

## Ukraina na froncie finansowym – problem zagranicznego zadłużenia publicznego

Rafał Sadowski

Jednym z kluczowych wyzwań, przed którymi stoi Ukraina, jest skala zadłużenia zagranicznego (sektora publicznego i prywatnego), które na 1 kwietnia wynosiło 126 mld USD, co stanowiło 109,8% PKB. Około 45% z tych zobowiązań ma charakter krótkoterminowy, a zatem musi zostać spłacone w ciągu najbliższego roku. Mimo że wartość długu spadła od końca 2014 roku o niemal 10 mld USD (dzięki spłacie części zobowiązań przez sektor prywatny), to jego stosunek do PKB kraju wzrósł z powodu recesji oraz deprecjacji hrywny. Zwiększa się również wartość zagranicznego długu publicznego (włącznie z gwarancjami państwowymi), który wzrósł od początku roku z 37,6 mld USD do 43,6 mld USD. Ukraina nie ma obecnie środków na spłatę swoich zobowiązań. W tej sytuacji konieczna jest restrukturyzacja długu, co jest jednym z najważniejszych priorytetów rządu ukraińskiego, jak również programu wsparcia realizowanego przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW). Bez tego wyjście Ukrainy z kryzysu gospodarczego będzie znacznie trudniejsze.

Władze ukraińskie prowadzą obecnie negocjacje z grupą prywatnych wierzycieli (głównie amerykańskie fundusze inwestycyjne), które posiadają ok. 40% całkowitej wartości obligacji państwowych. Kluczowym punktem sporu jest kwestia ewentualnego umorzenia części długu, przy czym obstaje Kijów, a co odrzucają prywatni kredytodawcy, godząc się jedynie na ułatwienie warunków spłat zobowiązań (zmniejszenie oprocentowania i wydłużenie w czasie). Negocjacje rozpoczęły się w kwietniu i nabrały tempa w lipcu. Trudno jest w tej chwili prognozować ich rezultat, choć obu stronom nie zależy na tym, aby Ukraina ogłosiła bankructwo, co daje szansę na osiągnięcie porozumienia.

Poważnym wyzwaniem dla Ukrainy będzie również kwestia zadłużenia wobec Rosji, gdzie szanse na restrukturyzację są mniejsze. Dotyczy to przede wszystkim spłaty 3 mld USD pożyczki, zaciągniętej w grudniu 2013 roku w trakcie prezydentury Wiktora Janukowycza, której termin spłaty mija w grudniu 2015 roku. Rosja zdecydowanie odmawia rozmów na temat jej restrukturyzacji, a tym bardziej umorzenia części długu. Na razie strony nie prowadzą żadnych rozmów w tej sprawie. Kijów koncentruje się obecnie na negocjacjach z prywatnymi kredytodawcami, licząc, że sukces wzmocni jego pozycję wobec Rosji.

### Ukraiński dług zagraniczny

W ciągu 2014 roku wartość zadłużenia zagranicznego Ukrainy zmniejszyła się, ale wzrosła jego relacja do PKB. Spowodowane to było przede wszystkim spadkiem PKB i deprecjacją

hrywny. Według danych Narodowego Banku Ukrainy (NBU) na początku stycznia 2015 roku wartość zadłużenia zagranicznego brutto<sup>1</sup> wyniosła łącznie 126,3 mld USD, podczas gdy

<sup>1</sup> Obejmuje to dług zagraniczny zarówno sektora państwowego, jak i prywatnego.

rok wcześniej 142 mld USD. Jednak w tym samym czasie zadłużenie zagraniczne brutto w stosunku do PKB wzrosło z 74,6% do 95,1%<sup>2</sup>. Łączny dług zmniejszył się wprawdzie o kilkanaście miliardów USD, ale w związku z dużym spadkiem PKB relacja długu do PKB jest większa niż w 2014 roku. Według ostatnich danych NBU na koniec pierwszego kwartału 2015 roku łączne zadłużenie zagraniczne brutto spadło do 126 mld USD, co jednak stanowiło 109,8% PKB kraju<sup>3</sup>. Szacunki MFW wskazują, że w związku z oczekiwanym w 2015 roku spadkiem PKB o 9% zadłużenie może w br. sięgnąć 158% PKB (zob. Wykres 1).

Zmniejszenie wartości nominalnej długu zagranicznego nastąpiło dzięki obniżeniu długu sektora prywatnego. Z kolei dług sektora państwowego w 2014 roku wzrósł, przede wszystkim za sprawą pożyczek udzielanych w ramach międzynarodowych programów wsparcia, m.in. MFW, UE, EBOR czy poszczególnych państw, w tym USA, Japonii, Kanady. Według danych MFW w 2014 roku dług sektora prywatnego obniżył się z 110,4 mld USD do 97,6 mld USD (z 61,4% PKB do 76,2% PKB), podczas gdy sektora publicznego wzrósł z 30,2 mld USD do 33,6 mld USD (z 16,8% PKB do 26,2% PKB)<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> Dane za Narodowym Bankiem Ukrainy: Національний банк України, Платіжний баланс і зовнішній борг України 2014 рік, 2015.

<sup>3</sup> Dane Międzynarodowego Funduszu Walutowego potwierdzają tę tendencję. Według nich łączna wartość zadłużenia na koniec 2014 roku spadła do 131,1 mld USD z 140,6 mld USD na koniec 2013 roku. Oznaczało to jednak wzrost zadłużenia w stosunku do PKB kraju z 78,3% do 102,4%. Za: International Monetary Fund, Ukraine: Assessment of the Risks to the Fund and the Fund's Liquidity Position, 2015.

<sup>4</sup> International Monetary Fund, 2015, Ukraine: Assessment of the Risks to the Fund and the Fund's Liquidity Position. Tendencję tę potwierdzają też dane NBU, według których w 2014 roku nastąpił wzrost zadłużenia sektora państwowego z 31,7 mld USD (22,3% PKB) do 35,1 mld USD (27,7% PKB), natomiast sektora bankowego i innych sektorów gospodarki oraz dług między przedsiębiorstwami łącznie obniżył się z 110,4 mld USD (77,7% PKB) do 91,2 mld USD (72,2% PKB). Tu jednak w kategorii sektor bankowy oraz inne sektory uwzględniono też podmioty państwowe. Za: Національний банк України, Платіжний баланс і зовнішній борг України 2014 рік, 2015.

Wartość długu publicznego i gwarancji państwowych na koniec 2014 roku wyniosła łącznie 70,8 mld USD, co stanowiło 72,7% PKB (podczas gdy na początku 2014 roku 40,6% PKB)<sup>5</sup>. Zadłużenie zagraniczne stanowiło 55,6% wartości długu publicznego i wyniosło łącznie 39,4 mld USD, w tym 8 mld USD gwarancji państwowych<sup>6</sup>. Wartość emitowanych przez rząd euroobligacji i gwarantowanych przez państwo wyniosła łącznie 17,3 mld USD<sup>7</sup>. Pozostałe zadłużenie publiczne dotyczyło gwarancji rządowych dla kredytów i obligacji wypuszczanych przez przedsiębiorstwa państwowe, zadłużenie władz lokalnych oraz zobowiązania NBU wobec MFW.

### **W 2014 roku pomimo spadku wartości dług zagraniczny Ukrainy wzrósł w stosunku do PKB osiągając w maju 2015 roku poziom 109,8%.**

Ostatnie dane ukraińskiego Ministerstwa Finansów z 31 maja 2015 roku wykazują zagraniczny dług publiczny na poziomie 33,9 mld USD oraz gwarancje państwa na 9,7 mld USD (w tym prawie 1 mld USD gwarancji dla kredytów udzielanych przez rosyjskie banki WTB, Gazprombank i Sberbank). W strukturze długu publicznego wartość zobowiązań wobec międzynarodowych instytucji finansowych (m.in. MFW, EBI, EBOR) wyniosła 12,8 mld USD, zadłużenie bilateralne 1,2 mld USD (w tym wobec Rosji 0,6 mld USD)

<sup>5</sup> International Monetary Fund, Ukraine: Request for Extended Arrangement under the Extended Fund Facility and Cancellation of Stand-by Arrangement, 2015, s. 67. Dane MFW na podstawie danych ukraińskiego Ministerstwa Finansów (MF). Dane MF na 31 grudnia 2014 roku wskazują na 69,8 mld USD, w tym dług zagraniczny wraz z gwarancjami państwowymi 38,81 mld USD. Za: Ministerstwo Finansów Ukrainy, Статистичні матеріали щодо державного та гарантованого державою борг України (станом на 31.05.2015), [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=34952](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=34952)

<sup>6</sup> International Monetary Fund, Ukraine: Request for Extended Arrangement under the Extended Fund Facility and Cancellation of Stand-by Arrangement, 2015, s. 67. Dane MFW na podstawie danych ukraińskiego Ministerstwa Finansów.

<sup>7</sup> Tamże.

oraz wartość emitowanych euroobligacji 18,2 mld USD<sup>8</sup> (zob. Tabela 1).

Wysoki poziom zadłużenia zagranicznego oraz jego struktura stanowi jedno z największych zagrożeń dla stabilności ukraińskiej gospodarki i szans na jej wyjście z kryzysu. Z jednej strony duże ryzyka wiążą się z ograniczonymi zdolnościami Kijowa w kwestii obsługi długu z uwagi na wysokie koszty w sytuacji deprecjacji hrywny, spadku dochodów z eksportu oraz niskiego poziomu rezerw walutowych. Według stanu na 1 stycznia 2015 roku, łączna wartość krótkoterminowych zobowiązań zagranicznych brutto (wliczając sektor publiczny i prywatny) wyniosła 55,1 mld USD<sup>9</sup>. Jednocześnie łączna wartość długu zagranicznego stanowiła 184,4% wartości eksportu. Natomiast stan rezerw walutowych wynosił 7,5 mld USD<sup>10</sup> (dzięki wsparciu zagranicznemu rezerwy walutowe 1 lipca 2015 roku osiągnęły poziom 10,26 mld USD).

Jednocześnie Ukraina ma bardzo ograniczony dostęp do zagranicznych rynków finansowych i źródeł finansowania. Związane jest to z dużymi trudnościami w dostępie do kredytów zagranicznych i ich bardzo wysokimi kosztami. Świadczy o tym m.in. wysoka dla Ukrainy wartość CDS (credit default swap), który jest wskaźnikiem pozwalającym ocenić bieżące postrzeganie na rynkach finansowych ryzyka kredytowego<sup>11</sup>. W przypadku Ukrainy wynosi 19,2% (stan na 13 kwietnia 2015 roku) i jest dla porównania na poziomie Wenezueli i Argentyny, natomiast w przypadku Polski wynosi on 1,2%, Niemiec 0,2%, a Rosji 5,1%<sup>12</sup>.

<sup>8</sup> Ministerstwo Finansów Ukrainy, Статистичні матеріали щодо державного та гарантованого державою борг України (станом на 31.05.2015), [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=34952](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=34952)

<sup>9</sup> Національний банк України, Платіжний баланс і зовнішній борг України 2014 рік, 2015, s. 10.

<sup>10</sup> Tamże.

<sup>11</sup> CDS to instrument pochodny, który jest ubezpieczeniem od strat w przypadku niewywiązania się ze spłaty zadłużenia na skutek bankructwa. Podnosi on koszty zaciągania kredytu.

<sup>12</sup> Dane za: Deutsche Bank Research, *Sovereign default probabilities online*, [https://www.dbresearch.com/servlet/reweb2.ReWEB?rwnode=DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD\\$NAVIGATION&rwbobj=CDS.calias&rwsite=DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD](https://www.dbresearch.com/servlet/reweb2.ReWEB?rwnode=DBR_INTERNET_EN-PROD$NAVIGATION&rwbobj=CDS.calias&rwsite=DBR_INTERNET_EN-PROD)

## Restrukturyzacja długu priorytetem programu reform

Restrukturyzacja zadłużenia zewnętrznego jest jednym z najważniejszych priorytetów dla stabilizacji sytuacji ekonomicznej i finansowej kraju zarówno w polityce rządu ukraińskiego, jak i zagranicznych programów wsparcia, w tym kluczowego programu MFW. Ma ona zmniejszyć ciężar dla gospodarki i finansów publicznych wynikający z obsługi zadłużenia oraz umożliwić wykorzystanie środków finansowych na odbudowę rezerw oraz wdrażanie reform gospodarczych. Główne założenia programu MFW o wartość 17,5 mld USD realizowanego w latach 2015–2018<sup>13</sup> zakładają:

### Restrukturyzacja długu zagranicznego jest jednym z kluczowych wyzwań dla stabilizacji sytuacji ekonomicznej i finansowej kraju.

1) wygenerowanie 15,3 mld USD oszczędności poprzez restrukturyzację długu (choć Fundusz nie precyzuje dokładnie, w jaki sposób ma zostać dokonana i zostawia to do negocjacji z wierzycielami); 2) obniżenie długu publicznego do 71% PKB do 2020 roku; 3) utrzymanie kosztów obsługi zadłużenia poniżej średnio 10% PKB rocznie w latach 2019–2025 (nie więcej niż 12% PKB w jednym roku)<sup>14</sup>. MFW liczy, że działania te pozwolą na powrót Ukrainy na międzynarodowe rynki finansowe w 2017 roku, co umożliwi zaangażowanie kapitału prywatnego w odbudowę gospodarczą kraju i uzyskanie dostępu do środków finansowych z innych źródeł niż wsparcie funduszu, innych międzynarodowych instytucji finansowych czy państw.

<sup>13</sup> Więcej o programie zob.: Rafał Sadowski, Nowy program pomocy MFW dla Ukrainy, *Analizy OSW*, <http://www.osw.waw.pl/pl/publikacje/analizy/2015-02-12-nowy-program-pomocy-mfw-dla-ukrainy>

<sup>14</sup> International Monetary Fund, Ukraine: Request for Extended Arrangement under the Extended Fund Facility and Cancellation of Stand-by Arrangement, 2015.

MFW zakłada ponadto, że w latach 2017–2020 Ukrainie uda się pozyskać około 7 mld USD kapitału od sektora prywatnego. Redukcja długu stanowi istotny element realizacji programu dofinansowania Ukrainy, mającego zabezpieczyć jej potrzeby finansowe i stanowi 38% wartości programów pomocowych szacowanych przez MFW na 40 mld USD (oprócz wsparcia finansowego MFW, też z innych źródeł, zob. Tabela 2). Ukraina nie ma obecnie środków, by spłacić wszystkie swoje zobowiązania zagraniczne w terminie. Przyczynia się do tego kryzys ekonomiczny (w tym drastycznie niski poziom rezerw walutowych, recesja, spadek eksportu, deprecjacja waluty narodowej, deficyt na rachunku obrotów bieżących, brak stabilności systemów bankowego i finansowego)<sup>15</sup>, działania zbrojne na wschodzie kraju i konflikt z Rosją, a także niestabilność wewnątrzpolityczna (m.in. brak stabilnego układu politycznego w parlamencie oraz władzach lokalnych, rywalizacja wewnątrzpolityczna, opór społeczeństwa i lokalnych elit oligarchicznych we wdrażaniu radykalnych reform).

**Ukraina nie ma obecnie środków, by spłacić wszystkie swoje zobowiązania zagraniczne w terminie. Zagraniczny dług publiczny szacowany jest na 23 mld USD.**

W tej sytuacji niezbędna jest restrukturyzacja długu zagranicznego. Władze ukraińskie chcą restrukturyzować obligacje państwowe oraz obligacje firm państwowych gwarantowanych przez państwo poprzez redukcję ich wartości oraz wydłużenie terminów spłat i obniżenie oprocentowania. Ich łączna wartość wynosi

<sup>15</sup> Szerzej zob.: Tadeusz Iwański, Okręt na mieliznie. Pogłębiające się problemy ukraińskiej gospodarki, *Komentarze OSW*, 16.06.2015, <http://www.osw.waw.pl/pl/publikacje/komentarze-osw/2015-06-16/okręt-na-mieliznie-poglabiajace-sie-problemy-ukrainskiej>

co najmniej 21,74 mld USD<sup>16</sup>, choć należy je szacować na ok. 23 mld USD<sup>17</sup>. W pierwszej kolejności dotyczy to długu wobec grupy prywatnych kredytodawców (fundusze inwestycyjne, przede wszystkim amerykańskie) oraz 3 mld kredytu udzielonego przez Rosję. W tej chwili nie podlegają negocjacom pożyczki udzielone przez międzynarodowe instytucje finansowe, a także przez poszczególne państwa (zob. Wykres 2).

Specyficzną cechą ukraińskiego długu jest jego nadzwyczaj duża koncentracja, tj. kilka podmiotów dysponuje jego znaczną częścią. Z jednej strony może to być korzystne dla Ukrainy, gdyż osiągnięcie porozumienia z kluczowymi wierzycielami pozwoli na restrukturyzację znacznej części długu. Z drugiej jednak strony, kluczowi wierzyciele mają znacznie silniejszą pozycję w negocjacjach. Wszystkie wyemitowane przez Ukrainę obligacje zagraniczne podlegają prawu angielskiemu<sup>18</sup>. Uniemożliwia to Kijowowi wykorzystanie ukraińskiego prawa do wpływania na zarządzanie zadłużeniem (np. przełamania oporu wierzycieli)<sup>19</sup>.

<sup>16</sup> Łączna wartość obligacji państwowych wynosi 16,21 mld USD, ponadto obligacje miasta Kijów – 0,55 mld USD, obligacje państwowych firm: Fininpro (państwowy fundusz inwestycji infrastrukturalnych) – 1,81 mld USD, Ukreximbank – 1,48 mld USD, Oszczadbanku – 1,2 mld USD, Ukrzaliznica (koleje państwowe) – 0,5 mld USD za: MSN News, Ukraine-Crisis/Creditors, 20.05.2015, <http://www.msn.com/en-my/news/other/ukraine-crisis-creditors-factbox/ar-BBjZJKY>

<sup>17</sup> Restrukturyzacji mają podlegać także kredyty udzielone państwowym firmom Ukravtodor, Yuzhnoye, Ukrmedpostach, oraz obligacji emitowanych przez Oszczadbank w 2006 i 2013 roku, których wartość nie została upubliczniona.

MSN News, Ukraine-Crisis/Creditors, 20.05.2015, <http://www.msn.com/en-my/news/other/ukraine-crisis-creditors-factbox/ar-BBjZJKY>

Галина Калачова, Кредиторы отказываются списать часть долга Украины, *Економічна правда*, 23.04.2015. <http://www.epravda.com.ua/rus/publications/2015/04/23/539847/>

<sup>18</sup> Allen&Overy, How protective are Ukraine's international bonds?, 27.01.2015. s. 2, [http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Documents/GLIU\\_Ukraine\\_international\\_bonds\\_Jan\\_2015.pdf](http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Documents/GLIU_Ukraine_international_bonds_Jan_2015.pdf)

<sup>19</sup> Wykorzystała to np. Grecja w 2012 roku, zob.: Anna Gelpern, Ukraine's Bond Restructuring: Surgery, Conspiracy, and Campaign, *Credit Slips*, 17.04.2015, <http://www.creditslips.org/creditslips/2015/04/ukraines-bond-restructuring-constraints-and-delusions.html>

## „Front zachodni”

Władze ukraińskie w pierwszej kolejności zaangażowały się w negocjacje w sprawie restrukturyzacji zadłużenia z zachodnimi wierzycielami prywatnymi. Są to zachodnie fundusze inwestycyjne, głównie amerykańskie. Fundusz Franklin Tempelton jest największym dysponentem ukraińskich obligacji, których wartość szacuje się – według różnych źródeł – na 6,5–7 mld USD. Był on inicjatorem powołania w marcu 2015 roku tzw. komitetu *ad hoc* posiadaczy obligacji Ukrainy<sup>20</sup>, w skład którego weszły też amerykańskie fundusze TCW i T. Rowe Price oraz brazylijski BTG Pactual Europe. Podmioty zgrupowane w „komitecie wierzycieli” posiadają łącznie obligacje ukraińskie o wartości według różnych źródeł ok. 8,9 mld USD<sup>21</sup>, tj. ok. 40% wartości wyemitowanych obligacji państwowych. Ponadto według doniesień prasowych obligacje ukraińskie mają również m.in. amerykańskie fundusze PIMCO (należący do niemieckiego Allianz), Blackrock, Fidelity i Stone Harbor<sup>22</sup>, a także niemiecki Deutsche Bank<sup>23</sup>.

W przypadku prywatnych wierzycieli, kluczowe znaczenie mają negocjacje pomiędzy ukraińskim Ministerstwem Finansów i komitetem posiadaczy obligacji przy udziale przedstawicieli MFW. Rząd Ukrainy w ramach restrukturyzacji długu chce umorzenia 40% jego wartości, przedłużenia terminów spłat (o 10 lat) oraz obniżenia oprocentowania. Wierzyciele jednak sprzeciwia-

ją się anulowaniu długu, co jest głównym punktem sporu. Dopuszczają jednak przedłużenie terminu spłat oraz redukcję oprocentowania.

W prowadzonej grze negocjacyjnej, strona ukraińska próbuje wywierać presję grożąc ogłoszeniem niewypłacalności poszczególnych zobowiązań wobec prywatnych wierzycieli (nie oznacza to automatycznie bankructwa całego kraju). 19 maja 2015 roku Rada Najwyższa przyjęła ustawę umożliwiającą rządowi wstrzymanie spłat z tytułu obligacji zagranicznych. Ukraińskie władze deklarują, że są przygotowane do ogłoszenia ewentualnego bankructwa w przypadku poszczególnych zobowiązań i nie wpłynie to negatywnie na system bankowy czy walutę narodową<sup>24</sup>. Ważnym wspar-

## Władze ukraińskie w pierwszej kolejności chcą restrukturyzować zadłużenie wobec zachodnich wierzycieli, głównie amerykańskich funduszy inwestycyjnych.

ciem dla Ukrainy było ogłoszenie przez MFW w czerwcu 2015 roku, że będzie on kontynuował program wsparcia, nawet w przypadku braku porozumienia z prywatnymi wierzycielami<sup>25</sup>. 2 lipca MFW porozumiał się co do wypłaty kolejnej transzy kredytu dla Ukrainy w wysokości 1,7 mld USD, która zostanie przekazana po spełnieniu przez Ukrainę zobowiązań w ramach bieżącej realizacji programu MFW.

W negocjacjach z zachodnimi wierzycielami Kijów tłumaczy się brakiem środków, a także tym, że nie chce wykorzystywać rezerw walutowych do spłaty zadłużenia. Władze ukraińskie podkreślają też, że wierzyciele udzielali kredytów obalonemu w lutym 2014 roku prezydentowi Janukowyczowi, co pozwalało na funkcjonowa-

<sup>20</sup> Natasha Doff i in., Ukraine Debt Negotiations a Step Closer as Templeton Forms Group, *Bloomberg*, 1.04.2015, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-01/franklin-templeton-4-ukraine-creditors-said-to-form-committee>

<sup>21</sup> Natasha Doff, Ukraine Shielded From Vultures by Templeton Has One Less Problem, *Bloomberg*, 23.04.2015, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-23/ukraine-shielded-from-vultures-by-templeton-has-one-less-problem>

<sup>22</sup> Sujata Rao i in., Franklin Templeton hires Blackstone to advise on Ukraine debt restructuring talks, *Reuters*, 15.03.2015, <http://www.reuters.com/article/2015/03/15/ukraine-crisis-bonds-idUSL6N0WH0XY20150315>

<sup>23</sup> Sujata Rao, Ukraine bondholders face haircuts and extensions, *Reuters*, 25.03.2015, <http://www.reuters.com/article/2015/03/25/ukraine-bonds-restructuring-idUSL6N0WP3I720150325>

<sup>24</sup> Ostatnia wypowiedź na ten temat: Ukrinform, Ярьсько знову не виключила можливість технічного дефолту, 16.07.2015, [http://www.ukrinform.ua/ukr/news/yaresko\\_znovu\\_ne\\_viklyuchila\\_moglivist\\_tehnichnogo\\_defoltu\\_2075154](http://www.ukrinform.ua/ukr/news/yaresko_znovu_ne_viklyuchila_moglivist_tehnichnogo_defoltu_2075154)

<sup>25</sup> IMF Managing Director Issues Statement on Ukraine, press release nr 15/272, 12.06.2015, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2015/pr15272.htm>

nie jego reżimu. W czerwcu 2015 roku minister finansów Natalia Jareško złożyła nową propozycję, która zakłada zrekomensowanie części kosztów poniesionych przez tych kredytodawców, którzy zgodzą się umorzyć dług Ukrainy, ale tylko w przypadku jeśli nastąpi szybszy rozwój gospodarczy kraju, niż zakładają obecne prognozy.

Z kolei prywatni wierzyciele odpowiadają, że niespłacenie zadłużenia zablokuje dostęp Ukrainy do międzynarodowych rynków finansowych, co będzie też niespełnieniem jednego z warunków programu MFW zakładającego jej powrót w 2017 roku. Ponadto nadszarpnie to reputację kraju wśród potencjalnych inwestorów. Efektem będzie bardzo utrudniony dostęp do zewnętrznych środków finansowych. Prywatni wierzyciele zagraniczni nie chcą też jako jedyni ponosić kosztów restrukturyzacji długów Ukrainy, gdyż umorzenie zadłużenia ma dotyczyć tylko ich, a nie wszystkich wierzycieli (tj. nie obejmie państwowych oraz wewnętrznych). Ich zdaniem problemem dla Ukrainy jest brak płynności finansowej, a nie wysokość zadłużenia<sup>26</sup>. Złożone przez nich propozycje zakładają zamianę długu na papiery wartościowe, które zostaną spłacone w sytuacji, kiedy wzrost PKB osiągnie określony poziom<sup>27</sup>. *De facto* pozwala to na przedłużenie terminu spłat i redukcję oprocentowania. Zdaniem prywatnych wierzycieli ma to zapewnić Ukrainie w ciągu czterech lat ok. 16 mld USD oszczędności i pozwoli na wypełnienie założeń programu MFW bez umarzania długu<sup>28</sup>.

Dotychczas prowadzone negocjacje nie doprowadziły do porozumienia ostatecznego.

<sup>26</sup> List przedstawicieli komitetu posiadaczy obligacji Ukrainy, Haircut on bonds is wrong path for Ukraine, *Financial Times*, 17.06.2015, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6af24a6a-1123-11e5-9bf8-00144feabdc0.html?siteedition=intl#ixzz3dJYDuDrm>

<sup>27</sup> Tamże

<sup>28</sup> Elena Popina Natasha Doff, Goldman Sees Ukraine Default in July as Debt Standoff Holds, *Bloomberg*, 25.06.2015, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-22/ukraine-creditors-request-latest-imf-estimate-to-assess-proposal>

W kwietniu udało się przesunąć o 3 miesiące termin spłat 750 mln USD długu Ukreximbanku. natomiast w sierpniu przesunąć termin wykupu obligacji na sumę 1,3 mld USD wyemitowanych przez państwowy Oszczadbank. Negocjacje przyspieszyły w lipcu, kiedy to w trakcie rozmów przy udziale przedstawicieli MFW obie strony poczyniły pewne taktyczne ustępstwa, w tym m.in. kredytodawcy dopuszczają możliwość umorzenie długów o 5%<sup>29</sup>, a ukraiński rząd przedstawił nową propozycję, jednak nie upublicznił szczegółów<sup>30</sup>.

### „Front wschodni”

Nie mniej trudnym wyzwaniem dla Ukrainy niż dług wobec prywatnych kredytodawców jest kwestia jej zadłużenia wobec Rosji. Dotyczy to przede wszystkim 3 mld USD kredytu, którego termin spłaty przypada na 24 grudnia 2015 roku. Z punktu widzenia Rosji udzielona w grudniu 2013 roku pożyczka była politycznym instrumentem mającym wesprzeć Wiktora Janu-

### W odróżnieniu od zachodnich wierzycieli, których jedynym motywem są interesy biznesowe i osiągnięcie zysku, dla Rosji instrumenty finansowe są głównie narzędziem realizacji celów politycznych.

kowycza po jego odmowie podpisania umowy stowarzyszeniowej z UE. Warunki kredytu były dla Ukrainy dosyć korzystne – wysoka kwota, szybko udzielona z oprocentowaniem 5%, dwukrotnie niższym niż na rynkach finansowych.

<sup>29</sup> Sujata Rao, Ukraine sees end of next week as „absolute” deadline for debt deal – source, *Reuters*, 31.07.2015, <http://www.reuters.com/article/2015/07/31/ukraine-crisis-debt-negotiation-idUSL5N10B4HL20150731>. Informacja nie została potwierdzona oficjalnie. Według jednego ze źródeł mowa jest o dwóch 5-procentowych umorzeniach.

<sup>30</sup> Мінфін направив кредиторам нову пропозицію щодо реструктуризації боргу, *Економічна правда*, 4.08.2015, <http://www.epravda.com.ua/news/2015/08/4/553763/>

Kredyt okazał się jednak efektywnym instrumentem, który daje Rosji znaczące możliwości wpływania na Ukrainę. Mimo że jest to pożyczka państwowa, a obie strony – kredytodawca i kredytobiorca – są instytucjami państwowymi, to formalnie jest to kredyt prywatny<sup>31</sup>. Rosjanie celowo zaprojektowali go w ten sposób, co daje im możliwość dowolnego traktowania tego kredytu w zależności od potrzeb jako prywatnego lub państwowego i czerpania korzyści z obu tych form<sup>32</sup>.

Oznacza to, że w przypadku braku spłaty długu przez Ukrainę konsekwencją może być:

- jeśli kredyt zostanie potraktowany jako państwowy, zablokowanie programu wsparcia MFW<sup>33</sup>,
- jeśli zostanie potraktowany jako prywatny, zablokowanie możliwości zaciągania kredytów na prywatnych rynkach finansowych.

Choć w dotychczasowych wypowiedziach przedstawiciele Moskwy traktują dług jako państwowy, to Rosja nie zgłosiła go do Klubu Paryskiego (nieformalna grupa wierzycieli państwowych zajmująca się długami państw). Formalnie transakcja polegała na zakupie przez rosyjski państwowy Fundusz Dobrobytu Narodowego ukraińskich obligacji państwowych emitowanych na podstawie prawa angielskiego i notowanych na giełdzie irlandzkiej<sup>34</sup>. Ogranicza to znacznie możliwości Ukrainy wykorzystania krajowego prawa do obrony własnych interesów. Innymi zapisami dającymi Rosji istotny wpływ jest możliwość zażądania natychmiastowej spłaty zadłużenia, jeśli dług publiczny Ukrainy przekroczy 60% PKB kraju. Nastąpiło to na wiosnę 2015 roku, jednak na razie Moskwa nie skorzystała z tej opcji.

<sup>31</sup> Josh Cohen, *Russia Has Ukraine's Economy in a Choke Hold*, *Moscow Times*, 31.03.2015, <http://www.themoscowtimes.com/opinion/article/russia-has-ukraines-economy-in-a-choke-hold/518324.html>

<sup>32</sup> Anna Gelpern, *Russia's Bond: It's Official! (... and Private ... and Anything Else It Wants to Be...)*, *Credit Slips*, 7.04.2015, <http://www.creditslips.org/creditslips/2015/04/russias-ukraine-bond-its-official-and-private-and-anything-else-it-wants-to-be-.html>

<sup>33</sup> MFW zgodnie ze swoimi zasadami nie może wspierać finansowo państw, które ogłosiły niewypłacalność wobec innych państw.

<sup>34</sup> Oznacza to, że wszelkie spory mają być rozstrzygane w sądach angielskich.

Taka konstrukcja umowy znacznie ogranicza możliwości restrukturyzacji długu przez Ukrainę i jest bardzo korzystna dla Rosji. Władze w Kijowie oficjalnie traktują to zadłużenie jako prywatne i uznają jako podlegające restrukturyzacji. Jednak z prawnego punktu widzenia jest to kwestionowane<sup>35</sup>. Ma to istotne znaczenie, gdyż zgodnie z regułami MFW niemożliwe jest udzielenie wsparcia finansowego państwowym, które ogłosiły niewypłacalność wobec innych państw. Fundusz nie zajął dotychczas jasnego stanowiska w tej sprawie. Biorąc pod uwagę jednak skomplikowane relacje ukraińsko-rosyjskie, w których konflikt rozgrywa się na różnych poziomach (politycznym, militarnym, ekonomicznym, energetycznym), władze ukraińskie koncentrują się przede wszystkim na negocjacjach pokojowych (w ramach formatów mińskiego i normandzkiego) oraz gazowych.

### **Kredyt udzielony przez Rosję może okazać się instrumentem, który daje jej znaczące możliwości wpływania na Ukrainę.**

Nie podjęły natomiast żadnych kroków w kwestii zadłużenia, poza wezwaniem do rozmów, co zostało odrzucone przez Rosję. Na razie jednak Kijów dotrzymuje zobowiązań wynikających z tej umowy. 20 czerwca Ukraina zapłaciła w terminie 75 mln USD odsetek z tytułu tego kredytu.

W odróżnieniu od zachodnich wierzycieli, których jedynym motywem są interesy biznesowe i osiągnięcie zysku, dla Rosji instrumenty finansowe są przede wszystkim narzędziem realizacji celów politycznych. Kreml w konflikcie z Ukrainą na razie nie zdecydował się na wykorzystanie instrumentów finansowych i całkowitą destabilizację ukraińskiego systemu finansowego

<sup>35</sup> Anna Gelpern, *Debt Sanctions Can Help Ukraine and Fill a Gap in the International System*, *Policy brief*, Peterson Institute for International Economics, sierpień 2014; Sujata Rao, Chris Spink, *London or Paris: which is the club for Russia's Ukraine debt?*, *Reuters*, 26.03.2015, <http://www.reuters.com/article/2015/03/27/ukraine-russia-bonds-idUSL6N0WR4J620150327>

poprzez np. zażądanie spłaty kredytu. Poważnym ograniczeniem dla Kremla jest bowiem chęć uniknięcia całkowitego załamania gospodarczego Ukrainy, co miałyby poważne konsekwencje ekonomiczne dla Rosji z uwagi na łączące oba kraje więzi gospodarcze i interesy rosyjskich podmiotów gospodarczych (kapitał rosyjski jest piątym inwestorem na Ukrainie)<sup>36</sup>. Mimo to ukraińskie zadłużenie ciągle pozostaje efektywnym instrumentem, który może być w każdej chwili wykorzystany w celu presji na Kijów. Jedną z opcji pozwalającą na neutralizację przez Kijów tego instrumentu nacisku byłby zwrot w terminie zadłużenia. Problem wynika jednak z braku środków (dług wynosi 30% wartości rezerw międzynarodowych, które i tak są dwukrotnie niższe niż bezpieczny poziom), a także z tym, że wytrącałyby Ukrainie argumenty w negocjacjach z prywatnymi wierzycielami, wobec których domaga się ona umorzenia 40% długu.

<sup>36</sup> Oficjalnie notowane inwestycje z Cypru (28,5% wszystkich inwestycji zagranicznych na Ukrainie) w części są *de facto* inwestycjami rosyjskimi. Od 31 grudnia 2013 roku do 1 kwietnia 2015 roku wartość rosyjskich inwestycji na Ukrainie spadła niemal dwukrotnie z 4,3 mld USD (7,4% udziału wszystkich inwestycji) do 2,2 mld USD (5,4% udziału). Za: Państwowa Służba Statystyczna Ukrainy Ukrstat, Прямі іноземні інвестиції (акціонерний капітал) з країн світу в економіці України, <http://www.ukrstat.gov.ua/>

## Groźba bankructwa Ukrainy?

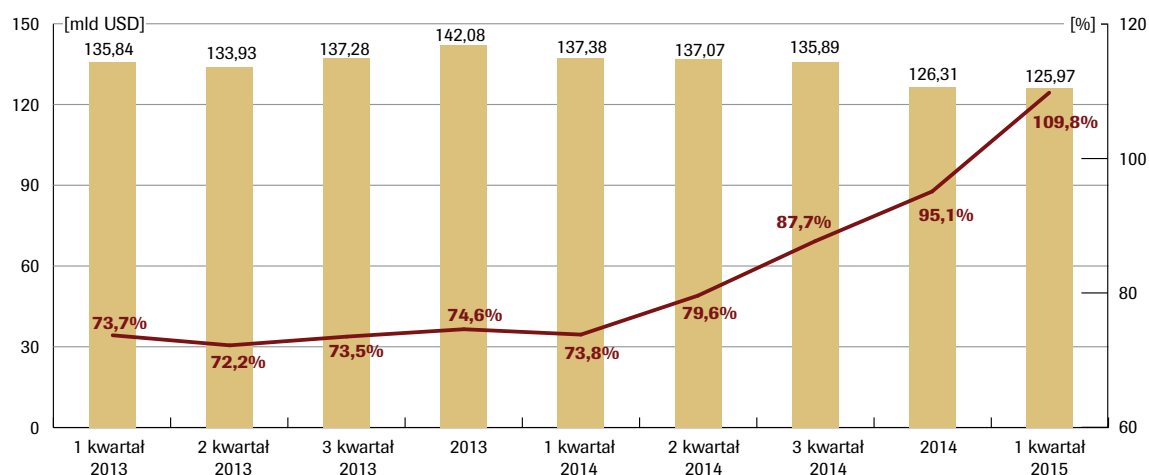
W sytuacji, w której Ukraina nie ma środków na spłatę całości swoich długów, gra toczy się o to, kto w jakim stopniu poniesie koszty wychodzenia Ukrainy z kryzysu finansowego: Kijów, państwa i instytucje międzynarodowe udzielające mu wsparcia, wierzyciele prywatni i państwowi, w tym Rosja. Wydaje się, że nikomu nie zależy na ogłoszeniu przez Ukrainę bankructwa – wierzycielom, bo straciliby szansę na odzyskanie swoich pieniędzy; Ukrainie, bo zablokowałyby to dostęp do międzynarodowych rynków finansowych; państwom Zachodu (głównie Niemcom) i MFW, bo oznaczałoby to konieczność zwiększenia środków pomocy gospodarczej dla Ukrainy (MFW dąży do tego, by Ukraina zaczęła pozyskiwać środki finansowe z prywatnych rynków kapitałowych, a nie przede wszystkim od Funduszu). Z kolei w przypadku Rosji, z jednej strony zainteresowana jest ona dalszym osłabianiem Ukrainy, z drugiej natomiast bankructwo i krach finansowy uderzałyby w interesy biznesowe rosyjskich firm. Obecnie istotne znaczenie będzie miał przebieg i rezultat negocjacji z prywatnymi wierzycielami. 24 lipca Ukraina zapłaciła w terminie 120 mln USD odsetek od swojego zadłużenia<sup>37</sup>. 23 września przypada termin wykupu euroobligacji państwowych na sumę 500 mln USD. W przypadku braku porozumienia Ukraina zapowiada gotowość do ogłoszenia niewypłacalności z tytułu tych zobowiązań.

<sup>37</sup> Elaine Moore i Joel Lewin, Ukraine avoids default with \$120m interest payment, *Financial Times*, 24.07.2015, <http://www.ft.com/cms/s/0/d98550fc-31f9-11e5-91ac-a5e17d9b4cff.html#ixzz3hl2hUnZS>

*Pracę nad tekstem ukończono 4 sierpnia 2015 roku*



Wykres 1. Dług zagraniczny brutto Ukrainy w latach 2011–2015, wartość w mld USD i udział w % PKB na koniec okresu



Źródło: Narodowy Bank Ukrainy

Tabela 1. Struktura zagranicznego długu publicznego Ukrainy, stan na 31 maja 2015 roku, w mln USD

Tytułem	mln USD
<b>Dług publiczny i gwarancje państwowe razem</b>	<b>67 660,179</b>
<b>Dług publiczny razem</b>	<b>56 735,956</b>
<b>Dług wewnętrzny</b>	<b>22 868,079</b>
<b>Dług zagraniczny</b>	<b>33 867,877</b>
<i>1. Zadłużenie wobec międzynarodowych organizacji finansowych:</i>	<i>12 781,551</i>
Unia Europejska	1 754,255
Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju	540,156
Europejski Bank Inwestycyjny	431,094
Bank Światowy	4 236,499
Międzynarodowy Fundusz Walutowy	5 819,095
Fundusz Czystych Technologii (Clean Technology Fund)	0,450
<i>2. Zadłużenie wobec innych państw</i>	<i>1 174,974</i>
Kanada	320,612
Niemcy	7,627
Rosja	605,856
USA	10,447
Japonia	230,432
<i>3. Zadłużenie wobec banków komercyjnych</i>	<i>0,056</i>
Chase Manhattan Bank Luxemburg S.A.	0,056

Tytułem		mIn USD
4. Emisja papierów wartościowych na rynkach zagranicznych (euroobligacje)		18 203,760
5. Inne kategorie zadłużenia	Międzynarodowy Fundusz Walutowy	1 707,536
<b>Gwarancje państwowe razem</b>		<b>10 924,223</b>
<b>Gwarancje państwowe dla zadłużenia wewnętrznego</b>		<b>1 273,498</b>
<b>Gwarancje państwowe dla zadłużenia zagranicznego</b>		<b>9 650,724</b>
1. Zadłużenie wobec międzynarodowych instytucji finansowych		4 460,430
	Europejska Wspólnota Energii Atomowej	23,571
	Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju	84,821
	Bank Światowy	368,208
	Międzynarodowy Fundusz Walutowy	3 983,828
2. Zadłużenie wobec innych państw	Kanada	219,325
3. Zadłużenie wobec banków komercyjnych		3 049,723
	Citibank, N.A. London	60,993
	Credit Suisse International	126,000
	Deutsche Bank AG London	7,143
	UniCredit Bank Austria AG	50,911
	VTB Capital PLC	73,467
	Gazprombank	500,000
	Państwowy Bank Rozwoju Chin	78,540
	Eksportowo-Importowy Bank Chin	1 552,124
	Eksportowo-Importowy Bank Korei	179,403
	Sbierbank	421,143
4. Gwarancje państwowe dla papierów wartościowych wyemitowanych przez:	Fininpro (państwowa agencja inwestycji infrastrukturalnych)	1 808,000
5. Inne kategorie zadłużenia	Międzynarodowy Fundusz Walutowy	113,247

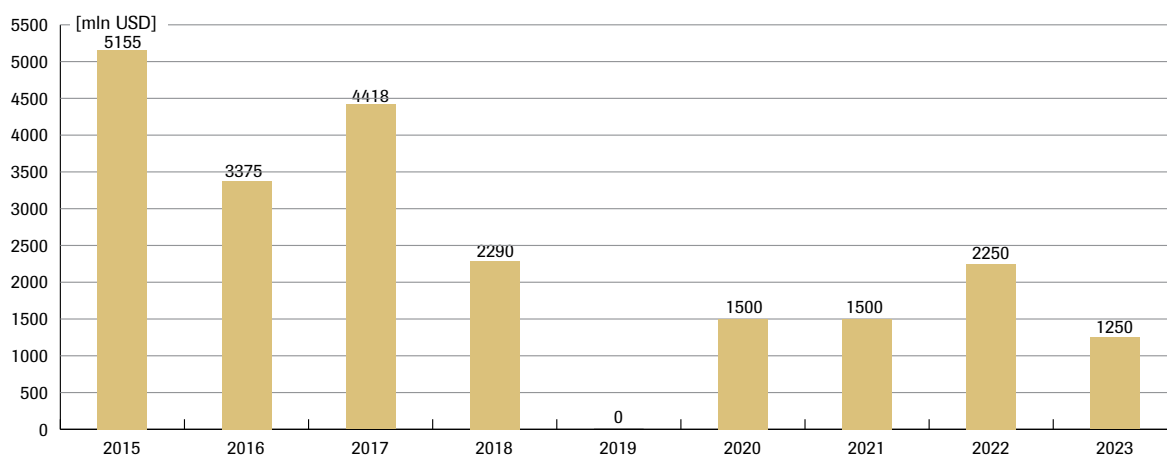
Źródło: Ministerstwo Finansów Ukrainy

Tabela 2. Restrukturyzacja długu w programie MFW dla Ukrainy, w mld USD

	2015	2016	2017	2018	Razem
Potrzeby finansowe Ukrainy	21,4	6,8	6,9	4,8	40,0
Wzrost rezerw walutowych	10,8	3,9	6,3	6,7	27,7
Deficyt bilansu rachunku obrotów bieżących	10,6	2,9	0,7	-1,9	12,3
Finansowanie	21,4	6,8	6,9	4,8	40,0
Wsparcie finansowe razem	16,3	3,5	2,5	2,5	24,7
Restrukturyzacja długu	5,2	3,4	4,4	2,3	15,3
Udział restrukturyzacji długu w finansowaniu potrzeb Ukrainy, w %	24%	50%	64%	48%	38%

Źródło: *International Monetary Fund, Ukraine: Request for Extended Arrangement under the Extended Fund Facility and Cancellation of Stand-by Arrangement, 2015.*

Wykres 2. Wartość i terminy wykupu obligacji państwowych i obligacji gwarantowanych przez państwo, mln USD



Źródło: *MSN News, Ukraine-Crisis/Creditors, 20.05.2015, dostęp: <http://www.msn.com/en-my/news/other/ukraine-crisis-creditors-factbox/ar-BBjZJKY>*

REDAKCJA MERYTORYCZNA: Adam Eberhardt,  
Wojciech Konończuk  
REDAKCJA: Anna Łabuszewska  
SKŁAD: Wojciech Mańkowski

Ośrodek Studiów Wschodnich im. Marka Karpia  
ul. Koszykowa 6a, 00-564 Warszawa  
tel.: +48 | 22 | 525 80 00,  
fax: +48 | 22 | 525 80 40

**Opinie wyrażone przez autorów analiz nie przedstawiają  
oficjalnego stanowiska władz RP**

Zapraszamy na naszą stronę: [www.osw.waw.pl](http://www.osw.waw.pl)