

# INFORME RIESGO PAÍS

# UCRANIA

*Madrid: 10 de febrero de 2021*



**Volodimir Zelenski ganó las elecciones presidenciales de 2019** con un discurso rupturista y antisistema. Meses más tarde su partido, Servidor del Pueblo, se hizo con una mayoría parlamentaria sin precedentes en la historia del país. Desde entonces ha llevado a cabo reformas estructurales clave para desbloquear la asistencia de las IFIs, de quien depende económicamente desde 2015. En los últimos meses, sin embargo, algunas de las decisiones del presidente y del aparato judicial ponen en cuestión la continuidad de las reformas, algo que haría peligrar la asistencia multilateral. Pervive el conflicto del Donbass. Se han producido algunos avances en el proceso de paz, pese a que las resistencias por parte de la población ucraniana resultarán complicadas de superar.

**Política externa.** Ruptura de relaciones con Rusia. Se afianzan los vínculos con la UE, con quien mantiene un Acuerdo de Asociación desde 2017. Estados Unidos presta asistencia en materia militar, algo que se espera que continúe durante la legislatura de Biden.

**Coyuntura económica marcada por la crisis del covid-19.** Se espera una contracción del PIB del 7,2% en 2020, que pone fin a tres años en los que el crecimiento de la economía ha promediado alrededor del 3%. Ante la gravedad de la situación, las autoridades se han visto obligadas a recurrir al FMI en busca de asistencia (Acuerdo *Stand-by* firmado en junio por 5.000 mill.\$).

**Éxito de la política monetaria del banco central,** que en 2014 realizó la transición hacia un régimen cambiario flexible y ha logrado controlar la volatilidad de la moneda y reducir las presiones inflacionistas. En la actualidad, se duda de la independencia del organismo, lo que ha paralizado el desembolso del segundo tramo de la asistencia del FMI, que no se espera hasta más avanzado 2021. Desorbitada morosidad del sector bancario que, sin embargo, se encuentra mejor posicionado que en crisis anteriores.

**Cuentas públicas.** Recurrente déficit de las cuentas públicas (alrededor del 2% del PIB). Política fiscal caracterizada por la prudencia y los esfuerzos por aumentar la recaudación. Todo ello ha situado la deuda pública en una trayectoria descendente. En 2020, se han revertido algunos de los avances logrados y se espera que el endeudamiento crezca hasta el 65% del PIB, la mayor parte emitido en el mercado doméstico.

**Balanza de Pagos.** Persistente desequilibrio de la balanza comercial, que arrastra a la balanza por cuenta corriente a terreno negativo. En 2020, en cambio, la contracción de las importaciones ha desembocado en un superávit por cuenta corriente del 2,6% del PIB. **Deuda externa muy elevada** (se espera un repunte hasta el 88% del PIB en 2020). Importante acumulación de vencimientos de la deuda en 2021, para lo que resultará necesaria la asistencia del FMI.

## 1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➔ Volodimir Zelenski, un excómico sin experiencia política previa, ganó las elecciones presidenciales en abril de 2019. Unos meses más tarde, su formación política, Servidor del Pueblo, creada ex profeso para la cita electoral, se hacía con una mayoría parlamentaria sin precedentes en la historia del país. Desde entonces, el Ejecutivo ha aprobado reformas clave para el país y para continuar recibiendo el apoyo del FMI.
- ➔ La corrupción representa la principal lacra del país. Ucrania se sitúa en la posición 126/198 economías analizadas en el Índice de Percepción de la Corrupción. Desde la Revolución del Euromaidán los esfuerzos por atajarla han ido en aumento (en línea con las exigencias de las IFIs). Sin embargo, en los últimos meses se han revertido algunos de los avances logrados, lo que pone en serias dudas la continuidad del acuerdo con el FMI.
- ➔ La guerra en el este del país se encuentra enquistada. La llegada de Zelenski al poder dio cierto impulso a las negociaciones e incluso se produjo el primer intercambio de prisioneros con Rusia y con las regiones rebeldes. El proceso acordado para la resolución del conflicto, “la fórmula Steinmeier”, encuentra importantes resistencias por parte de la población, que lo considera prácticamente una capitulación.
- ➔ Relaciones con Rusia totalmente deterioradas. Se consolida el giro hacia Occidente, de quien ahora depende económicamente.

### DE ACTOR A PRESIDENTE

|                      |                         |
|----------------------|-------------------------|
| POBLACIÓN            | 44,3 mill.habs          |
| RENTA PER CÁPITA     | 3.370 \$                |
| RENTA PER CÁPITA PPP | 13.750 \$               |
| EXTENSIÓN            | 603.700 Km <sup>2</sup> |
| RÉGIMEN POLÍTICO     | Rep. Presidencial       |
| CORRUPCIÓN           | 126/198                 |
| DOING BUSINESS       | 64/190                  |

Desde la configuración de Ucrania como Estado independiente en 1991, el país ha mostrado en diversas ocasiones su voluntad de limitar la influencia de Moscú. Primero con el referéndum sobre la independencia, celebrado ese mismo año, que fue apoyado por el 92% de la población; después con la Revolución Naranja en 2003, que impidió la perpetuación de los partidos prorusos en el poder; y, por último, con la Revolución de la Dignidad o

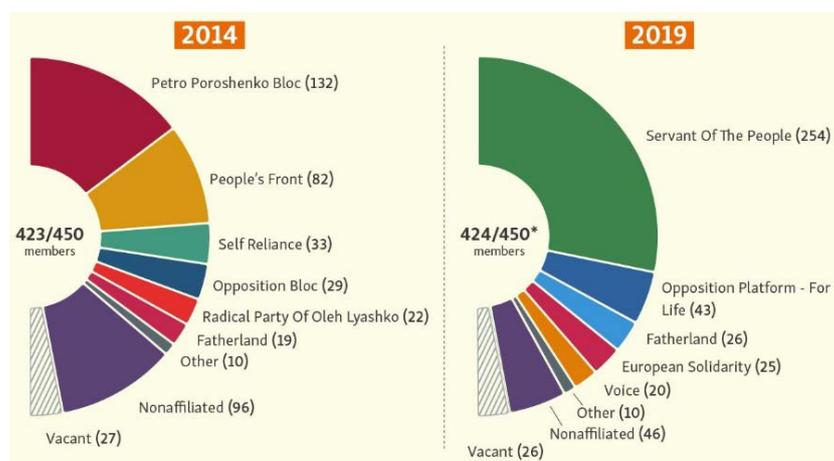
Euromaidán en 2014, que culminó con el exilio del presidente prorruso, Victor Yanukovich. Esta voluntad política de la ciudadanía ucraniana no es, sin embargo, un sentimiento uniforme entre el conjunto de la población. Más bien al contrario. La historia de Ucrania ha estado marcada por la división entre el este, prorruso, y el oeste, proeuropeo. Tanto es así que las consecuencias de esta fractura social derivaron en el estallido del conflicto del Donbass en 2014, desde el que se enfrentan fuerzas separatistas prorusas y el ejército ucraniano.

Aunque estas divisiones persisten actualmente, el candidato presidencial Volodimir Zelenski supo entender y capitalizar el hartazgo generalizado de la ciudadanía con la clase política ucraniana y, para sorpresa de todos, logró imponerse en las elecciones presidenciales de 2019 con un abrumador 73% de los votos. En un proceso que, de acuerdo con la OSCE, cumplió con las garantías democráticas, Zelenski, un excómico televisivo sin experiencia política previa, se presentaba como un candidato rupturista y antisistema, a pesar de sus vínculos con uno de los

oligarcas más influyentes del país. Su programa electoral, del que se desprendía un claro carácter reformista, se basaba en atajar la corrupción, elevar la renta per cápita de la población y resolver el conflicto abierto en el este del país.

Una de sus primeras decisiones fue adelantar las elecciones legislativas de octubre a julio de 2019 para aprovechar el tirón electoral de su figura. Esta estrategia otorgó a su partido, Servidor del Pueblo, una formación creada ex profeso para los comicios, una mayoría absoluta sin precedentes en el país, que allanaba el terreno para llevar a cabo su agenda política<sup>(1)</sup>.

### Distribución de la Rada



Fuente: Radio Free Europe

Un año y medio más tarde, Zelenski se enfrenta a un contexto político bastante más adverso. En primer lugar, la falta de experiencia de su partido, integrado por personalidades de distintos ámbitos económicos, sin vínculo previo con la política y que apenas se conocían entre sí, está causando importantes divisiones en el seno de la formación<sup>(2)</sup>. Además, el presidente se está dando de bruces con el poder de las redes clientelares y la corrupción enquistada de la oligarquía ucraniana, uno de los principales problemas del país. Ucrania ocupa la posición 126 de 198 economías analizadas en el Índice de Percepción de la Corrupción que elabora Transparencia

(1) “Servidor del Pueblo” era el nombre del programa de televisión en el que Zelenski interpretaba al presidente del país y con el que saltó a la fama. Se emitía en la cadena de televisión propiedad de Igor Kolomoiski, uno de los mayores oligarcas del país. Kolomoiski dio una especial cobertura a Zelenski durante su campaña, por lo que hubo dudas acerca de su independencia una vez llegado a la presidencia. Además, el oligarca controlaba UkrNafta (la empresa estatal que gestiona los gasoductos ucranianos) y, hasta 2016, Privatbank, el mayor banco del país.

(2) En los últimos meses la bancada de Servidor del Pueblo en la Rada se ha dividido en diversas facciones, influenciadas por oligarcas, que vulneran la disciplina de voto. Como consecuencia, aunque en teoría el partido tiene mayoría suficiente para aprobar cualquier medida excepto una reforma constitucional, desde el pasado mes de abril ha necesitado recurrentemente el apoyo algunos miembros de la oposición (como el del expresidente Poroshenko).

Internacional. Se sitúa por detrás de otras exrepúblicas soviéticas, como Bielorrusia, Kazajstán e, incluso, Kirguistán.

Conscientes de este problema, el FMI y, en menor medida, la Unión Europea exigieron tomar medidas serias para atajar la corrupción a cambio de conceder financiación. En este sentido, el expresidente Petro Poroshenko, quien asumió el cargo tras el Euromaidán, junto a su entonces primer ministro, Volodymir Groysman, pusieron en marcha el actual sistema anticorrupción, quizás uno de los mayores logros de la anterior legislatura, que se basa en cuatro pilares: la Oficina Nacional contra la Corrupción (NABU, por sus siglas en inglés), la oficina del fiscal anticorrupción, la Agencia Nacional para la Prevención de la Corrupción, que se encarga del diseño de las políticas públicas, y el cuarto elemento es el Tribunal Anticorrupción, que comenzó a estar operativo en septiembre de 2019.

Lo cierto es que el impulso reformador con el que Zelenski llegó al poder ha perdido bastante fuelle y la población le ha penalizado con unos índices de aprobación que no dejan de caer (actualmente se encuentran en el 38%, frente al 50% que registraba el año pasado). Una de las decisiones más controvertidas fue la remodelación de su equipo de gobierno en marzo de 2020. El presidente se excusó en la falta de progreso de las reformas para sustituir al entonces primer ministro, Oleksiy Honcharuk, por Denys Shmyhal, relacionado directamente con la oligarquía ucraniana. Igualmente, ha sido cuestionable el cambio en la dirección del banco central, donde se había conseguido consolidar el carácter independiente de la institución.

A pesar de que puedan parecer señales inequívocas de que la tracción reformadora del Ejecutivo ha desaparecido, cabe destacar que en 2020 el Parlamento ucraniano, o Rada, también ha aprobado la ley bancaria y la reforma agraria (que se comentarán posteriormente), ambas requisitos indispensables para recibir financiación del FMI.

Finalmente, el último de los retos del presidente procede del poder judicial. En los últimos meses, el Tribunal Constitucional ha ido desmantelando progresivamente los instrumentos creados en materia de lucha contra la corrupción, dejándolos, en la práctica, sin poderes<sup>(3)</sup>. La última de las sentencias invalidaba la obligación de los cargos públicos de hacer públicas sus propiedades. La anulación de esta medida, adoptada para mejorar la transparencia y la rendición de cuentas, abrió una importante crisis política, y motivó la paralización del desembolso del segundo tramo de la asistencia financiera del FMI, inicialmente prevista para la segunda mitad de 2020. La posterior decisión del presidente Zelenski de apartar al presidente del Tribunal Constitucional de su puesto durante dos meses y de restituir las competencias de los instrumentos anticorrupción, pese a que no ha servido para resolver la crisis, sí ha permitido desbloquear las negociaciones con el FMI. Las conversaciones con la institución se retomaron a comienzos de este año. Se espera que, a lo largo de febrero, se realice la primera revisión del programa y es posible que el segundo

---

(3) En 2020 el Tribunal Constitucional dejó inoperante a la Agencia Nacional para la Prevención de la Corrupción cuando decidió que el nombramiento de su máximo mandatario no se había realizado siguiendo los cauces constitucionales. A esta sentencia le siguió otra en la que declaraba inconstitucional la obligación de que los cargos públicos tuviesen que hacer una declaración pública de sus activos. Casualmente, cuatro de los dieciocho jueces que componen el Tribunal estaban siendo investigados por la Agencia por incoherencias en sus declaraciones de activos.



Fuente: The Economist

desembozo se produzca alrededor de primavera. No obstante, el FMI ha alertado de que existe un riesgo elevado de que el país no cumpla las condiciones establecidas, lo que pondría en riesgo la colaboración con la institución.

Otra de las promesas electorales de Zelenski fue la de poner fin a la guerra del Donbass. Se trata de un conflicto que estalló en 2014 y enfrenta a fuerzas separatistas prorusas en los oblast de Donetsk y Lugansk -próximas a la frontera con Rusia y ambas con población mayoritariamente rusoparlante- con el ejército ucraniano. El conflicto se ha cobrado la vida de más de 13.000 personas y desplazado cerca de un millón. En teoría, los Protocolos de Minsk I y Minsk II,

firmados en 2014 y 2015, respectivamente, establecen la senda para iniciar el proceso de paz. Sin embargo, en la práctica, los enfrentamientos no han cesado<sup>(4)</sup>.

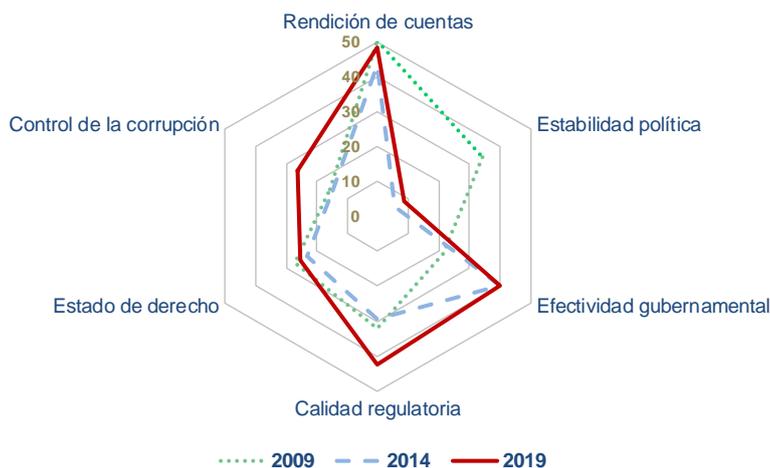
La llegada de Zelenski al poder dio un nuevo impulso a las negociaciones en el llamado Grupo de Contacto Trilateral, que reúne a representantes de la OSCE, Ucrania, Rusia y los rebeldes y, además, cuenta con la mediación internacional de Francia y Alemania. A finales de 2019 se produjo el primer intercambio de prisioneros entre Ucrania y Rusia e incluso con las autoridades rebeldes. Parece también que han acordado respaldar la propuesta que hiciera el presidente de Alemania, Frank Steinmeier, cuando era Ministro de Exteriores, que establece los siguientes pasos para la resolución del conflicto<sup>(5)</sup>. Sin embargo, la conocida como “fórmula Steinmeier” se concibe en Ucrania prácticamente como una capitulación, por lo que tendrá que superar importantes resistencias por parte de la sociedad (veteranos de guerra y grupos de ultraderecha, mayoritariamente) para ponerse en marcha. Lo cierto es que, en la actualidad, la situación se encuentra en relativa calma tras el alto al fuego que alcanzaron ambas partes en julio de 2020 y que, a diferencia de los anteriores, ha tenido un notable cumplimiento.

(4) Los protocolos de Minsk, firmados en septiembre de 2014 (Minsk I) y febrero de 2015 (Minsk II) por representantes de Ucrania, Rusia, las dos “repúblicas populares” de Donetsk y Lugansk, Francia y Alemania, contemplan básicamente un alto el fuego, el intercambio de prisioneros sin condiciones previas, la retirada de la artillería de las zonas con población civil, la apertura de corredores para refugiados y ayuda humanitaria y, por último, la creación de una zona de seguridad bajo supervisión internacional en la frontera ruso-ucraniana. Aunque Minsk II sigue en vigor, languidece y las violaciones del alto el fuego, aunque no muy frecuentes, se siguen produciendo.

(5) La fórmula Steinmeier prevé que, en primer lugar, se celebren elecciones en las regiones separatistas de acuerdo con las leyes ucranianas y supervisadas por la OSCE. Una vez consiguiese el beneplácito de la organización, se concedería mayor grado de autonomía a las regiones rebeldes y las fuerzas separatistas devolverían el control de la frontera con Rusia a Ucrania. En ningún momento, sin embargo, se hace referencia a la República de Crimea, cuyo control se cede a Rusia.

Evidentemente, este complejo escenario político se refleja en los Indicadores de Buen Gobierno elaborados por el Banco Mundial. En ellos se observa un modesto avance en lo relacionado con el control de la corrupción y la calidad regulatoria, frente al escaso progreso que en aspectos relacionados con la efectividad gubernamental, el respeto al estado de derecho o el palpable retroceso de la estabilidad política del país.

### Indicadores de buena gobernanza



Fuente: Banco Mundial

## DE MOSCÚ A BRUSELAS PASANDO POR WASHINGTON



The economist

Ucrania, por su posición geográfica, ha sido tradicionalmente considerada un país de enorme importancia en las relaciones internacionales. Hasta 2014, era la ruta de tránsito principal que Moscú utilizaba para abastecer de hidrocarburos al mercado europeo, su mayor cliente. Para Rusia, era, además, un país con el que compartía estrechos vínculos históricos, culturales y religiosos. Por ello se opuso tajantemente a que Kiev continuase la senda de acercamiento a la Unión Europea que parecía tomar en 2013, bajo el mandato de Viktor Yanukovich. Lo cierto es que muchas repúblicas exsoviéticas han empleado la baza de la aproximación estratégica a Occidente para obtener concesiones de Moscú, tal y

como pretendía hacer Kiev en ese momento. Yanukovich, un presidente proruso, acabó aceptando la oferta del Kremlin, que incluía financiación y un mayor grado de integración económica, y decidió dar la espalda a Bruselas. No contaba, sin embargo, con la oposición de la población ucraniana, donde la sociedad civil ha demostrado en numerosas ocasiones una importante capacidad de movilización.

Indudablemente, 2014 marcó un punto de inflexión en las relaciones entre Kiev y Moscú. En la actualidad, los lazos que los unían o bien se han roto o se encuentran en un estado deplorable. Desde el punto de vista político, el gobierno de Petro Poroshenko (que sucedió a Yanukovich), consolidó el giro hacia Occidente, a quien recurrió en busca de apoyo económico, militar y político. Poroshenko emprendió una campaña marcada por la retórica nacionalista, que tenía como objetivo preservar la identidad nacional ucraniana: prohibió el uso del ruso en colegios y rompió con la iglesia ortodoxa rusa, lo que provocó el mayor cisma religioso que haya vivido la región desde el de Oriente, en el 1054.

Rusia, por su parte, ha llevado a cabo una estrategia de aislamiento. Primero, mediante la diversificación de las rutas gasísticas para sortear el territorio ucraniano. Desde 2014, Gazprom ha construido dos gasoductos nuevos, el Nordstream 2 y el Turkstream, que rodean Ucrania y que cumplen el mismo cometido: abastecer al mercado europeo<sup>(6)</sup>. Además, también ha consumado el aislamiento geográfico del país, a raíz de la construcción de un puente que une la península de Crimea con el territorio ruso y restringe el tránsito de los buques ucranianos a través del Estrecho de Kerch, limitando a su vez la conexión de la región industrial de Mariupol con el Mar Negro<sup>(7)</sup>.

El alejamiento de Moscú ha venido acompañado de un acercamiento a la Unión Europea, iniciado bajo el mandato de Poroshenko. Progresivamente, Kiev ha ido sustituyendo a Rusia como cliente y proveedor con distintos países europeos. En este sentido, resultó de vital importancia la entrada en vigor del Acuerdo de Asociación en 2017, la liberalización del reglamento de visados ese mismo año o el establecimiento de una zona de libre comercio entre ambos. Además, Bruselas es la segunda fuente de financiación institucional a la que Kiev recurre, a través de la Política de Vecindad Europea.

Estados Unidos, por su parte, le presta asistencia en materia de defensa. Durante la legislatura de Donald Trump se ha producido un estrechamiento de los vínculos militares entre Washington y Kiev. En 2017, el Senado estadounidense autorizó la venta de armas letales a Ucrania, algo a lo que la Administración Obama siempre se había opuesto. Entre 2014 y 2019 la ayuda militar superó los 1.500 mill.\$; solo en 2019 alcanzó los 400 mill.\$, y el Congreso estadounidense aprobó cerca

---

(6) El Nordstream 2 aún no se ha inaugurado, pero está construido prácticamente al 95% y se espera que comience a estar operativo en 2021. El Turkstream, que atraviesa el Mar Negro, comenzó a surtir gas a Bulgaria en enero de 2020. Por último, el Corredor del Gas del Sur (el tercer gasoducto en el mapa) es un proyecto avalado por Bruselas que une el yacimiento azerí de Shah Deniz con el mercado griego e italiano, pero apenas suple el 2% de la demanda europea.

(7) En noviembre de 2018 se produjo una peligrosa escalada de tensión en el Mar de Azov, cuando tres barcos militares ucranianos fueron apresados por guardacostas rusos en el Estrecho de Kerch cuando trataban de llegar al Mar de Azov. Tras los incidentes, el entonces presidente Petro Poroshenko proclamó la ley marcial. Gracias a la mediación del Grupo Trilateral, la situación no derivó en un enfrentamiento a mayor escala.

de 250 mill.\$ para este año. De hecho, fue precisamente la ayuda militar que Estados Unidos presta a Ucrania por la que el presidente Trump fue sometido a un juicio político en su país a finales de 2019<sup>(8)</sup>.

## 2. SITUACIÓN ECONÓMICA

- ➔ Su ubicación geográfica y la fertilidad del terreno constituyen sus principales fortalezas económicas. El sector agrícola (12% del PIB) cuenta con un potencial de explotación enorme pese a que, hasta ahora, se encontraba limitado por una regulación muy restrictiva. La aprobación de la reforma agraria abre nuevas posibilidades de desarrollo. Peligran, en cambio, los derechos de tránsito del gas que se cobran a Rusia, hasta ahora una fuente de recursos fundamental para el país.
- ➔ Coyuntura marcada por la crisis derivada de la pandemia de covid-19. Se prevé una caída del PIB del 7,2% en 2020, seguida de una modesta recuperación en 2021 (crecimiento esperado del 3%). Ucrania solicitó asistencia económica al FMI, en concreto un paquete de 5.000 mill.\$. El primer desembolso se realizó en junio de 2020, pero los siguientes se han paralizado al haberse detectado riesgos para el cumplimiento del programa.
- ➔ Los cambios en la cúpula del Banco Central arrojan serias dudas sobre la independencia del organismo que, hasta ahora, ha llevado a cabo una política monetaria bien valorada.
- ➔ Sector bancario mejor posicionado que en anteriores crisis. El proceso de reestructuración y la liquidación de más de la mitad de las entidades, la mejora en la supervisión y la adopción de una regulación más estricta han fortalecido su situación, aunque el nivel de morosidad sigue siendo desorbitado.

|                 |         |
|-----------------|---------|
| PIB (mill.\$)   | 142.250 |
| CRECIMIENTO PIB | -7,2    |
| INFLACIÓN       | 5,2     |
| SALDO FISCAL    | -7,8    |
| SALDO POR C/C   | 2,6     |

Datos a 2020 (prev.)

Ucrania, con una renta per cápita de 3.370 \$, obtuvo en 2019 el dudoso honor de ser el país más pobre de Europa, superando así a Moldavia. Un dato que sorprende más, si cabe, si se tiene en cuenta que hace menos de 30 años la renta per cápita del país era similar a la de Polonia, alrededor de los 2.000 \$. Hoy en día, los polacos son cinco veces más ricos que los ucranianos, quienes apenas han visto crecer sus ingresos desde el colapso de la URSS. El decepcionante

desempeño que ha mostrado la economía ucraniana se explica, entre otros motivos, por un clima de negocios muy desfavorable que ahuyenta al capital extranjero. Ucrania se sitúa en el puesto 64 de 190 economías analizadas de acuerdo al Índice del *Doing Business* del Banco Mundial. Las dificultades para resolver un contrato en caso de disputa, las barreras para el transportar de mercancías dentro del propio país o los problemas para obtener electricidad lastran su clasificación en el *ranking*. A ello se le une la elevadísima corrupción, a la que ya se ha hecho referencia anteriormente, que supone una grave barrera para la inversión. Por último, la situación de violencia

(8) Trump fue sometido a un *impeachment* por presionar al presidente, Volodimir Zelenski, para que encontrase información criminal sobre los negocios en Ucrania del hijo de su rival político, Joe Biden, para así poder perjudicarlo de cara a las elecciones presidenciales de 2020. Trump amenazó con congelar la ayuda militar de 400 mill.\$ que el Congreso de EEUU había aprobado previamente.

e inestabilidad política que se vive en el este desde el año 2014 completa el complejo escenario económico que caracteriza al país y que dificulta su desarrollo económico y social.

En la época soviética se conocía a Ucrania como “el granero de la URSS”, lo que da idea de su abrumador potencial agrícola. Más del 70% de su terreno está formado por las llamadas “tierras negras” que, por la composición química de su suelo, son excelentes para el cultivo. De hecho, el país es uno de los principales productores mundiales de todo tipo de cereales (trigo, cebada, maíz...) y de otros cultivos como el girasol o la remolacha azucarera. En conjunto, el sector agrícola representa más de un 12% del PIB, una aportación que ha crecido en los últimos años. En este sentido, la recientemente aprobada reforma agraria supone un importante espaldarazo para el potencial del sector; se calcula que podría aportar anualmente un 1,5% adicional al PIB. La nueva legislación, una prioridad del gobierno de Zelenski, sustituye a la que regía desde 2001, que prohibía a las empresas agrícolas comprar tierra cultivable y a los pequeños propietarios vender los lotes que poseían. La liberalización de la tierra seguirá un proceso gradual, priorizando el acceso a los ciudadanos y empresas nacionales. Se prohíbe la adquisición de tierra por parte de empresas extranjeras hasta 2024 y se limita la cantidad de hectáreas que una misma empresa o persona puede concentrar a 200 como máximo. La reforma agraria era uno de los requisitos del FMI para continuar dando apoyo financiero al país. Si bien se trata de una liberalización con notables limitaciones, supone un logro considerable, ya que ha sido necesario superar importantes resistencias sociales (más del 60% de la opinión pública estaba en contra de su adopción). La liberalización de la tierra se había situado en el centro del debate político ucraniano y muchos partidos de signo populista habían alertado del peligro de que las multinacionales extranjeras terminaran acaparando la tierra.

Por su parte, el sector industrial da empleo a un cuarto de la población y aporta algo más del 23% al PIB, una contribución que, en los últimos años, ha perdido peso en favor de los servicios. La maquinaria pesada, la industria alimentaria o la fabricación de componentes de automóviles suponen actividades importantes en el sector industrial. Destaca también la siderurgia, antaño el eje de la actividad industrial, gracias entre otras cosas a su dotación de materias primas.

Ucrania cuenta con las cuartas mayores reservas de carbón del mundo, ubicadas en su mayoría en la zona en conflicto. Si ya las infraestructuras mineras adolecían de una notable falta de inversión y modernización, el estallido del conflicto y el posterior bloqueo comercial al que se sometió a la región del Donbass han alterado del todo la producción y el transporte de hulla<sup>(9)</sup>. En 2019, la producción de carbón apenas superó los 31,2 mill. toneladas, un 6,2% por debajo de la del año anterior.

Ucrania también tiene notables reservas de gas natural, equivalentes a 1,09 bill. de m<sup>3</sup> a finales de 2019, las segundas mayores de Europa por detrás de Noruega. Sin embargo, el desfavorable clima de negocios y el hecho de que, hasta 2014, el país podía obtener gas relativamente barato

---

(9) En 2017, el gobierno de Petro Poroshenko decretó el bloqueo comercial a la zona del Donbass, que habían iniciado por su cuenta unos meses antes algunos grupos de militares veteranos. Esta medida era también una respuesta a la expropiación de 43 empresas por parte de las autoridades separatistas en la región en conflicto. Se estima que el bloqueo comercial ha supuesto un deterioro de la balanza comercial ucraniana de 1.800 mill.\$, debido a la importancia industrial de la región.

procedente de Rusia desincentivaron la inversión para su aprovechamiento. La producción gasística de Ucrania, (por debajo de 20.700 mill. de m<sup>3</sup>), no alcanza a cubrir su propia demanda, por lo que se ve obligada a importar más del 30% del gas que consume. Vale la pena señalar, sin embargo, que esa dependencia del gas importado ha seguido una trayectoria descendente. Esto se explica por el menor dinamismo económico de los últimos años y por la eliminación del sistema de subsidios en 2017 (otro requisito del FMI), que ha servido para desincentivar el consumo. Además, desde la revolución del Euromaidán, también ha cambiado la procedencia del suministro energético. Ucrania ya no importa gas directamente a Rusia, sino que reimporta el gas ruso procedente Hungría, Polonia y Eslovaquia utilizando el flujo inverso de sus propios gasoductos.

Precisamente, es en la citada red de gasoductos donde radica la importancia estratégica del país. Ucrania acoge en su subsuelo dos tuberías llamadas “Fraternidad” y “Soyuz” que, en los momentos de bonanza económica, a comienzos de los años 2000, llegaron a transportar el 90% del gas que se consumía en Europa. Actualmente, la cantidad de gas que transita por los gasoductos se ha reducido a la mitad como consecuencia de la caída de la demanda en el Viejo Continente y de la proliferación de nuevas vías y competidores. Como se ha explicado, la confrontación creciente entre Kiev y Moscú, a raíz del Euromaidán, empujó a las autoridades rusas a buscar rutas alternativas para sortear el territorio ucraniano. Así pues, a comienzos de 2020 comenzó a estar operativo el Turkstream, un gasoducto que atraviesa el mar Negro, con capacidad para transportar más de 30.000 mill. m<sup>3</sup>, que abastece a Turquía, los Balcanes, Bulgaria y Hungría. En cambio, la inauguración del Nordstream 2 (con capacidad para 55.000 mill. de m<sup>3</sup>) se ha pospuesto como consecuencia de las sanciones que EEUU amenazó con imponer a las empresas europeas que colaborasen en el proyecto. No obstante, se espera que el gasoducto entre en funcionamiento a lo largo de 2021, ya que está casi acabado. En la actitud de Washington subyace la intención de disputar el mercado europeo del gas a Rusia. En los últimos años, Estados Unidos se ha revelado como uno de los mayores productores de gas natural licuado, que transporta por vía marítima, lo que le permite llegar a muchos más mercados que otros productores.

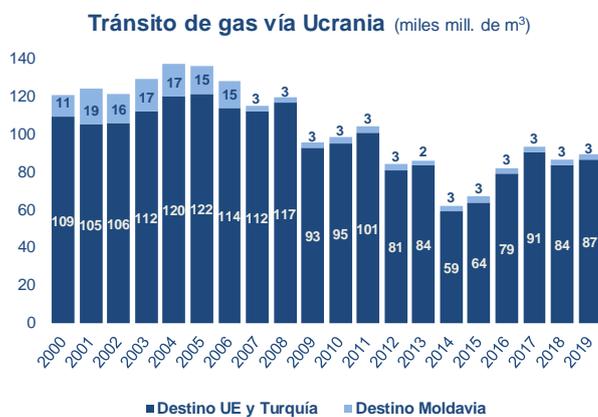
Evidentemente, todos estos cambios estructurales que se han producido en el sector del gas debilitan la posición negociadora de Ucrania a la hora de fijar nuevas tarifas de tránsito a Rusia. En 2019 expiraba el acuerdo de tránsito firmado entre Gazprom y Naftogaz (la empresa estatal ucraniana) que, desde 2009, establecía la tarifa y el volumen de gas que se transportaba. El acuerdo había sido motivo de numerosos enfrentamientos entre ambos países, debido tanto a los incrementos unilaterales de la tarifa por parte de Ucrania como a las reducciones en el volumen del gas por parte de Rusia<sup>(10)</sup>. A pesar de las dudas que se tenían inicialmente, finalmente Kiev y Moscú alcanzaron un acuerdo el 30 de diciembre de 2019, con vigencia hasta 2024. Según el mismo, en 2020 Rusia suministraría 65.000 mill.m<sup>3</sup> y 40.000 mill.m<sup>3</sup> anuales entre 2021 y 2024, con la posibilidad de aumentar dicho volumen. Ucrania recibiría 7.200 mill.\$ en concepto de servicios de tránsito y Gazprom tendría que pagar 2.900 mill.\$ adicionales a Naftogaz en

---

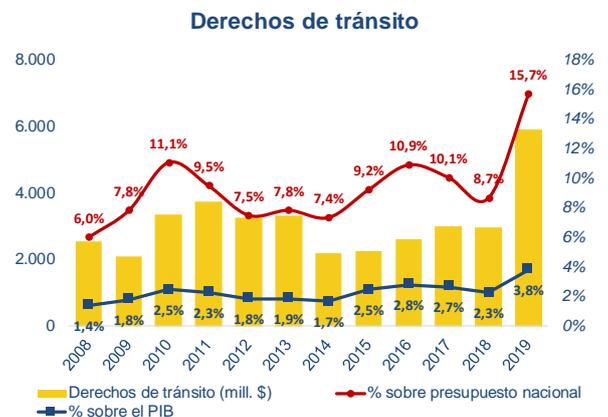
**(10)** La primera de las llamadas “guerras del gas” se produjo en 2006, cuando Gazprom redujo el volumen de gas que transportaba a través de Ucrania como resultado de un incremento del precio. En 2009 se repitieron exactamente los mismos acontecimientos, que dejaron sin suministro energético a Alemania, Grecia, o Bulgaria. En 2019, sin embargo, el sistema de almacenaje energético de la UE estaba mejor preparado y contaba con reservas suficientes para evitar el apagón energético.

compensación por haber violado el acuerdo anterior. A cambio, Naftogaz se comprometía a dar por concluidas las disputas comerciales que aún estaban pendientes de sentencia.

Pese a que el volumen que se contempla en el acuerdo es notablemente inferior al que Naftogaz transportaba hasta ahora a Europa (en 2019 se elevó a 87.000 mill.m<sup>3</sup>), lo cierto es que Gazprom se ha visto obligada a comprar más capacidad a la red ucraniana al precio de mercado como consecuencia de los problemas inesperados en las rutas alternativas<sup>(11)</sup>. Sin embargo, esto no es más que un respiro. En realidad Ucrania no ha conseguido ni el pago (inicialmente se preveían 15.000 mill.\$ por el servicio) ni la duración que pretendía (esperaban renovar el acuerdo por 10 años más y no por 5, como finalmente ha ocurrido). En definitiva, parece que Rusia está comprando tiempo hasta que consiga poner en marcha las nuevas rutas. La duda que se plantea es si Kiev podrá, en ese mismo margen, llevar a cabo las reformas necesarias para reducir su dependencia del tránsito del gas ruso, un maná que parece estar a punto de agotarse.



Fuente: Naftogaz



Fuente: The Baker Institute

## COYUNTURA: MÁS DUDAS QUE CERTEZAS

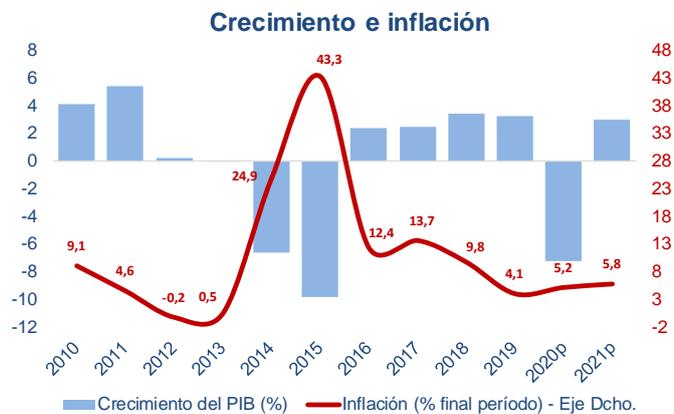
La actualidad económica se encuentra inevitablemente marcada por la pandemia del virus COVID-19 que, como en todo el mundo, ha alterado por completo la evolución que venía registrando el PIB en los últimos años. En 2019 la economía recuperó el tamaño que tenía antes de la crisis de 2014, tras el estallido del conflicto en el este. Una proeza que no habría sido posible sin la asistencia del FMI que, desde entonces, ha prestado ayuda económica y técnica al país en numerosas ocasiones. En 2014, la institución con sede en Washington autorizó el desembolso de 5.000 millones a través de un acuerdo *Stand-by*. Un año más tarde, se alcanzó un Acuerdo de extensión del Crédito (*Extended Fund Facility*) por valor de 17.500 mill.\$, a cambio del cual las

(11) Se trata del retraso en la construcción del Nordstream 2 por las sanciones estadounidenses y de la segunda rama del Turkstream que atraviesa territorio búlgaro. Ambos imprevistos limitan el volumen de gas que Rusia puede suministrar al mercado europeo, por lo que se ve obligada a seguir dependiendo de Ucrania.

autoridades se comprometían a poner en marcha un intenso programa de reformas. Aunque los diversos programas suscritos con el FMI han tenido un seguimiento intermitente, se puede afirmar que han cumplido con el objetivo de estabilizar la economía y apoyar el crecimiento<sup>(12)</sup>.

No se puede decir que la recuperación fuese intensa (el ritmo de crecimiento del PIB apenas superaba el 3%, teniendo en cuenta el bajísimo punto de partida), pero lo cierto es que para 2020 y 2021 se esperaba que la economía continuase en la senda que había seguido hasta entonces. En cambio, la pandemia del covid-19 y la crisis económica han provocado el hundimiento de la demanda global y tendrán también un enorme impacto en la economía ucraniana. Se estima una contracción del PIB equivalente al 7,2% en 2020, seguida de una expansión del 3% para 2021. Todos los sectores económicos, sin excepción, se están viendo enormemente afectados. Sobresale el desplome del 6% de la producción industrial, tras años registrando un desempeño decepcionante.

Ucrania, cuya viabilidad económica ya dependía de la financiación de las IFIs, se vio obligada a recurrir nuevamente al FMI en mayo de 2020, con quien firmó un nuevo acuerdo *Stand by* por valor de 5.000 mill.\$ y por una duración de 18 meses. En el acuerdo se contemplaba un desembolso inmediato de 2.100 mill.\$ y un segundo desembolso previsto para el pasado mes de septiembre, que, sin embargo, no ha tenido lugar. El FMI decidió paralizar la financiación ante el cumplimiento irregular del país de los requisitos que se habían establecido, en especial, la falta de respeto a la independencia del banco central y la posibilidad de que se reviertan los logros en materia de lucha contra la corrupción<sup>(13)</sup>.



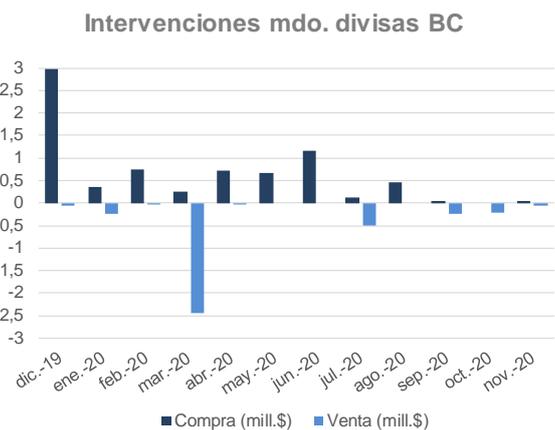
Fuente: FMI (WEO Octubre 2020)

- (12) En 2018, el EFF fue reemplazado por un nuevo programa con formato “Stand-by” con una duración prevista de 14 meses y cuyo importe superaba los 3.900 mill.€, de los cuales solo 1.400 fueron finalmente desembolsados. En diciembre de 2019, las autoridades acordaron un nuevo programa de Extensión del Crédito de 5.500 mill.€ pero los desembolsos nunca llegaron a materializarse.
- (13) En julio de 2020 el, hasta entonces, gobernador del banco central, Yakiv Smolii, presentó su dimisión alegando presiones políticas sistemáticas. A la dimisión de Smolii le siguió la renovación de gran parte de la cúpula de la institución, un gesto que pone en duda la independencia del organismo.

En este sentido, la independencia del Banco Central se considera uno de los mayores éxitos del país en el último lustro. Desde la crisis de 2014, la gestión de la institución se ha caracterizado por la ortodoxia monetaria, el mantenimiento del tipo de cambio flexible (primero se apoyó en controles de capitales que se han ido retirando gradualmente) y el compromiso con el objetivo de inflación. Si bien estas medidas tuvieron unas consecuencias sociales muy dolorosas (solo en 2015 la moneda se depreció más de un 60%), lo cierto es que han conseguido reducir la volatilidad de la divisa y controlar la inflación, que en 2019 se situó ligeramente por encima del 4%, en línea con el objetivo del banco central. La institución pudo, progresivamente, ir recortando los tipos hasta el 13,5%. De hecho, ese mismo año la grivna ucraniana fue la moneda que mejor desempeño registró de todas monedas de los países emergentes. En 2020, las autoridades se centraron en intervenir en el mercado de divisas para tratar de sostener la cotización y realizaron un drástico recorte de tipos (se encuentran en el 6%, el nivel más bajo de su historia) para evitar shocks de liquidez. A pesar de ello, la debilidad de la demanda global, las dudas acerca de la recuperación de Europa (ahora su primer socio comercial), que se encuentra inmersa en la tercera ola de la pandemia y, fundamentalmente, la incertidumbre acerca del apoyo económico del FMI se han traducido en enormes presiones sobre la grivna.



Fuente: Trading Economics



Fuente: National Bank of Ukraine

## EL SISTEMA BANCARIO TRAS EL RESCATE

Tradicionalmente, el sector bancario representa una de las principales debilidades del país. En menos de diez años ha atravesado dos reestructuraciones; la última, entre 2014 y 2016, acabó con el cierre de aproximadamente la mitad de las entidades y la pérdida de miles de millones en activos. Actualmente, el tamaño del sector se sitúa por debajo de la media regional, apenas equivale al 20% del PIB. A pesar de la indudable situación de fragilidad en la que todavía se encuentra, el proceso de liquidación, la mejora de la supervisión y la adopción en 2020 de la ley de reforma bancaria deja un escenario notablemente más optimista para hacer frente a la crisis actual.

El rescate del sector bancario, que costó nada menos que lo equivalente al 11% del PIB, implicó un notable incremento de la participación del Estado en el sector financiero. Actualmente, el sector público posee cerca del 60% de los activos bancarios. Esta participación se disparó tras la adquisición en 2016 del Privatbank, el mayor banco privado del país. La entidad, propiedad de Igor Kolomoiski, uno de los mayores oligarcas del país, había llevado a cabo una política de préstamos de riesgo, algunos de los cuales se hacían a compañías del mismo grupo, y arrastraba un déficit de capitalización de 5.500 mill.\$.

Ante la posibilidad de que se desatase una crisis sistémica, las autoridades decidieron intervenir y rescatar la entidad, algo que tuvo un coste equivalente al 5,5% del PIB.

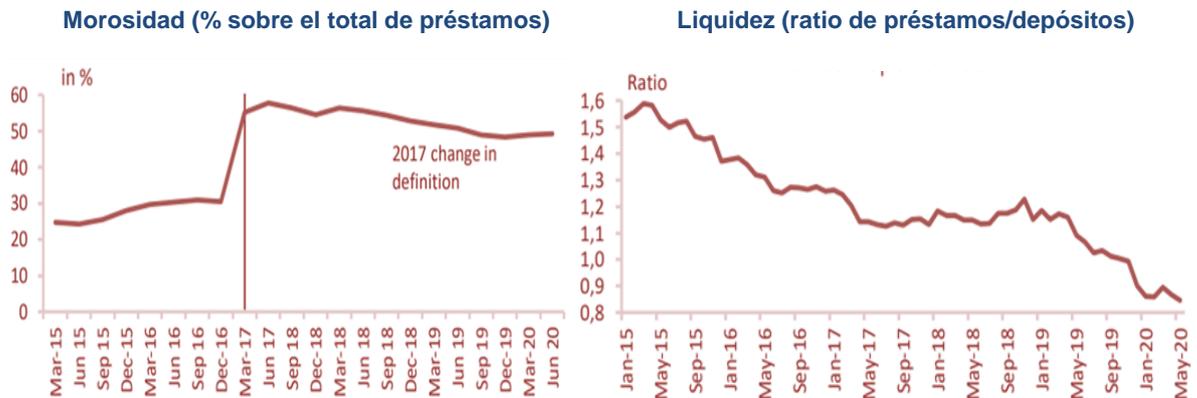
Para evitar que se volviesen a repetir acontecimientos similares, se adoptó en mayo de 2020 la reforma bancaria, otro de los puntos fundamentales del programa del FMI. También conocida como “ley Anti-Kolomoiski”, impide a los dueños de las más de 100 entidades que fueron liquidadas reclamar su propiedad o, en su defecto, una compensación económica. Con la nueva regulación, se pretende también limitar el poder de los oligarcas en la economía, algo que hasta el momento no se ha logrado.

Uno de los grandes problemas que presenta el sector bancario es la elevadísima morosidad: más de la mitad de los préstamos se consideran de dudoso cobro, una cifra desmesurada. Pese a que la pérdida de valor de la moneda y el cambio de la definición de los préstamos dudosos explican parte del incremento de la morosidad, lo cierto es que en Ucrania existe una cultura del impago muy extendida entre la oligarquía y parte de las élites empresariales. Algo que está, a su vez, muy relacionado con la clase política, ya que muchos de los empresarios son también parlamentarios y, hasta finales de 2019, estaban amparados por la inmunidad que les concedía su condición. Se han emprendido diversas medidas para poner fin a esta situación. En primer lugar, la tramitación de una nueva ley que deroga la inmunidad parlamentaria. En segundo lugar, se han endurecido la supervisión y las garantías necesarias para la concesión de préstamos. Por último, se han incrementado las obligaciones de las entidades de provisionar estos préstamos (actualmente más del 90% están provisionados); esto también tiene una lectura negativa, ya que impide una correcta canalización de los recursos financieros hacia proyectos con mayor rentabilidad.

Lo cierto es que, pese a que el sector bancario ucraniano sigue teniendo importantes deficiencias, en general se encuentra en mejor estado de salud que en 2014 para hacer frente a la actual crisis. Actualmente las entidades (un total de 74) han mejorado su ratio de capitalización (22%, frente al 7% que registraban en 2015) y su liquidez (la ratio de préstamos frente a depósitos) se encuentra por debajo del 100%, mientras que en 2015 llegó a superar el 160%)<sup>(14)</sup>.

---

(14) Si el resultado es mucho menor que 100%, el banco podría no estar obteniendo una rentabilidad adecuada, ya que tendría la posibilidad de conceder más préstamos con relación a la cantidad de depósitos de los que dispone. Si, por el contrario, es muy superior al 100%, la entidad necesita financiación externa para poder seguir prestando y, llevado al extremo, puede ser indicativo de falta de liquidez para hacer frente a posibles impagos.



Fuente: National Bank of Ukraine

### 3. SECTOR PÚBLICO

- ➔ **Notable cumplimiento de los aspectos fiscales recogidos en el acuerdo firmado con el FMI en 2015. Entre las principales medidas destacan la reforma del sector energético (eliminación de los subsidios y mejora de la gestión de Naftogaz), la reforma del sistema de pensiones y el aumento de la base imponible.**
- ➔ **Desde 2016, se han reducido los abultados desequilibrios de las cuentas públicas, pese a que continúan registrando un déficit crónico (alrededor del 2%). La reestructuración de la deuda acordada con los acreedores internacionales en 2015 redujo el endeudamiento público externo. Ahora, sin embargo, la deuda pública ha vuelto a crecer hasta el 65% del PIB, pero en esta ocasión el gobierno está acudiendo al mercado doméstico para financiarse. Los bancos son los mayores compradores de dichas emisiones.**

Las cuentas públicas del país se encuentran en constante desequilibrio. Los distintos gobiernos, independientemente de su signo político, han demostrado ser del todo incapaces de aplicar una política fiscal austera y prudente. Más bien al contrario, las autoridades han recurrido de forma habitual a las arcas públicas para asegurarse la reelección, lo que ha derivado en abultados desequilibrios marcados por los ciclos electorales. En la última década, el déficit de las cuentas públicas ha estado en promedio por encima del 3% del PIB, todo ello sin incluir los déficits que, hasta hace unos años, registraban algunas de las principales empresas públicas. En concreto, destaca la empresa pública Naftogaz, que en algunos momentos llegó a registrar pérdidas equivalentes al 6% del PIB.

El saneamiento de la gestión fiscal fue uno de los aspectos que el FMI exigió como condición indispensable para comenzar a desembolsar los 17.500 mill.\$ del acuerdo firmado en 2015. En particular, las reformas contemplaban eliminar el sistema de subsidios al gas, la reforma del sistema de pensiones y recortes en el salario de los trabajadores públicos. Por el lado de los

ingresos, se centraban en el cambio de la fuente de procedencia de los gravámenes, incluyendo el aumento de los impuestos sobre algunas empresas y de los gravámenes indirectos.

Cinco años más tarde, se observan notables progresos en la gobernanza de las cuentas públicas. En lo relacionado con el sector energético, progresivamente se han ido eliminado los subsidios en el precio del gas, tanto para los hogares como para uso industrial. Actualmente, el precio que pagan los consumidores es entre 2 y 9 veces mayor que el que pagaban en 2013 (en aquel momento, el precio dependía del volumen que se consumiese). En 2016, el sector energético registró, por primera vez, superávit en sus cuentas. En especial, sobresale la mejora de Naftogaz, que ha pasado de arrastrar un déficit de 6.500 mill.\$, financiado con cargo al presupuesto, a aportar una parte importante de los ingresos del Estado.

Por otro lado, en 2017 se introdujo la reforma de las pensiones que, por una parte, incrementaba el número de años de cotización necesarios para poder jubilarse y, por otra, aumentaba el importe de las pensiones, al indexarlo primero al sueldo mínimo y, a partir de 2021, a la inflación. Se duda, sin embargo, de que este sistema sea viable en el futuro, debido a lo extendida que está la economía informal, que afecta casi a la mitad de la fuerza laboral ucraniana.

Por último, las autoridades reformaron el sistema tributario, lo que se tradujo en una ampliación de la base del IRPF y en una elevación del tipo básico del 15% al 18%; también se eliminaron exenciones al IVA (medicinas, equipamiento médico, productos agrícolas) y se elevaron los impuestos especiales sobre algunos productos (alcohol y tabaco, básicamente).

Todo ello ha permitido reducir el desequilibrio de las cuentas públicas hasta el 2% del PIB, donde se ha situado entre 2015 y 2019. Esta cifra sólo recoge el déficit del gobierno central y no incluye las más de 3.000 empresas públicas que operan en el país, por lo que el desequilibrio total del sector público es ligeramente superior. La mejora del déficit público y el acuerdo de reestructuración firmado en 2015 bajo el amparo del programa del FMI situó la deuda pública en una senda descendente: bajó del 80% del PIB hasta apenas superar el 50% en 2019.



Fuente: FMI

La crisis del covid-19 ha tenido, como no podía ser de otra forma, un fortísimo impacto en las cuentas públicas. Se estima que en 2020 el déficit público ha escalado hasta el 7,8% del PIB, y la deuda superó el 65% del PIB, un nivel que, pese a que aún es manejable, también supone una llamada de atención a las autoridades.

Precisamente, fue el reducido margen fiscal con el que se contaba para hacer frente a la crisis del covid-19 lo que forzó a las autoridades a solicitar el programa al FMI la pasada primavera. Posteriormente, Ucrania acudió a los mercados de capitales para realizar una emisión de Eurobonos por valor de 2.000 mill.\$ con vencimiento a 2033. También están acudiendo al mercado doméstico, donde los bancos están absorbiendo la mayor parte de la deuda pública. Las agencias de calificación tienen una percepción del riesgo elevada de la deuda pública ucraniana, que califican por debajo del grado de inversión.

|                | Moody's   | S&P      | Fitch    |
|----------------|-----------|----------|----------|
| Rusia          | Baa3      | BBB-     | BBB      |
| <b>Ucrania</b> | <b>B3</b> | <b>B</b> | <b>B</b> |
| Bielorrusia    | B3        | B        | B        |

El grado de inversión comienza en **Baa3** (Moody's) y **BBB-** (S&P y Fitch)

Fuente: Trading Economics

## 4. SECTOR EXTERIOR

- La UE ha sustituido a Rusia como principal socio comercial. En las exportaciones predominan cereales, acero y otros productos industriales. Las importaciones se concentran en la energía, maquinaria y equipamiento industrial.
- Déficit comercial crónico, que se compensa parcialmente gracias al superávit en el resto de las balanzas. En 2020, las importaciones cayeron más que las exportaciones, lo que se tradujo en un superávit corriente del 2,6% del PIB, el primero desde 2015. Además, la firma del Acuerdo SBA en junio elevó el nivel de reservas por encima de los 5 meses de importaciones.

Ucrania presenta un grado elevado de apertura comercial, que supera el 80% del PIB. Sus relaciones comerciales se concentran, en cambio, en un número reducido de países y sectores. El deterioro de las relaciones políticas con Moscú a raíz de la revolución del Euromaidán también se reflejó en la ruptura de los vínculos comerciales. Kiev se vio entonces forzado a buscar nuevos

proveedores y clientes, una transición que fue especialmente compleja dada la elevada dependencia que Ucrania tenía de Rusia. Desde entonces, la Unión Europea en su conjunto ha ido sustituyendo progresivamente a Rusia como origen de las importaciones y destino de las exportaciones ucranianas gracias, en parte, al Acuerdo de Asociación firmado por ambos en 2016. Conviene señalar, sin embargo, que individualmente Rusia continúa siendo el primer cliente y proveedor del país.

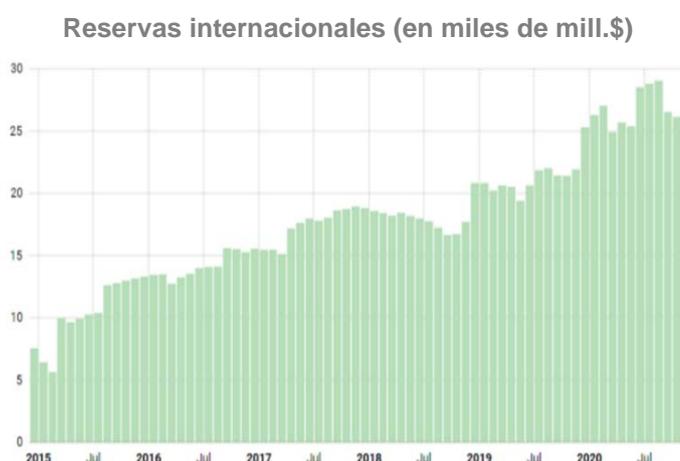
En 2019, las exportaciones se situaron alrededor de los 46.000 mill.\$. Entre ellas destacan las de acero, cereales, semillas oleaginosas y otros productos agrícolas que, en total, conforman en torno al 19% de las ventas totales al exterior; las de productos industriales, como máquina herramienta, y las de productos químicos (fertilizantes y plásticos). Las importaciones, por su parte, superaron los 60.000 mill.\$. Proceden mayoritariamente, de la UE (Alemania y Polonia) que en conjunto supone un cuarto del total, seguida de Rusia y China. Por productos, destacan las importaciones de energía, maquinaria y equipamiento industrial.

El año 2020 terminó con una notable contracción de los flujos comerciales, en línea con la caída de la demanda global. Las exportaciones han caído un 4% en volumen, mientras las importaciones se han mantenido estables. Sin embargo, se ha producido una enorme variación en el precio de las mercancías importadas que, a lo largo de 2020, ha descendido más de un 14% respecto al año anterior. Esto se ha traducido en una moderación del déficit comercial, que ha pasado del 9,2% del PIB en 2019 al 5,5% en 2020. El resto de subbalanzas son superavitarias. En 2020, mejoró también el superávit de la balanza de servicios, al haberse restringido los flujos turísticos a raíz de la pandemia (Ucrania emite más turistas de los que recibe); y el de la balanza de rentas, al reducirse, especialmente, la repatriación de dividendos de las empresas extranjeras que operan en el país. De esta forma, el año pasado (a falta de cifras consolidadas), Ucrania registró superávit corriente por primera vez en un lustro, equivalente al 2,6% del PIB. Se rompe así una tendencia de desequilibrios externos ininterrumpidos que alcanzaron el máximo en 2018, cuando rozó el 5% del PIB, debido al empeoramiento del desequilibrio comercial.



Fuente: IIF

La cuenta financiera, por su parte, venía registrando saldo superavitario hasta 2019 como consecuencia de los desembolsos de la IFIs y del arrastre inversor que supuso la firma del acuerdo con el FMI. Aumentaron tanto los flujos de IDE que, en 2018 y en 2019 superaron los 4.000 mill.\$, equivalentes al 2% del PIB, como la inversión en cartera, especialmente en 2019, cuando alcanzó una cifra equivalente al 3,5% del PIB. Si bien resulta arriesgado depender de la inversión en cartera para cubrir las necesidades de financiación del país, lo cierto es que la llegada de capital extranjero, en conjunción con el régimen cambiario flexible que rige en el país desde 2014, permitió recuperar un nivel de reservas de divisas por encima de los 3 meses de importaciones. Esta tendencia se afianzó en 2020 gracias a la firma del nuevo acuerdo con el FMI, que situó las reservas por encima de los cinco meses de importaciones y apuntala la solvencia externa del país.



Fuente: National Bank of Ukraine

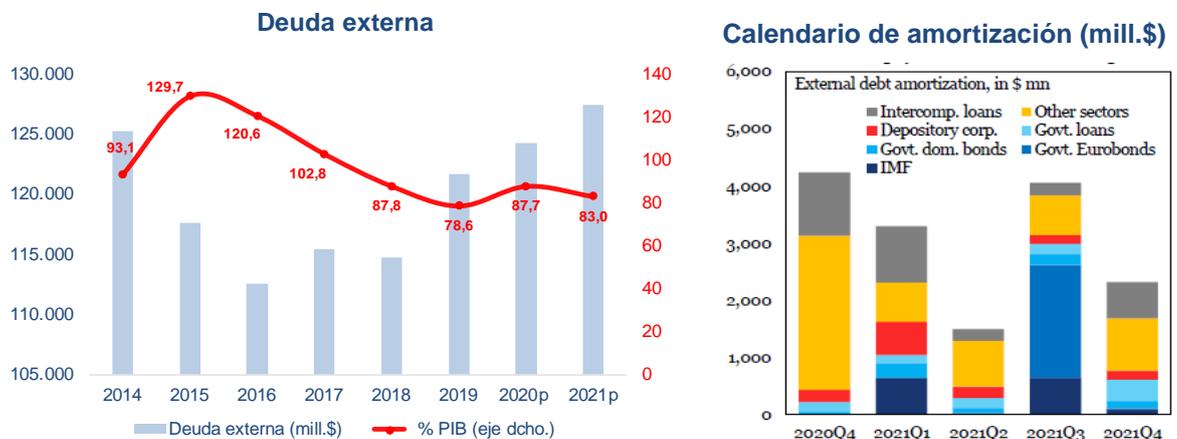
## 5. DEUDA EXTERNA

- ➔ El acuerdo de reestructuración de la deuda externa firmado en 2015, en el que se incluía una quita del 20%, evitó que el país se declarase incapaz de hacer frente a sus pagos. Se aplazó del calendario de amortizaciones a 2019-2027, una fecha que ya ha llegado. En consecuencia, se ha producido un notable deterioro de su posición deudora en el último año.
- ➔ Crecimiento continuado de la deuda externa, tanto en términos absolutos como relativos. En 2019 ascendió al 79% del PIB y en 2020 podría haber escalado casi hasta el 88%, a falta de datos consolidados. Además, presenta un significativo riesgo cambiario, ya que más de la mitad está denominada en divisa. Complejo calendario de amortizaciones para 2021, fundamentalmente en el segundo y tercer trimestre.

En 2015, Ucrania firmó un acuerdo de reestructuración de su deuda externa con los acreedores privados (excepto Rusia), lo que evitó que el país declarase un “default”. En total, la deuda objeto

de reestructuración ascendía a 19.300 mill.\$.. Se incluyó una quita del 20% y la emisión de nuevos bonos, cuya rentabilidad se asociaba al crecimiento de la economía ucraniana. Se prorrogó el calendario de amortizaciones cinco años, trasladando el grueso de los pagos desde 2015-2023 a 2019-2027. Todo ello permitió al país retornar a los mercados internacionales a partir de septiembre de 2017, con una emisión de 3.000 mill.\$, la primera en tres años; volvió a utilizar este recurso en 2018 y 2019. Como consecuencia, la deuda externa se incrementó hasta los 121.739 mill.\$ en 2019, un 7% más que el año anterior y ha mantenido esa trayectoria alcista en 2020 (124.323 mill.\$, equivalente al 87,7% del PIB). Con el agravante, además, de que más de la mitad de la deuda está denominada en divisa extranjera, lo que eleva su riesgo cambiario.

El acuerdo de reestructuración supuso un balón de oxígeno vital para Ucrania, pero a partir de 2019 el calendario de amortizaciones se antojaba, cuanto menos, complicado. La ratio total del servicio de la deuda, pública y privada, en 2019 superó el 27% de los ingresos externos, y aumentó hasta el 30% en 2020, un nivel elevadísimo. Si bien el país ha conseguido cumplir con el calendario previsto para 2020, de cara a 2021 el escenario se complica aún más, porque es cuando se produce un pico de vencimientos de los eurobonos refinanciados. El monto de amortizaciones en el primer trimestre asciende a 3.000 mill.\$ y 1.500 mill.\$ en el segundo. Sin embargo, es en el tercer trimestre cuando las obligaciones de pago se disparan hasta los 4.000 mill.\$, la mayoría en manos del sector público y contraída con acreedores privados. Son unas necesidades de financiación a las que el Ejecutivo no podrá hacer frente sin el apoyo del FMI; así pues, la normalización de las relaciones con la institución y la reanudación de los desembolsos asociados al programa son vitales para evitar una crisis de deuda en la segunda mitad del año.



Fuente: IIF

## 6. CONCLUSIONES

- Volodimir Zelenski cuenta con una oportunidad única para llevar a cabo las reformas estructurales que el país necesita y las IFIs demandan. Desde que llegase al poder en 2019, su gobierno ha aprobado la reforma bancaria y la reforma agraria. Sin embargo, se observan importantes divisiones internas en el seno del partido (que no contaba con trayectoria política previa) que ponen en riesgo la continuidad del impulso reformador. La renovación de la cúpula del Banco Central y en crisis política abierta a raíz de la sentencia del Tribunal Constitucional, que revertía algunas cuestiones en materia de anticorrupción, arrojan dudas acerca del compromiso del actual Ejecutivo con el cumplimiento del programa acordado con el FMI. De hecho, la institución con sede en Washington ha paralizado los siguientes desembolsos y ha alertado de que los riesgos de un no cumplimiento del programa son elevados.
- La explotación agraria y los derechos de tránsito que cobra a Rusia por el uso de sus gasoductos constituyen dos pilares fundamentales de la actividad económica. En este sentido, se espera que la reforma agraria, que liberaliza la propiedad de la tierra, mejore la competitividad del sector agrícola. Por otro lado, la firma del acuerdo de gas con Rusia a finales de 2019 garantiza cinco años más de ingresos por dicho servicio. Sin embargo, Moscú ha construido dos gasoductos nuevos que evitan atravesar el territorio ucraniano, y que en cuanto funcionen a pleno rendimiento van a reducir aún más el tránsito de gas ruso. Esto obliga a las autoridades a buscar nuevas fuentes de recursos en un plazo de tiempo corto.
- Resulta esencial recuperar la confianza del FMI para seguir recibiendo su financiación. De otra forma, Ucrania tendrá serias dificultades para financiar los déficits gemelos que acostumbra a registrar. A esto se le suma el complejo calendario de amortizaciones que enfrentará el país en 2021 (especialmente hacia la segunda mitad), al que difícilmente podrá hacer frente sin la asistencia de las IFIs.
- El país no consigue deshacerse de la lacra de la corrupción y de la influencia de los oligarcas que tienen prácticamente capturadas la totalidad de las instituciones. Todo ello no hace sino condenar a Ucrania a una situación de estancamiento que le impide alcanzar unas cotas de progreso y desarrollo social que, en cambio, sí han conseguido otros países de la región.

© CESCE, S.A. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial, la distribución o comunicación pública de este documento, así como la edición de todo o parte de su contenido a través de cualquier proceso reprográfico, electrónico u otros sin autorización previa y expresa de su titular. La información contenida en este documento refleja exclusivamente comentarios y apreciaciones propias de esta Compañía, por lo que CESCE declina cualquier tipo y grado de responsabilidad por el uso incorrecto o indebido de dicha información.