

2. ROZDELÍ SA?

Krym je už mimo. Predstavoval asi 3 percentá ukrajinského HDP a centrálna vláda ho dotovala. Ekonomické následky odtrhnutia sú relatívne malé. Strata regiónov ako Lugansk, Charkov či Doneck by bola nenahraditeľná.

Prikláňam sa k názoru, že inter-né sily Ukrajinu nerozdelia. To môže len Putin a jeho zaplatení provokatéri a vojaci. Otázka je, či to bude rýchlo a Putin vtrhne s tankami skôr, ako vyjde toto vydanie, alebo pomaly. Pomalá cesta je vnútiť Ukrajinu federalizáciu, regióny dostanú široké právomoci a následne sa v nich odhlasuje pripojenie sa k Rusku. Konečným cieľom je vrátiť do Kyjeva poslušnú bábkovú vládu a zvrátiť akýkoľvek asociačný proces smerom k Európe. Hoci som tejto možnosti ešte 24. februára nedával viac ako 3-percentnú pravdepodobnosť, dnes je to 10 percent pre rýchly variant plus 40 percent pre pomalý.

EÚ a USA nemajú na Putina bič. Majú len „cukor“ pre Ukrajinu v podobe asociácie bližšie k EÚ a niekoľkých miliárd eur pomoci a pôžičiek koordinovaných MMF, ktorý v Kyjeve intenzívne pracuje.

3. AKO POMÔČŤ?

Minimálne nebyť lahostajní a uvedomiť si, čo sa na Ukrajine deje. Prebehla tam ľudová revolúcia, pri ktorej za slobodu zahynulo násobne viac ľudí, ako počas „nežných“ revolúcií na konci 90. rokov v strednej Európe. Treba si uvedomiť jednoduché hrdinstvo bábušiek, ktoré zásobovali Majdan varenikami, hrdinstvo lekárov a sestričiek, ktorí pracovali, zatiaľ čo zo stried strielali snajperi. Ukrajinci bojovali za európske myšlienky a ideály. Týždeň po víťazstve v trojmesačnom boji si títo ľudia nevydýchli. Naopak, na ich hraniciach sa sústreďujú ruské vojská a Ukrajinci sa dobrovoľne hlásia do armády. Osobne poznám ľudí, otca dvoch detí či vedeckého pracovníka na dôchodku, čo sa prihlásili ako dobro-

voľníci. Buďme radi, že zatiaľ môžeme dobre spať a naši muži, synovia a otcovia nemusia ísť viesť nerovný boj. Ukrajinské ženy, matky, dcéry tak dobre nespia. Ak chceme aj o desať rokov čítať Forbes, a nie Komsomolskú Pravdu, zamyslime sa.

4. INVESTIČNÉ PRÍLEŽITOSTI?

Ukrajinské eurobondy sa obchodujú s výnosmi, ktoré počítajú s reštrukturalizáciou a s miernym haircutom. Varianty sú:

A. Vojna, či už občianska, alebo s Ruskom. Výsledkom by bol default a zdĺhavá reštrukturalizácia s odpustením dlhu a la Irak či Juhoslávia. Recovery value (RV – hodnota po reštrukturalizácii) 30 %. Pravdepodobnosť (P) = 10 %.

B. Bail-out MMF bez PSI, teda bez účasti súkromných investorov + pomoc EÚ a USA. Ideálny scenár, kde RV je 100 % a P = 30 %. Ukrajina sa vyhne defaultu krátkodobo. Zo stredno-dlhodobého hľadiska sa problém môže vrátiť a pre krajinu by bol teraz lepší variant C.

C1. Bail-out MMF s PSI a s haircutom a účasťou súkromných investorov + pomoc EÚ a USA. RV 80 % a P = 10 %.

C2. Bail-out MMF bez haircutu, ale s reštrukturalizáciou krátkych splatností 2014 – 2016 – odloženie splatnosti na neskôr, ale bez nominálneho zníženia dlhu. Varianty C1 a C2 sú podľa mňa „spravodlivé“, keďže investori vedeli, do čoho idú a brali na seba vedome riziko reštrukturalizácie či defaultu. RV 85 % a P = 30 %. MMF zrejme podmieni pomoc dobrovoľnou reštrukturalizáciou zo strany inštitucionálnych investorov.

D. „Niečo medzi“ je scenár, kde te-rajšia ukrajinská vláda, sabotovaná Ruskom, nedokáže kontrolovať krajinu a dať MMF istotu (nádej), že podmienky pôžičky sú splniteľné. Pomoc sa obmedzí na niekoľko málo miliárd od EÚ, USA a možno prvú tranžu pomoci MMF. Výsledkom bude default

a reštrukturalizácia s RV 60 % a P = 20 %. Ideálny scenár pre Putina, keďže ukáže na neschopnosť novej vlády aj na neschopnosť Západu pomôcť. Preto z Ruska na východ Ukrajiny posielajú „turistov“ provokatérov a podnecovateľov separatistických nálad.

Varianty B, C1 a C2 predpokladajú aspoň 15 miliárd celkovej pomoci a závisia od rozsahu ďalšieho sabotovania Ukrajiny Ruskom. Všeobecne platí, že preventívna reštrukturalizácia je lepšia ako neriadený default.

Ukrajinské dlhopisy so splatnosťou 2017 – 2023 sa obchodujú (k 25. marcu) za cenu okolo 88 – 90 % nominálnej hodnoty, čo predstavuje výnosy medzi a 11 a 9,5 % p.a. v závislosti od splatnosti. Vážený priemer mojich variantov je 78,5 %, takže trh je dnes oveľa optimistickejší ako ja a investori stavajú na priateľský deal s MMF.

Zaujímavejšie sú výnosy na kvázi štátnych emisiách infraštruktúrneho fondu Ukrajiny (2017 za 15 %), železníc (2018 za 18 %), UkrEximBanky (2015 za 27 % a 2018 za 16 %) a Oščadbanky, miestnej štátnej sporiteľne (2016 za 20 % a 2018 za 16 %). Železnice, UkrExim ani Oščad nie sú štátom garantované, ale sú štátom vlastnené a pre štát strategicky dôležité.

Tretím okruhom zaujímavých investícií sú ruské aktíva, ktoré masívne vypredali v prvej polovici marca pre obavy zo sankcií. Hľadajúc kombináciu kvality a stresom zníženej ceny, možno nájsť dlhopisy Alfabanky a Home Creditu, akcie „mašiny na peniaze“ Sberbanky a ďalšie.

Ukrajina má šancu preklenúť krízu likvidity za pomoci MMF a reformovať ekonomiku s pomocou EÚ. Musí zlepšiť vymožitelnosť práva a podnikateľské prostredie, znížiť byrokráciu a korupciu. Táto cesta je namiesto pomoci dláždená mínami od východného suseda, ktorý sa nazýva „bratom“.

ROLAND VÍZNER JE ČLEN INVESTIČNEJ KOMISIE METATRON CAPITAL SICAV, PLC, EXTERNÝ PORADCA J&T BANKY.