Форумі засновників українських топ-компаній. Тому замість нинішньої нульової підтримки, уряд має зробити свій внесок у розвиток ІТ-сектору шляхом запровадження податкових пільг, створення фонду фондів та підтримки технічної освіти.



Odesa 2018

ПРОМОВА КЛЮЧОВОГО СПІКЕРА: ПЕРСПЕКТИВИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ США

Щоби запобігти черговій фінансовій кризі ФРС США має підвищувати ставки повільнішими темпами

Одним з головних питань, яке активно обговорювалося на Українському фінансовому форуму 2018 залишається стан американської економіки. **Нараяна Кочерлакота**, президент Федерального резервного банку Міннеаполіса в 2009-2015 роках, задається питанням, чи є економічна ситуація в США настільки сприятливою, як це здається на перший погляд. Найдовший «бичачий» тренд на ринку США усе ще продовжується, але це не буде тривати вічно. Кочерлакота вважає, що з метою запобігання наступній фінансовій кризі ФРС має на деякий час утриматися від подальшого підвищення ставок або, принаймні, піднімати їх повільніше. Останні звіти бюро статистики праці показують, що США досягли максимальної зайнятості, але Кочерлакота ставиться до цього висновку скептично. Річ у тім, що під час попередньої рецесії 2008-2009 років рекордне число американців полишили надії знайти роботу і таким чином вони перестали вважатися безробітними. І зараз вони тільки повертаються на ринок праці. Кочерлакота вважає, що економіка США перетне лінію максимальної зайнятості в період від 12 до 24 місяців і це супроводжуватиметься тиском на рівень заробітної плати.

На думку Кочерлакоти, Китай здатний обігнати США у боротьбі за звання світової наддержави. Говорячи про цьогорічну перспективу, Кочерлакота очікує, що президент Трамп знайде спосіб оголосити перемогу в ситуації з Китаєм до виборів у Конгрес.

Кейю Джин, професор Лондонської школи економіки, переконана, що Китай, — хоч і вступає в нинішню торговельну війну зі США як слабша сторона, — вийде з неї переможцем. "Війна витривалості вимагає терпіння, якого комуністична партія Китаю має вдосталь".

Фінансова система КНР колись була її найслабшою ланкою, — вважає Кейю Джин, — але ситуація швидко змінюється. Лібералізація платіжної системи вилилась у бум безготівкових операцій, де Китай зараз став одним зі світових лідерів. Проте банківське кредитування усе ще значною мірою визначається адміністративними вказівками, а не ринковими процесами. Банки, як правило, підключаються до тих проектів, які Президент Си Цзіньпін визначив бажаними.

У геополітичному плані Китай фінансує проект One Belt One Road, який складається зі значної кількості великих інфраструктурних проектів у країнах на захід від Китаю. Він покликаний сприяти китайській торгівлі та збільшити вплив країни у цих регіонах, чим ще більше посилить статус Піднебесної як світової наддержави.

ПАНЕЛЬ КЛЮЧОВИХ СПІКЕРІВ: ГЛОБАЛЬНА ФІНАНСОВА СИСТЕМА ТА СВІТОВА ЕКОНОМІКА: ЧОГО ЧЕКАТИ УКРАЇНІ ВІД ДВОХ СУПЕРДЕРЖАВ?

Внутрішньополітична ситуація у США мотивує американську владу чинити тиск на Китай у короткостроковій перспективі

Нинішній торговий конфлікт це більше політика стримування у відповідь на швидке економічне зростання Китаю і тому в короткостроковій перспективі США продовжать тиснути на Китай, вважає Нараяна Кочерлакота, президент Федерального резервного банку Міннеаполіса у 2009-2015. Важливішим є питання, наскільки бачення Президента Трампа щодо зовнішньої політики збережеться в країні після його президенства? Трамп використовує торговий конфлікт з Китаєм більше у політичних цілях – є дуже багато розчарованих темпами росту економіки США, і вони хочуть щоб хтось за це відповів. І Китай підходить для цієї ролі, вважає Кочерлакота.

Розв'язання торгового конфлікту змінило точку зору на відносини зі США і в самому Китаї, вважає Кейю Джин, професор Лондонської школи економіки. Тепер кожен член комуністичної партії бачить загрозу з боку США. Це посилює позиції лівої частини компартії і сприяє посиленню націоналізму. Китайський уряд розглядає економічне зближення з іншими розвитковими країнами як можливість зміцнити свої позиції у цьому конфлікті. Однак, на думку Джин, політичний вплив США на ці країни ускладнює цей процес.

Торговий конфлікт між США та Китаєм є другорядним питанням для обох країн, які в даний час більше уваги приділяють ситуації у своїх внутрішніх економіках

Разом з тим, і Кочерлакота і Джин вважають нинішню торгову війну другорядною для своїх країн. Першочерговим завданням для США є підтримка економічного росту через фінансові стимули та покращення ситуації на ринку праці. Китай же акцентує увагу на фінансовій стабільності та зменшенню боргового навантаження підприємств. У той же час, торговий конфлікт змушує його коригувати свою політику.

Експерти вважають, що Україні, як і іншим розвитковим країнам, залишається лише спостерігати за діями США та Китаю, оцінювати можливі ризики від продовження конфлікту і проводити політику, спрямовану на мінімізацію збитків економіці від дій «двох слонів у посудній крамниці».

ПАНЕЛЬ 1: ЧИ СТАНЕ ПОЛІТИКА ПЕРЕШКОДОЮ РУХУ ВПЕРЕД? РЕФОРМИ В РІК ВИБОРІВ

Незважаючи на значний прогрес у реформах в Україні, інвестори ставлять під сумнів його довготривалість — і особливо напередодні виборів у 2019 році

3 точки зору спікерів-регуляторів, у здійсненні реформ за останні чотири роки було досягнуто значного прогресу. **Катерина Рожкова**, перший заступник голови Національного Банку України, вважає макрофінансову стабільність головним досягненням НБУ. Більше того, впровадження інфляційного таргетування та плаваючого режиму обмінного курсу гривні, забезпечило прийняття Закону про валюту, який надає великі можливості бізнесу. **Дмитро Шимків**, колишній заступник голови Адміністрації Президента України та секретар Національної ради реформ, пригадав досягнення реформ, що допомогли залучити іноземні інвестиції в українські проекти, такі як будівництво насінневого заводу компанією Monsanto, ліжного заводу Head International, портового терміналу Cargill. Обидва спікери підкреслили, що ці реформи є незворотними через значні зміни не тільки в системі права, але й у бізнес середовищі. Проте, як зазначив **Лайош Бокрош**, професор Центрально-європейського університету та колишній міністр фінансів Угорщини, європейський досвід має багато прикладів, коли те, що спочатку здавалося глибокими реформами, пізніше сходило нанівець. Не дивлячись на це, Лайош Бокрош вірить, що майбутнє України — у Європі.

Україна має забезпечити верховенство права, прискорити приватизацію та підвищити продуктивність праці

Бокрош підкреслив критичну важливість таких питань: 1) стійке економічне зростання у таких невеликих економіках як Україна неможливе без верховенства права, зокрема цілісності приватної власності та надійності виконання економічних договорів; 2) необхідно досягти більшого прогресу у приватизації державних активів; 3) високий рівень трудової еміграції призведе до того, що через рік або два Україна уже не зможе покладатися на достатню кількість кваліфікованої та дешевої робочої сили, — а отже, країна повинна сприяти зростанню продуктивності та проводити якісні реформи в освіті.

Щоб залучити інвестиції, Україна повинна активніше озвучувати свої успішні інвестиційні проекти

3 точки зору спікерів-інвесторів, існує величезна різниця між тим, що потенційні інвестори читають у новинах, і тим, що вони бачать під час фактичного відвідування України. Преса в новинах про Україну схиляється до підкреслення безнадійності ситуації. Спікери-інвестори схиляються до думки про те, що прогрес реформ в Україні залишається недостатньо висвітленим та «недорекламованим». Чим більше успішних історій стає відомо, тим більше інвесторів будуть приїжджати до України для вивчення можливостей. Особливо важливою є інформація про розширення поточних проектів або додаткових інвестицій іноземних компаній, як, наприклад, недавня покупка компанії "Мрія" саудівською SALIC.

Раяд Юсуф, керуючий директор, Goldman Sachs, висловлював думку, що інвестори не обов'язково повинні негайно побачити результати реформ. Але вони, безумовно, хочуть, щоб уряд визнав, що зробити потрібно ще більше. Якщо країна залежить від зовнішнього капіталу, вона повинна задовольняти потреби інвесторів в інформації.

Франк Хемскерк, виконавчий директор у Світовому банку, переконаний, що український келих наполовину повний, і висловлює країні велику повагу за те, що було досягнуто за останні чотири роки, — а особливо у порівнянні з попередніми десятиліттями. Тепер виникає питання, як це відобразиться на майбутніх виборах. На його думку, вибори ніколи не стосуються минулого, вони завжди — про майбутнє.

Український уряд відіграє вирішальну роль у створенні більших можливостей для інвесторів

Макар Пасенюк, керуючий партнер ICU, вважає, що, незважаючи на досягнутий на сьогодні прогрес, Україні все ще потрібно пропонувати інвесторам більше можливостей. Роль українського уряду у створенні цих можливостей набагато важливіша, ніж будь-коли, і важливіша, ніж в інших країнах. Приватний сектор зі своїм великим борговим навантаженням та високою фрагментацією не може забезпечити суттєвий рівень інвестицій без державної допомоги. Пасенюк відчуває, що уряд повинен взяти на себе більш активну роль у створенні інвестиційних проектів, оскільки на даний момент важко назвати життєздатний економічний проект, у який приватний інвестор може вкласти US\$1 млрд. Кращим прикладом є сільське господарство, яке становить 15% ВВП. Скасування мораторію на торгівлю сільськогосподарською землею може вивести на ринок 10 млн. гектарів державних земель. Протягом трьох років це може залучити US\$10-15 млрд інвестицій, що співрозмірне з останньою програмою EFF для України від МВФ.

Пасенюк бачить енергетичний сектор, -- з його 8-відсотковою часткою у ВВП та критично важливим впливом на торговельний дефіцит України, -- другою за важливістю галуззю економіки. Українські запаси природного газу оцінюються у 600 млрд куб. м і є третіми за об'ємом у Європі. Для того, щоб Україна стала самодостатньою у природному газі, країна потребує приблизно \$3 млрд прямих інвестицій у розробку родовищ. У результаті Україна заощадить \$2,5-3 млрд витрат на імпорт і це значно зменшить дефіцит поточного рахунку, який останнім часом складає близько \$3,5 млрд. Держава вже досягла значного прогресу у галузевій реформі шляхом зменшення ставок рентних п, спрощення ліцензування та запровадження законодавчої інфраструктури з угод про розподіл продукції. Але галузь усе ще потребує функціонування ринкових цін на газ для усіх категорій споживачів, прозорої системи аукціонів на ліцензії та модернізації галузевого законодавства відповідно до стандартів ЄС.

ПРОМОВА КЛЮЧОВОГО СПІКЕРА: ЗМІНЮЮЧИ ПІДХОДИ В ЕНЕРГЕТИЧНОМУ СЕКТОРІ УКРАЇНИ

Залишаючись одним з найменш ефективних у Європі, енергетичний сектор України може залучити величезні інвестиції, якщо запровадити передбачуваний регуляторний режим

Едвард Лукас, Старший віце-президент Центру європейського стратегічного аналізу і колишній Головний редактор The Economist, зазначив, що Україна продемонструвала суттєвий прогрес, незважаючи на значні труднощі. Зокрема, країна досягнула значних успіхів в реформуванні енергетичного сектору.

Однак українська енергетична система залишається однією з найменш ефективних у Європі. При енергетичній інтенсивності 0.318кг у нафтовому еквіваленті на долар ВВП, вона перевищує європейське середнє значення у 2.2 рази. Ще у 1989р. енергоефективність Польщі була приблизно такою ж, як зараз в Україні, але Польща вже наздогнала і обігнала Швецію. Наймовірною неефективністю енергетичної галузі України означає наявність великого потенціалу з залучення коштів. Поєднання цього потенціалу із силою ринків капіталу є одним із найкращих способів забезпечити приплив інвестицій в Україну. Усе що потрібно Україні щоби це зробити — створити передбачуваний регуляторний режим.

Щоби реформи досягли успіху, українська влада повинна старанно дотримуватися принципів прозорості, підзвітності та законності

Фундаментальною проблемою, пов'язаною з реформуванням українського енергетичного сектору, є те, що певні особи стали дуже багатими від отримання ренти з цього сектору. Це викликало значне невдоволення широкої громадськості. Тому, коли люди чують, що сектор повинен зазнати різких змін і мають підвищитися ціни, — вони припускають, що хтось збирається збагатитися на цьому. Для успішного проведення реформ влада повинна ретельно підходити до прозорості, підзвітності та законності, тому що резерв громадської довіри майже вичерпаний. Один зі способів боротьби з домінуванням олігархів у секторі полягає в тому, що треба змінити атмосферу безкарності і зробити так щоби перерозподіл грошей, недостатнє інвестування та прямі крадіжки мали серйозні наслідки, — включно з втратою ліцензій та судовим переслідуванням. І регулятори повинні мати справді гострі зуби.

ПАНЕЛЬ 2А: ЕВОЛЮЦІЯ АЛЬТЕРНАТИВНОЇ ЕНЕРГЕТИКИ В УКРАЇНІ

Альтернативна енергетика є надзвичайно важливою для енергетичної незалежності України

Спікери цієї панелі підкреслили, що альтернативна енергетика є найважливішою для енергетичної незалежності України, оскільки вона використовує внутрішні джерела енергії: сонячну, вітрову, гідроенергетичну та енергію біомаси. Таким чином, вона має потенціал для покращення національного платіжного балансу та підвищення рівня зайнятості. Незважаючи на те, що в даний час зелена енергія складає лише 2% від загального виробництва енергії, Україна планує до 2035 року збільшити цю частку в 11-12 разів — до 25%.

Починаючи з 2009 року в Україні на законодавчому рівні було запроваджено так звані зелені (або feed-in) тарифи, які прив'язані до євро і є більшими навіть за найвищі в ЄС німецькі зелені тарифи. Це робить цей бізнес дуже привабливим як для українських, так і для іноземних інвесторів. Хоча доповідачі визнають, що нинішній рівень feed-in тарифів викликає декілька питань, вони зазначають, що розмір інвестицій у розрахунку на один МВт у ядерну та гідро-енергетику не буде суттєво нижчим, ніж у сонячну, вітрову чи біомасу.

Критично важливо обговорювати з бізнесом пакет законодавчих актів щодо аукціонів на електроенергію, які в даний час зареєстровані в парламенті

Однак після запровадження нового ринку електроенергії в Україні, тарифи різко знизяться у 2020 році, і нинішній інвестиційний спринт, швидше за все, зійде нанівець. **Марина Петров**, заступник директора ЄБРР в Україні, зазначила, що кількість інвесторів, які планують розпочати проекти у 2020-21 роках, дуже низька. Ринок розуміє, що зміни є неминучими, але питання полягає в тому, коли, як і якими інструментами хеджувати ризики. Тому надзвичайно важливо обговорювати з бізнесом пакет законодавчих актів щодо аукціонів на електроенергію, які в даний час зареєстровані у Верховній Раді. І щоби дати інвесторам бачення дуже важливо формалізувати законодавче і регуляторне поле до кінця року.

ПАНЕЛЬ 2В: ДЕРЖАВА ЯК ЕФЕКТИВНИЙ ВЛАСНИК

Незважаючи на заявлену мету приватизувати більшість підприємств, держава залишається значним власником активів у деяких галузях

Через двадцять сім років після падіння комунізму держава все ще залишається ключовим власником значних активів в Україні. Попри оголошену мету приватизувати більшість державних підприємств (ДП). Один із найяскравіших прикладів – банківський сектор, майже 60% якого належить Міністерству фінансів. Проте єдиної думки стосовно того, як багато держава хоче зберегти у своїх руках та з якою метою – немає.

Іван Міклош, голова Стратегічної консультативної групи з підтримки українських реформ, стверджує, що Україна повинна йти по шляху його рідної Словаччини чи Естонії та продати якомога більше державної власності. "Немає реальної причини того, чому уряд має володіти банком. З метою збільшення ефективності усе треба робити приватним. Держава ніколи не була кращим власником".

Уряд повинен сказати своє слово у тих секторах, де ринок не працює, де відсутня рентабельність

Проте **Андрій Пишний**, голова правління державного Ощадбанку, твердо переконаний, що держава повинна сказати своє слово там, де ринок не працює. "Роль державних банків полягає у забезпеченні інклюзії там, де люди не мають доступу до банківських послуг". Однак він дуже скептично ставиться до прагнення Укрпошти отримати банківську ліцензію на розширення фінансових послуг у селах. Він вважає, що надавати там послуги має Ощадбанк, а Укрпошта має працювати як агент на комісійній основі. Щоби скоротити витрати, Ощадбанк продовжуватиме зменшувати свою мережу філій, — переважно тих, що знаходяться у невеликих населених пунктах з невисокою діловою активністю. Перший заступник голови НБУ **Катерина Рожкова** погоджується з тим, що державні підприємства повинні мати узгоджені цілі. Агресивна конкуренція між ними завдає шкоди кінцевому власнику.

Пишний скептично ставиться до можливості передати всі соціальні функції усім гравцям ринку та компенсувати їм втрати. "Приватні банки не йдуть у зону конфлікту на Донбасі і не надають послуги там у куленепробивних автомобілях".

Говорячи про реформи корпоративного управління у державних підприємствах, серед представників влади залишається багато скептицизму. Голова наглядової ради

Укрзалізниці **Шевкі Аджунер** шокував аудиторію своїм одкровенням. "Для багатьох депутатів корпоративне управління це як 18-річна дочка, яку ви ніби і випускаєте на побачення, але очікуєте, що вона буде вдома о 10 вечора".

Закон про реструктуризацію кредитів (підхід Києва) виявився успішним для Ощадбанку. Його керівник заявив, що банк уже реструктуризував 10 млрд. грн непрацюючих кредитів. 12 млрд. грн знаходиться в роботі і ще 17 млрд. грн. чекають на старт процедури. Однак, державні банки не можуть запропонувати часткове списання через законодавчі обмеження.

ПАНЕЛЬ 3А: СТАВКА НА МАЙБУТНЄ: ОРГАНІЗОВАНА ТОРГІВЛЯ НА ТОВАРНИХ РИНКАХ УКРАЇНИ

Україні потрібно створити набір чітких правил і принципів разом з механізмом їх виконання, який допоможе товарному ринку стати саморегульованим

З 20 млрд куб. м на рік Україна є одним з найбільших виробників газу у Європі і за обсягом газових резервів входить до ТОП-3 країн Європи, відзначив **Роман Опімах**, виконавчий директор Асоціації газовидобувних компаній України. За перше півріччя 2018 року приріст у видобутку газу був незначним, але кількість нових свердловин у приватному секторі збільшилася на 65% р/р. Зважаючи на те, що розробка свердловини в Україні триває півроку-рік, він очікує збільшення видобутку газу уже найближчим часом, а до 2020р. приріст має скласти 35%.

Водночас для досягнення такого росту потрібні значні інвестиції, і держава має створити сприятливі умови для інвесторів. З 2018р. запровадив новий податковий режим, який гарантує стабільні податкові ставки до 2023р., але потрібно вдосконалювати регуляторну політику. **Ростін Бенам**, член Комісії з торгівлі товарними ф'ючерсами США (CFTC), вважає, що Україні необхідно створити набір чітких правил і принципів і механізми їх втілення, які допоможуть ринку бути саморегульованим. Водночас, на думку **Володимира Демчишина**, партнера ICU і колишнього міністра енергетики України, держава має лише розроблювати правила і не повинна втручатися у роботу галузі. Це дозволить приватному сегменту взяти на себе ініціативу і стане запорукою успішного розвитку енергетичного сектору України.

ПАНЕЛЬ 3В: ЩО СТАНЕТЬСЯ ЧЕРЕЗ РІК? ПОГЛЯД У МАЙБУТНЄ УКРАЇНСЬКОЇ ЕКОНОМІКИ

Україні потрібно зосередити увагу на змінах, які призведуть до більшої залежності від ПІІ, ніж від зовнішніх запозичень

Учасники панелі практично одноголосно висловилися стосовно необхідності продовження співпраці з МВФ. Уряд поки що серйозно покладається на зовнішні запозичення, які дозволяють вирішити поточні проблеми. Але у довготривалій перспективі потрібно концентруватися на змінах, які призведуть до стабільних надходжень прямих іноземних інвестицій – треба перейти до приватизації і провести земельну реформу. Низький рівень прямих іноземних інвестицій говорить про низку проблем та змушує інвесторів задумуватися над тим, чи хочуть вони бути в Україні.

І тим не менш, останнім часом Україна показує дуже хороші результати, досить високим є рівень незалежності НБУ, що сприяє боротьбі з інфляцією. Дуже легко звинувачувати НБУ у тому що висока інфляція, але він провів велику роботу та розробив механізми збільшення конкуренції і через конкуренцію — позитивного впливу на ціни. Високий рівень залежності від іноземної валюти робить економіку дуже чутливою до курсу гривні. А проблемою для залучення гривневого ресурсу є відсутність інструментів для хеджування ризиків. Запуск ринку деривативів може покращити ситуацію на локальному ринку облігацій.

ПАНЕЛЬ 4: УКРАЇНЬСЬКА ПЕНСІЙНА РЕФОРМА З ТОЧКИ ЗОРУ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ ПРАКТИКИ

Головною проблемою у запровадженні другого рівня пенсійної системи залишається низький рівень довіри до фінансового сектору загалом і банків зокрема.

«Другий рівень пенсійної системи є дуже важливим і Україна все-таки має перейти на повноцінну трирівневу систему» – так можна сформулювати головну ідею дискусії. Досвід багатьох країн говорить про те, що є три завдання, які виконує запровадження такої системи: 1) диверсифікація ризиків, щоби у майбутньому менше залежати від ринку праці і відрахувань солідарної системи, 2) розвиток внутрішнього ринку капіталу та такої категорії інвесторів з «довгими» грошима як пенсійні фонди, і 3) пояснити людям, що пенсія «на дереві не росте» і треба економити зараз, щоб отримувати пенсію потім.

Для України потрібно враховувати досвід тих країн, які були змушені змінювати систему. Потрібно уникати політичних ризиків, а також балансувати між першим та другим рівнем, не відмовляючись від першого та розбудовувати другий.

І не важливо яка саме із наявних концепцій буде прийнята, головним питанням у запровадженні другого рівня пенсійної системи залишається довіра. Довіра до фінансового сектору, банків, тощо. І впевненість у тому, що система не буде змінена, і гроші не будуть відправлені у солідарну систему, як це на жаль сталося у багатьох країнах. Адже політичні ризики завжди залишаються високими. І саме політична воля необхідна щоби напередодні виборів приймати рішення щодо зміни пенсійної системи, бо через вибори реформу знову може бути відкладено.

ПРОМОВА КЛЮЧОВОГО СПІКЕРА: ДЖЕРОМ БУТ

Розвитковим країнам приділяють менше уваги, ніж вони насправді заслуговують

Джером Бут, голова правління New Sparta Asset Management та співзасновник групи Ashmore, вважає, що ми занадто багато уваги приділяємо результатам минулих років і тому нам не впадають у вічі структурні зміни, що відбуваються зараз. Він висловив думку про те, що ринкам розвиткових країн приділяється менше уваги, ніж вони заслуговують. "Ідея про те, що периферія не впливає на ядро, існує довгий час, але вона змінюється". Дві третини світового ВВП створюється у розвиткових країнах. Для окремих товарів, таких як кольорові метали, більша частина пропозиції походить з цих країн, і саме розвиткові ринки значно впливають їхнє ціноутворення.

"Пасивне інвестування — як керувати автомобілем з закритими очима. І одне і друге економить енергію, але вони обоє — вкрай небезпечні". Інвестори просто слідкують за індексами замість того щоб визначати проблеми в певних країнах.

Бут висловив досить незвичайну думку про перевагу неліквідних інструментів. В умовах кризи інвестори шукають «тихі гавані». І високоліквідні інструменти забезпечують і чудову можливість швидко вийти з них, тим самим спричиняючи ще більше падіння їхніх цін.

ПАНЕЛЬ КЛЮЧОВИХ СПІКЕРІВ 5А: ВТРАЧЕНІ МОЖЛИВОСТІ НА РОЗВИТКОВИХ РИНКАХ: РИЗИК ВІДОМИЙ, А ВИГОДИ — КРАЩІ

У "конкурсі краси" розвиткових ринків Україна дуже непогано виглядає для інвесторів у своїй групі

Михайло Галкін, кредитний стратег Goldman Sachs говорить, що управління торговими операціями банку дуже конструктивно налаштоване стосовно розвиткових ринків як джерела інвестиційних можливостей. На даний час розвиткові ринки платять надмірні відсоткові ставки, і чим довше ця неефективність зберігається, тим довше інвестори на цих ринках отримуватимуть надмірні прибутки. Проводячи аналогію між конкуренцією за інвесторів на розвиткових ринках із конкурсами краси, Галкін вважає, що Україна виглядає досить добре у своїй групі. Одне з питань, яке потребує вирішення з часом — база місцевих інвесторів в Україні, яка наразі є дуже слабкою.

Щоби виділитися на «конкурсі краси», Україні потрібно планомірно доводити свої переваги та можливості

Олександр Любарев, директор з корпоративних фінансів Групи Метінвест, дотримується думки, що роль місцевого ринку облігацій залишається недооціненою. Він вважає, що місцевий ринок може принести Україні \$20 млрд, якщо держава створить привабливі умови для банків та індивідуальних інвесторів.

Юрій Буца, уповноважений з питань управління держборгом, з іншого боку, відчуває, що на «конкурсі краси» Україні важко виділитися. Прогрес України в реформах, зниження рівня інфляції та незалежність Національного банку не дуже важливі для тих, хто інвестує у розвиткові ринки. Один зі способів з часом змінити це ставлення полягає у тому, що треба доводити існування в Україні можливостей, які підвищують її привабливість порівняно з іншими учасниками «конкурсу». Але це довга і важка робота.

Приватизація та реформи принесуть Україні величезні капітали

Джонатан Неіл, партнер FPP Asset Management, вважає, що Україна є граничним (frontier) ринком суто для знавців, тому для управляючого активами було би необачливо на зустрічі з інвесторами першим ділом говорити про Україну. Проте уряд є відкритий для західного капіталу, тому такі чинники як приватизація основних активів, ліквідний фондовий ринок, пенсійна і земельна та реформи принесуть Україні величезний приплив інвестицій.

ПАНЕЛЬ 5В: ПРОДАВАТИ ЧИ НЕ ПРОДАВАТИ: ЯК ЗРУШИТИ УКРАЇНСЬКУ ПРИВАТИЗАЦІЮ З МЕРТВОЇ ТОЧКИ?

Незважаючи на всі зусилля, приватизації в Україні фактично не було протягом останніх чотирьох років

Незважаючи на всі зусилля, протягом останніх чотирьох років приватизації в Україні фактично не було. Виконуючий обов'язки голови Фонду державного майна **Віталій Трубаров** зізнався, що приватизація "Криворіжсталі" у 2005р. – єдина справжня історія успіху.

Владислав Рашкован, заступник виконавчого директора представництва МВФ від України, виступив за більш радикальні кроки, підкресливши, що не повинно бути жодного переліку державних підприємств, заборонених до приватизації. "Є серйозний ризик, що з часом цей перелік усе зростатиме і зростатиме". Однак у владних колах сильно вкорінилася думка, що окремі суб'єкти, — екологічні, ядерні та оборонні компанії, — повинні залишатися у державній власності. Приватизація природних монополій створить очевидні труднощі та ризики. Але такі компанії як "Укрзалізниця" можна розділити на дві частини — "для приватизації" і державну.

Приватизація малих підприємств, вартість яких становить менше ніж 250 млн. грн. (\$9 млн), повинна відбуватися на електронних аукціонах, їх простіше продати, ніж великі державні підприємства.

ПАНЕЛЬ 6А: БЛОКЧЕЙН: МОЖЛИВОСТІ ТА ЗАГРОЗИ ДЛЯ КРИПТОВАЛЮТ В УКРАЇНІ

Ринок криптовалют в Україні залишається нерегульованим

За даними Офісу ефективного регулювання (BRDO), об'єм торгів криптовалютами в Україні складає \$1-2 млн на добу, а за останні два роки компанії з українськими засновниками чи командами зібрали більше \$100 млн на initial coin offerings (ICO), тобто первинних розміщеннях монет. Але ринок криптовалют залишається нерегульованим. Українське законодавство побудоване на rule-based supervision, тобто на базованому на правилах нагляді, однак на думку **Максима Лібанова**, члена НКЦПФР, регулювання такої інноваційної галузі має базуватися на principles based supervision – нагляді базованому на принципах, що зменшуватиме ризики швидкого зістарювання законодавства.

На сьогоднішній день НКЦПФР розглядає «криптовалюти» як новий вид нематеріального фінансового активу, який не є платіжним засобом на території України, але виступає засобом обміну, обліку чи збереження власності. Стосовно існуючих криптовалют, НКЦПФР вважає, що регулювання має здійснюватися тільки при переході із криптоактивів у фіатні гроші і навпаки та при здійсненні ICO. А операції безпосередньо між криптовалютами регулюванню підлягати не повинні. Крім того, на

стадії розробки є проект «криптогривня», яка буде існувати у електронному вигляді, а її емітентом виступатиме НБУ.

ПАНЕЛЬ 6В: НА ШЛЯХУ ДО СВІТОВИХ СТАНДАРТІВ ІНФРАСТРУКТУРИ РИНКУ КАПІТАЛІВ ТА ІНСТРУМЕНТАРІЮ РОЗВИТКУ ВНУТРІШНЬОГО РИНКУ

Україні потрібно переймати найкращі практики, впроваджувати нову інфраструктуру і бути готовою до припливу прямих іноземних інвестицій

Наш ринок не є чимось особливим, тому нам потрібно лише переймати все те що вже є на розвинених ринках і поступово впроваджувати те, що нам необхідно. Ринок повинен розвиватися, зростати, і інфраструктура має бути готова до прямих іноземних інвестицій. Зараз український ринок проходить період серйозних реформ, які стосуються як сегменту облігацій і акцій, так і бірж. На наш ринок намагається вийти китайська біржа і вона може консолідувати українські майданчики. Але найбільше змін стосуються саме ринку державних облігацій.

Учасниками дискусії було обговорено зміни щодо первинного ринку через допуск брокерських заявок на первинний ринок, реформування національного депозитарію, запровадження інституту номінального утримувача, тощо. Навесні очікується нове вікно можливостей для виходу на український ринок Clearstream і відкриття лінку до українських цінних паперів. Досвід, який Clearstream вже отримав у Вірменії та Грузії, може бути застосований і в Україні. Крім того, важливою є робота щодо підвищення довіри до НДУ та створення можливості для консолідації у ньому обліку усіх цінних паперів, зокрема передачу питань обліку ОВДП з НБУ до НДУ, який при цьому буде продовжувати відігравати вагомий роль на фондовому ринку. Тож Україна рухається у бік удосконалення та спрощення інфраструктури і забезпечення доступу до неї іноземним інвесторам, обходячи внутрішню українську специфіку.

Окремо звернули також увагу на те, що закон про номінального утримувача є двостороннім і, отже, є можливість підтвердження прав власності на іноземні цінні папери в Україні. А НБУ також має рахунок у Clearstream і може здійснювати облік права власності на українські єврооблігації в Україні. Тож наразі інфраструктуру покращено і у цьому питанні.

ПАНЕЛЬ 7А: ВРАЖАЮЧІ МОЖЛИВОСТІ: ІНДУСТРІЯ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ

Уряд може підтримати ІТ-сектор запровадженням податкових пільг, створенням фонду фондів, підтримкою технічної освіти та стимулюванням залучення іноземного капіталу до країни

Завдяки сучасній інфраструктурі заснувати компанію сьогодні будь-де набагато легше ніж це було у Силіконовій долині у 1999р., вважає **Віталій М. Голомб**, керуючий директор та голова з інвестицій IEG Investment Banking Group. Індустрія венчурного інвестування відкриває чудові можливості. Дослідження Boston Consulting Group показує, що 75% компаній зі списку Fortune 500 через 10 років на даний момент ще навіть не засновано. У 2017р. вартість угод у сфері венчурного інвестування в Україні досягла \$259 млн, що майже у три рази більше у порівнянні з 2016 роком. Щоправда, у пошуках фінансування українці часто емігрують.

Головне завдання для венчурних фондів полягає у створенні сприятливих умов для роботи в Україні, що зупинить відтік мізків, вважає **Роман Нікітов**, директор групи ICU. Провідними секторами для венчурного інвестування в Україні є агротехнології, кібербезпека та інфраструктурні рішення для технології блокчейн. Упродовж наступних двох років в Україні буде п'ять «єдинорогів», тобто компаній технологічного сектору вартістю понад \$1 млрд, тоді як в усій Європі півтора роки тому налічувалося лише 20 «єдинорогів». Україна є єдиною країною світу, де ІТ-сектор було створено за нульової підтримки держави, але уряд може посприяти подальшому його розвитку шляхом надання податкових пільг, створюючи фонди фондів, підтримуючи технічну освіту та стимулюючи залучення іноземного капіталу в Україну.

ПАНЕЛЬ 7В: РИНОК ОВДП І КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ: АНАЛІЗ ДОСЯГНЕНЬ І ПЕРСПЕКТИВИ СЕКТОРУ

Суверенні облігації

З точки зору кількості інвесторів, особливо приватних, ринок стає глибшим

Ринок державних облігацій поступово розвивається. **Костянтин Стеценко**, керуючий партнер ICU, звернув увагу на те що з точки зору кількості інвесторів ринок стає глибшим — за останні 12 місяців портфель приватних інвесторів зріс у шість разів і далі продовжить зростати в рази, якщо не в десятки. Збільшились також і портфелі іноземних інвесторів.

У порівнянні з депозитами інвестори отримують значно більшу дохідність, що посилює ринок державних облігацій

Це стимулюється і підвищенням ставок, які рухаються слідом за обліковою ставкою і вже перевищують 18% — а інфляція знижується. При цьому інвестори отримують значно вищий дохід порівняно з депозитами, і це особливо відчутно за валютними ОВДП. Спрощуючи послугу придбання ОВДП, у тому числі онлайн через мобільний додаток, очікується збільшення вкладень фізосіб у цей інструмент. Наприклад, запускаючи таку послугу Приватбанк очікує міграцію валютних депозитів у валютні ОВДП в обсязі \$1,5-2 млрд.

Крім приватних інвесторів та нерезидентів вкладення в ОВДП нарощують і страхові компанії. Поступова зміна умов і правил, приведення їх до європейських норм сприяє збільшенню їхніх резервів і відповідно — вкладень в ОВДП. Адже значна частина коштів має вкладатися у низькоризикові активи, основним з яких і є ОВДП.

Великою проблемою є роздробленість ринку і ми маємо знайти рішення як об'єднати інформацію та вибудувати криву дохідності

Однією з проблем, особливо для іноземних інвесторів, є те, що ОВДП торгуються на кількох біржах, а часто просто в позабіржовому сегменті. Для прозорості та довіри до ринку варто зібрати все разом та будувати криву дохідності. У цьому можуть допомогти технологічні рішення, уже наявні у терміналі Bloomberg, що були презентовані учасникам дискусії.

Важливу роль у підвищенні прозорості і довіри мають відіграти первинні дилери, що мають виконувати роль маркетмейкерів. Початок їх роботи було анонсовано на попередній дискусії. Для них мають бути як окремі преференції, так і зобов'язання та санкції за їх невиконання. І самі первинні дилери мають стати учасниками торгів у системі Bloomberg.

Корпоративні облігації

Ринок корпоративних облігацій стикається з тими ж проблемами що і ринок ОВДП: ліквідність, підтримка вторинного ринку та рівень довіри і надійності

Ринок корпоративних облігацій тісно пов'язаний з ринком державного боргу. І тут виникають ті ж самі питання, як і для державних облігацій — ліквідності і підтримки вторинного ринку, прозорості і довіри. Більша частина інвесторів на сьогодні це банки, а хотілось би бачити тут і страхові компанії, і пенсійні фонди, і навіть нерезидентів. Дуже важливим також є відновлення інтересу до випусків облігацій від самих емітентів, адже кількість випусків дуже мала. Для збільшення прозорості і довіри триває удосконалення законодавства та нормативних актів, що покращують механізм випуску, впроваджується базовий проспект що спрощує і процедуру емісії.

Що стосується інвесторів, то інтерес нерезидентів учасниками дискусії було оцінено у \$500 млн, і це може бути досить активний інтерес. Але щоби їх зацікавити потрібно забезпечити ліквідність, достатній обсяг випуску і активний ринок.

У той же час для внутрішніх інвесторів, зокрема страхових компаній, важливою є довіра до емітента. Тобто спочатку вони готові розглядати банківські облігації, потім — квазі-суверенні випуски і аж після цього — звичайні компанії.

Україна є одним з найкращих місць у світі для створення технологічної компанії завдяки великій кількості недорогих високоосвічених фахівців з покоління молоді, яка хоче себе проявити

ПАНЕЛЬ 8: СЕКРЕТИ МОГО УСПІХУ: УКРАЇНСЬКІ СТАРТАПИ ВЛАСНИМИ ОЧИМА

Група молодих українських підприємців, які запускають найбільш успішні українські стартапи, прибула на Український фінансовий форум, щоби поділитися історіями свого успіху.

Ярослав Ажнюк представляє Petcube, компанію, яка розробила камери для гри та спілкування з домашніми тваринами. Ярослав Ажнюк упевнений, що Україна — одне з найкращих місць у світі для запуску технологічної компанії завдяки широкому колу низькооплачуваних, високоосвічених фахівців з покоління молоді, яка хоче проявити себе.

Олег Науменко, є один із засновників Pocketbook. Оригінальна ідея створення універсальної електронної книги, здатної прочитати усі формати, виявилася дуже успішною, і Олег продав свою частку в Pocketbook на стадії стрімкого росту компанії. Сьогодні він та його команда керують Hideez, компанією, яка розробила надійне рішення для фізичної та цифрової ідентифікації, що користується популярністю у фінансовій, юридичній та інших галузях.

Nascken, компанія заснована **Дмитром Будоріним**, займається консалтингом і захистом від шахрайства у галузі кібербезпеки. Поняття розподіленої відповідальності дозволяє Nascken'у зібрати найкращі таланти з усіх регіонів України. Послуги Nascken користуються великим попитом і мають досить різноманітну географію продажів.

Олександр Старовіт керує Kwambio, яка винайшла технологію 3D-друку кераміки, у тому числі людських скелетних частин, призначених для імплантів. Олександр вважає, що найближчим часом усі матимуть облікові записи, які містять сканування їх скелетів. І Kwambio буде готовий запропонувати 3D-друк, щоби замінити пошкоджену кістку.

Андрій Севрюков представив AGRIEYE, компанію, яка пропонує революційні технології для сільського господарства. AGRIEYE використовує технологію розподіленого реєстру (DLT), прикладний програмний інтерфейс (API) та штучний інтелект (AI). За допомогою супутників у даний час AGRIEYE контролює більше 2 млн. га сільськогосподарських земель в усьому світі.



Бізнес центр "Леонардо", 11-й пов.
вул. Богдана Хмельницького, 19-21
Київ, 01030 Україна
Телефон: +38 044 3777040

WEB www.icu.ua



ІНВЕСТИЦІЙНО-БАНКІВСЬКІ ПОСЛУГИ

Макар Пасенюк, CFA, керуючий партнер
makar.paseniuk@icu.ua

Роман Нікітов, ACCA директор
roman.nikitov@icu.ua

Руслан Кільмухаметов, директор
ruslan.kilmukhametov@icu.ua

Іван Швиданенко, директор
ivan.shvydanenko@icu.ua

Юрій Камарицький, віце-президент
yuriy.kamarytskyi@icu.ua

Руслан Патлавський, директор
ruslan.patlavsky@icu.ua

УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

Григорій Овчаренко,
директор, управління активами
Grigoriy.Ovcharenko@icu.ua

Лілія Кубитович
управління активами
liliya.kubytovych@icu.ua

ТОРГОВЕЛЬНІ ОПЕРАЦІЇ

Костянтин Стеценко
керуючий партнер
konstantin.stetsenko@icu.ua

Сергій Беляєв
трейдер, ЦП з фіксованим доходом
sergiy.byelyayev@icu.ua

Віталій Сівач
трейдер, ЦП з фіксованим доходом, валюти
vitaliy.sivach@icu.ua

Влад Сінані, директор
стратегічний та корпоративний розвиток
vlad.sinani@icu.ua

Євгенія Грищенко
продаж ЦП з фіксованим доходом
yevgeniya.gryshchenko@icu.ua

Богдан Воротилін
фінансовий аналітик, АПК
bogdan.vorotilin@icu.ua

АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

Олександр Вальчишен
керівник аналітичного департаменту
alexander.valchysheh@icu.ua

Олександр Мартиненко
керівник підрозділу аналізу корпорацій,
небанківський сектор
alexander.martynenko@icu.ua

Тарас Котович
старший фінансовий аналітик,
державний борг
taras.kotovych@icu.ua

Михайло Демків
фінансовий аналітик, банківський сектор
mykhaylo.demkiv@icu.ua

Дмитро Дяченко
молодший аналітик
dmitriy.dyachenko@icu.ua

Артем Гладченко
молодший аналітик
artem.gladchenko@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.