

Україна та МВФ

Нова програма розблокує фінансування

ЧЕТВЕР, 25 ЖОВТНЯ 2018

У п'ятницю 19 жовтня Україна та МВФ досягли попередньої домовленості щодо нової 14-місячної програми підтримки економічної політики stand-by (SBA) обсягом \$3.9 млрд. Нова програма SBA замінить програму розширеного фінансування (EFF) й передбачає виділення Україні вдвічі більшої суми коштів порівняно з тими, що залишалися за програмою EFF. Відновлення співробітництва з Фондом дозволить Україні розблокувати фінансування від інших міжнародних фінансових установ і вийти на ринок єврооблігацій уже цього року, щоб виконати свої валютні зобов'язання на рівні \$12 млрд у 4к18 та в 2019 р. Наявність зовнішнього фінансування дозволить Україні збільшити міжнародні резерви до \$20 млрд на кінець 2018р. та забезпечить підтримку девальвувачій гривні.

Програма SBA замінить EFF. Згідно із [МВФ](#), нова програма стане основою економічної політики України в 2019 р. з акцентом на фіскальній консолідації, зниженні інфляції та реформах у галузях податкової адміністрації, фінансів й енергетики. Програма SBA замінить програму EFF, яка була призупинена в 2017 р., коли український уряд заморозив тарифи на газ для населення, і за якою передбачався останній транш в \$1.9 млрд. Угода про нову програму була досягнута на рівні уповноваженого персоналу та підлягає затвердженню керівництвом і радою директорів Фонду. Рішення ради МВФ залежить від прийняття українським парламентом держбюджету на 2019 р. відповідно до рекомендацій МВФ та збільшення тарифів на газ і опалення для населення.

Угода з МВФ розблокує фінансування обсягом \$7 млрд у 4к18 та в 2019 р. До джерел такого фінансування входять макрофінансова допомога від ЄС обсягом EUR1 млрд та позики під гарантії Світового Банку на суму \$0.8 млрд, передумовою для кожного з яких є чинна програма співпраці з МВФ. Уряд також зможе повернутися на ринок єврооблігацій, позичивши близько \$1.5 млрд у 4кв18 та \$3 млрд у 2019 р.

Затвердження держбюджету з урахуванням рекомендацій МВФ несе основні ризики. Першою загрозою є податок на виведений капітал, який повинен замінити податок на прибуток підприємств. МВФ вважає це загрозою для фінансової стабільності, оскільки доходи від податку на прибуток складають 2.3% ВВП. На нашу думку, компромісним рішенням буде поступове заміщення податку на прибуток податком на виведений капітал. Іншою проблемою може стати відсутність парламентської підтримки бюджету через статті витрат, що відповідають критеріям МВФ, але не задовольняють апетити депутатів у рік виборів. Ми вважаємо, що ймовірність такого сценарію є, але вона незначна. Наш базовий сценарій передбачає підтримку парламентом угоди, і ми очікуємо, що остаточне голосування щодо прийняття бюджету відбудеться до останнього тижня листопада.

Ймовірність випуску єврооблігацій у 4кв18 зростає. Відновлення програми МВФ вже допомогло зменшити сумніви інвесторів та дозволило уряду почати маркетинг єврооблігацій на цьому тижні. Ми очікуємо, що дохідності майбутнього випуску із погашенням у 2028 р. будуть в діапазоні 9-9.5%. Хоча прогрес у співпраці з МВФ мав короткотривалий позитивний вплив на ціни українських єврооблігацій, ми очікуємо, що остаточна реалізація угоди покращить кредитний профіль України та знизить дохідності найкоротших українських єврооблігацій відносно усєї кривої дохідності.

Нова програма stand-by замінить EFF

У порівнянні з EFF, програма SBA передбачатиме виділення вдвічі більшої суми коштів МВФ та менш жорсткі вимоги до реформ

Нова 14-місячна програма підтримки економічної політики stand-by (SBA) обсягом \$3.9 млрд стане основою економічної політики української влади в 2019 р. з акцентом на фінансовій консолідації, зниженні рівня інфляції та реформах у галузях податкового адміністрування, фінансів й енергетики. Програма SBA замінить програму розширеного фінансування (EFF) у розмірі \$17.5 млрд, що закінчується в березні 2019 р. і передбачає виділення Україні останнього траншу обсягом \$1.9 млрд на період виборів у 4кв18 та 2019 р. Угода між МВФ і українським урядом була досягнута на рівні уповноваженого персоналу та підлягає затвердженню керівництвом і радою директорів Фонду. Рішення ради МВФ залежить від прийняття українським парламентом державного бюджету на відповідно до рекомендацій МВФ і збільшення тарифів на газ та опалення для населення.

Угода з МВФ розблокує ключові джерела фінансування

Таблиця 1. Виплати за державним боргом у іноземній валюті та джерела їх покриття, 4кв18-2019р. (\$ млрд)

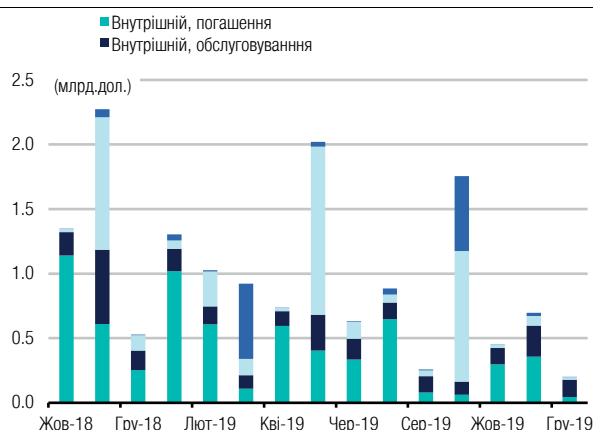
	4кв18	2019	4кв18-19		4кв18	2019	4кв18-19
Усього виплат за боргом у валюті	4.1	8.3	12.4	Джерела покриття валютних виплат	4.1	8.2	12.3
МВФ	0.7	1.0	1.7	МВФ	--	1.5	1.5
Єврооблігації	0.7	--	0.7	Єврооблігації	1.5	3.0	4.5
Єврооблігації під гарантію США	--	1	1	Світовий банк	0.4	0.4	0.8
Валютні ОВДП	1.7	2.6	4.3	ЄС	0.5	0.7	1.2
Обслуговування боргу	1.0	3.7	4.7	Валютні ОВДП	1.7	2.6	4.3

Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

Завдяки угоді з МВФ Україна зможе здійснити виплати на суму \$4 млрд, що заплановані на 4кв18...

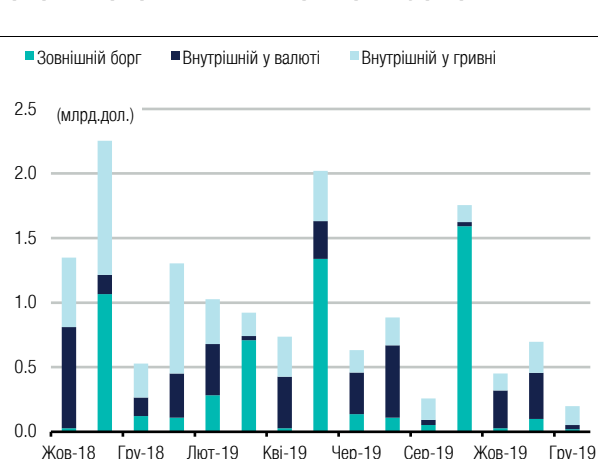
Нова угода розблокує необхідні для України джерела фінансування в 4кв18, які включають випуск єврооблігацій обсягом \$1.5 млрд, EUR0.5 млрд макрофінансової допомоги від Європейського Союзу та позики під гарантії Світового Банку на суму \$0.4 млрд. Ми вважаємо, що досягнення угоди з МВФ на адміністративному рівні буде достатнім для отримання фінансової допомоги від ЄС та Світового Банку в цьому році, оскільки вона фактично відповідає критеріям щодо прогресу України в співпраці з МВФ. \$4 млрд буде достатньо, щоб Україна змогла здійснити всі необхідні виплати за боргом у іноземній валюті в 4кв18.

Графік 1. Графік виплат за держборгом у розрізі походження



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

Графік 2. Графік виплат за держборгом у розрізі валют



Джерело: Міністерство фінансів України, ICU.

... а також виплатити \$8 млрд валютного боргу в 2019 р.

Завдяки угоді з МВФ у 2019 р. Україна зможе залучити близько \$5-6 млрд зовнішніх ресурсів, і це дозволить уряду виконати зобов'язання щодо зовнішнього боргу. Джерела фінансування включають випуск єврооблігацій обсягом \$3 млрд, позику під гарантію Світового Банку на рівні \$0.4 млрд та \$0.7 млрд за програмою макрофінансової допомоги від Європейського Союзу. Ми також очікуємо, що уряд зможе залучити близько \$2.6 млрд на внутрішньому ринку через розміщення ОВДП, номінованих у іноземній валюті. Нарешті, ми не виключаємо, що у випадку дефіциту валютного ресурсу через несприятливі умови на ринках уряд може просити спрямувати частину трансів МВФ у державний бюджет як надзвичайну міру.

Наразі головна умова -- відповідність бюджету рекомендаціям МВФ

Введення податку на виведений капітал та високі апетити депутатів щодо витратної частини бюджету в рік виборів є основними ризиками для прийняття парламентом бюджету на 2019 р. у відповідності з рекомендаціями МВФ

Основною умовою є прийняття державного бюджету на 2019 р. у останньому читанні. Ми бачимо дві основні загрози для прийняття бюджету й, відповідно, угоди з МВФ.

Першою є податок на виведений капітал, який повинен замінити податок на прибуток підприємств. МВФ вважає це загрозою для фінансової стабільності, оскільки доходи від податку на прибуток (90 млрд грн. у 2019 р.) складають 2.3% ВВП або 7% від доходів зведеного бюджету. На нашу думку, компромісним рішенням буде поступове заміщення податку на прибуток податком на виведений капітал. Менші підприємства, надходження від яких становлять незначну частину податкових доходів бюджету, перейдуть на новий режим оподаткування в першу чергу, тоді як головні донори бюджету продовжать дотримуватись існуючого механізму оподаткування, що забезпечить належний рівень податкових надходжень у 2019 р. Ми очікуємо, що за цей закон Рада голосуватиме 8 листопада.

Іншою можливою проблемою може стати недостатня підтримка (менше 50% депутатів) парламентом бюджету, що відповідає критеріям МВФ, але не повністю задовольняє вимоги депутатів щодо збільшення видатків у рік виборів. Ми вважаємо, що ймовірність такого сценарію є, але вона незначна. Наш базовий сценарій передбачає, що парламент підтримає угоду й фінальне голосування щодо бюджету відбудеться або 8 листопада, або в період з 20 по 22 листопада. Однак також є значний ризик того, що парламентська дискусія з питань бюджету затягнеться до кінця грудня через чималу кількість запропонованих змін (понад 2100 поправок після першого парламентського читання).

Імовірність випуску єврооблігацій у 4кв18 зростає

На тлі позитивних новин про угоду з МВФ Україна обрала банки для емісії своїх єврооблігацій і розпочала маркетинг 10-річного та потенційного 5-річного випусків у вівторок 23 жовтня.

Відновлення співпраці з МВФ заспокоїть ринки та значно підвищить шанси суверенного випуску України в 4кв18

Ми очікуємо, що Міністерство Фінансів таргетує випуск на \$2 млрд у відповідності до плану бюджету. Задля здійснення виплат за валютними заборгованостями до кінця 2018 р. уряду потрібно випустити єврооблігації обсягом не менше ніж \$1.5 млрд. Нинішнє становище на ринках капіталу є далеким від сприятливого, крім того, наявна черга на випуск єврооблігацій з боку інших країн, що розвиваються. Проте певне заспокоєння інвесторів у зв'язку з відновленням співпраці з МВФ іде на користь Україні. Ми очікуємо, що дохідності майбутнього випуску із погашенням у 2028р. будуть у діапазоні 9-9.5%.

Прогрес у співпраці з МВФ має також позитивно вплинути на українські квазісуверенні компанії, які також планують виходити на ринок єврооблігацій. Нафтогаз прагне залучити \$0.5-1 млрд, а Укрзалізниця раніше озвучила наміри повернутися на ринок єврооблігацій у 2018 р.

Дохідності найкоротших єврооблігацій можуть знизитись

Позитивний вплив від угоди з МВФ на ціни українських єврооблігацій був короткостроковим і досить швидко був компенсований початком маркетингу нових єврооблігацій, високими ризиками, пов'язаними із схваленням парламентом бюджету на 2019 р., та значною кількістю інвесторів, які очікували позитивних новин від МВФ як точки виходу з українських єврооблігацій. Водночас ми вважаємо, що реалізація угоди з МВФ в кінцевому підсумку значно покращить кредитний профіль України. Ми очікуємо, що вона також матиме незначний позитивний вплив на дохідності єврооблігацій із строками погашення в 2019-2020 роках, оскільки ми маємо враховувати ризики пов'язані з президентськими та парламентськими виборами наступного року.



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 Бєляєв
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.