



## SCENÁRE PRE UKRAJINU

**K**oncom roku 2008 sa ukrajinská hrivna oslabilo o 60 percent z 5 na 8 hrivien za dolár. Masívne oslabenie meny by v normálnej krajine prinieslo výraznú „devalvačnú dividendu“, podporilo export a rast ekonomiky. Žiaľ, Ukrajina je na tom biedne z pohľadu podnikateľskej slobody, úrovne korupcie a záťaže byrokraciou a pozitívny efekt devalvácie pomerne rýchlo vyšumel.

Od roku 2004, odkedy Ukrajinu sledujem, bolo reformné úsilie v krajine minimálne. Jediným výraznejším úspechom bol vstup do WTO v roku 2008. Od tesného víťazstva Viktora Janukovyča nad Júliou Tymošenkovou v prezidentských voľbách 2010 bolo hlavným cieľom udržať sa pri moci a moc si upevniť. Kurz meny centrálna banka udržiavala na úrovni ôsmich hrivien za dolár, keďže stabilita hrivny bola barometrom úspechu vlády. Umelo sa držali a dotovali ceny plynu pre domácnosti. Devalvácia či zvýšenie cien plynu by ohrozili šance Janukovyča a jeho Strany regiónov (PR) v ďalších voľbách. Začali sa porušovať dohody s MMF, čo viedlo k zastaveniu programu finančnej pomoci. V roku 2012 sa konali parlamentné voľby, ktoré PR tesne vyhrala, aj s pomocou na mieru ušitých zmien vo volebnom zákone. Tu Janukovyč a PR premrhali skvelú šancu, keď po voľbách na jeseň roku 2012 nespravili žiadne zmeny ani reformy a vyhýbali sa akémukoľvek ústupku či už voči MMF alebo voči Rusku. Pritom od polovice roku 2011 devízové rezervy Ukrajiny klesali a do konca roku 2012 sa prepadli na úroveň nižšiu ako bola

v pokrízovom roku 2009. Zároveň krajina padla do recesie.

Stačilo si nakresliť čiaru klesajúcich rezerv, zohľadniť splátky dlhov a deficit bežného účtu platobnej bilancie a začiatkom roku 2013 bolo jasné, že Ukrajine sa skôr či neskôr minú rezervy a default. Vládna garnitúra v Kyjeve však pokračovala v nelogickom odmietaní zmien a reforiem, ktoré by im priniesli pomoc MMF (flexibilný výmenný kurz a zrušenie dotácií na plyn). Odmietala aj priklonenie sa k Rusku, predť mu tranzitnú infraštruktúru alebo vstúpiť do Ruskej regionálnej colnej únie.

Hoci Janukovyča teraz vnímajú ako proruského, plynovody im nepredal. Dôvod však bol rovnaký ako odmietanie pomoci od MMF. Predaj plynovodov a ropovodov Rusom by voliči považovali za slabosť a takmer za zradu národných záujmov a znížili by mu už i tak klesajúcu podporu. Ekonomická a menová politika sa podriadili cieľu nestratiť preferencie a vyhrať v roku 2015 prezidentské voľby. Strana regiónov, upevnená vo viere v beztrietnosť, začala takzvané korporátne rejderstvo. To je zlodejčina, kde vlastníci prosperujúcich biznisov dostávajú na výber: „Buď nám dáš 50 percent zadarmo, alebo tvoj biznis zničíme cez orgány, ktoré kontrolujeme.“

V tomto období financovali klesajúce devízové rezervy a tým aj Janukovyčov režim inštitucionálni investori, ktorí nakupovali ukrajinské eurobonds. Klasická hra na „morálny hazard“. Investori vedeli, že Ukrajina na splatenie dlhov čoskoro nebude mať, ale jej geopolitická dôležitosť je taká vysoká, že ju určite Rus či Európan zachráni.

Zvyšok už poznáte. Keď Janukovyč nepodpísal vo Vilniuse DCFTA a asociačnú dohodu, vyšli študenti na Majdan. Berkut ich surovo zmlátil, na čo vyšli do ulíc státisíce ľudí na protest proti násiliu. Putin slúbil 15 miliárd dolárov pôžičiek a zľavu na plyn. Janukovyč povzbudený Putinovou „pomocou“ zvýšil represiu proti vlastným občanom a prijal „antidemokratické zákony“. Došlo k radikalizácii Majdanu, radikalizácii Berkutu a prvým mŕtvym. Keď počet obetí dosiahol desiatky, zobudilo sa pár politikov v Európe, pritlačili sankciami a priviedli všetkých za rokovací stôl a k dohode. To sa už rúcal domček z karát a Janukovyčovi sa obracali chrbtom i jeho blízki. A tak je 20. február 2014 dňom víťazstva Majdanu a začiatkom novej éry na Ukrajine. Putin poslal vojská na Krym, ktorý je dnes de facto časťou Ruska, aj keď to de iure asi málokto uzná.

Čo ďalej? Tu sú štyri najčastejšie otázky, ktoré dostávam:

### 1. BUDE DEFAULT UKRAJINY?

Default Ukrajiny bez externej pomoci je neodvratný. Realisticky však nevymaže aktiva na nulovú hodnotu, pravdepodobná je len „reštrukturalizácia“ a pravdepodobne „len krátkych“ papierov. Keďže Ukrajina má stále relatívne nízky dlh k HDP, netreba ako pri Grécku masívne odpustiť polovicu dlhu, znížiť kupóny a predĺžiť splatnosti. V prípade Ukrajiny haircut (odstrihnutie veriteľov) na úrovni 20 – 30 percent úplne postačuje. Viem si predstaviť aj variant, pri ktorom Ukrajina len predĺži splatnosť krátkych papierov bez haircutu. To platí pri zachovaní existencie a integrity Ukrajiny ako štátu. Z čoho plynie ďalšia otázka.