

INFORME RIESGO PAÍS

UCRANIA

Madrid: 25 de junio de 2013



A destacar

Deterioro de la democracia bajo el mandato de Yanukovich, presidente desde el 2010. Las competencias presidenciales se han ampliado, y los líderes opositores han sido encarcelados. División entre el oeste, pro-occidental, y el este, pro-ruso. País con corrupción generalizada, y población en declive.

Indefinición sobre si avanzar en la integración con la UE, o con Rusia. Ucrania aspira a entrar en la UE a largo plazo (lo que parece complejo). Rusia intenta evitarlo ya que reduciría su influencia, y presiona para incorporar a Ucrania a su unión aduanera. Kiev elude decantarse para evitar conflictos.

Estructura económica frágil, dominada por la 'oligarquía', y con numerosas ineficiencias. Sobresalen el sector agrícola y la industria pesada. El sector bancario continúa débil, y se muestra vulnerable ante una posible devaluación.

Alta volatilidad en las cifras de crecimiento e inflación. En la actualidad, ambas rondan el 0%. Perspectivas desfavorables por los desequilibrios acumulados, la debilidad de la demanda externa y el mal clima de negocios.

Política económica insostenible, enfocada a mantener el consumo (para ganar votos), y defender el tipo de cambio. La devaluación parece inevitable.

Insostenibilidad de los elevados déficits gemelos, público y por cuenta corriente. Se ha incurrido en déficit público en todos los ejercicios desde la independencia en 1991, en especial en los años electorales. El estímulo fiscal y la fortaleza de la moneda han elevado el déficit por cuenta corriente en 2012 hasta el -8,3%, un nivel récord para Ucrania.

El gobierno busca financiación del FMI o de Rusia para intentar evitar una devaluación descontrolada. La dificultad de financiación del déficit corriente y la gran caída de reservas obligan a recurrir a préstamos oficiales. Si no, hay riesgo de una devaluación descontrolada que podría disparar la inestabilidad financiera y amenazar la solvencia del país. A cambio, el FMI pide reformas y Rusia pide cesión de soberanía.

Deuda pública y deuda externa en niveles altos, pero aún manejables. Una devaluación de importancia podría elevar su peso a niveles insostenibles.

Ucrania anda en el filo de la navaja, y su futuro está rodeado de incertidumbre. Sus dirigentes son corruptos e inmovilistas, la economía es ineficiente y está plagada de desequilibrios. Las correcciones son inevitables; la duda reside en cuándo sucederán, y si serán controladas y graduales, o caóticas.

SITUACIÓN POLÍTICA Y SOCIAL

- Yanukovich, pro-ruso, ganó las presidenciales en 2010 por poco margen a Tymoshenko, que ha sido encarcelada. De esta forma terminó el mandato del gobierno surgido de la 'Revolución Naranja'.
- La división política refleja la partición del país en dos: una zona pro-rusa y otra pro-occidental.
- Corrupción extendida. La 'oligarquía' ejerce una gran influencia, que usa en su beneficio.
- Ucrania aspira a ingresar en la UE. Rusia se opone ya que perdería su influencia, y quiere integrar a Ucrania en su unión aduanera. Kiev está eludiendo decidir para evitar problemas.

EL PRESIDENTE YANUKOVICH MUESTRA SIGNOS DE AUTORITARISMO

Ucrania ha recorrido un camino difícil desde su independencia en 1991. En los años 90 sufrió el colapso del sistema económico y de la red social pública, lo que causó la ruina de gran parte de la población. Las élites soviéticas se hicieron con el control del poder, configurándose en la nueva 'oligarquía' que ha mantenido su influencia desde entonces, y han bloqueado las reformas que pudieran ser perjudiciales para sus intereses.

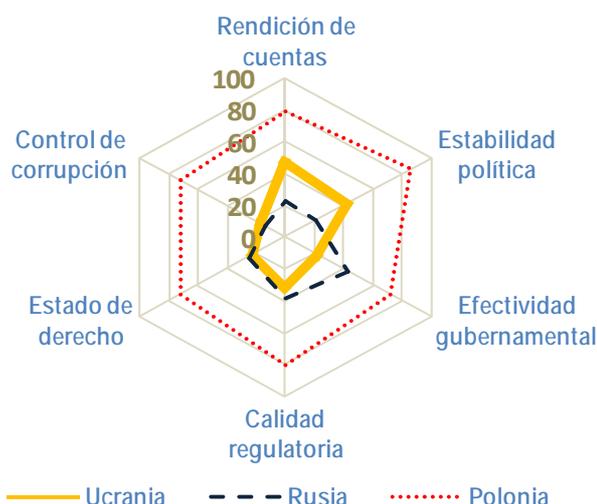
Viktor Yanukovich preside desde el 2010. Su partido, el Partido de las Regiones (PR), es considerado pro-ruso y está respaldado por los intereses de la industria del acero y el carbón de las regiones orientales. Yanukovich fue nombrado primer ministro en 2002, concurrió como candidato a las presidenciales de 2004 y ganó en primera instancia, pero el estallido de las manifestaciones conocidas como la "Revolución Naranja" llevó a la repetición de los comicios y en esa ocasión fue derrotado. Entre 2004 y 2010 gobernaron los partidos pro-occidentales que lideraron la "Revolución Naranja", pero no consiguieron impulsar la regeneración democrática e institucional esperada. A causa de las disputas internas, el mandato estuvo marcado por una continua inestabilidad que imposibilitó las reformas.

POBLACIÓN	45,5 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	3.130 \$
EXTENSIÓN	603.550 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Rep. Presidencial
CORRUPCIÓN	144/176
DOING BUSINESS	137/185

Yanukovich se presentó, y venció, en 2010 prometiendo reformar el Estado y superar el caótico periodo de 'gobierno naranja'. Al poco de iniciar su mandato, el Tribunal Constitucional anuló los cambios realizados en 2006 que limitaban el poder del presidente, reinstaurando de facto el sistema presidencial, en vez del parlamentario-presidencial establecido en 2006. Como resultado, Yanukovich amplió sustancialmente sus competencias.

La concentración de poder en manos de Yanukovich ha causado una progresiva erosión de la calidad democrática e institucional del país. El presidente ejerce fuerte presión sobre los medios de comunicación, las instituciones y el poder judicial. Varias figuras políticas han sido encarceladas, entre ellas la ex-primera ministra y cabeza de la oposición Yulia Tymoshenko⁽¹⁾.

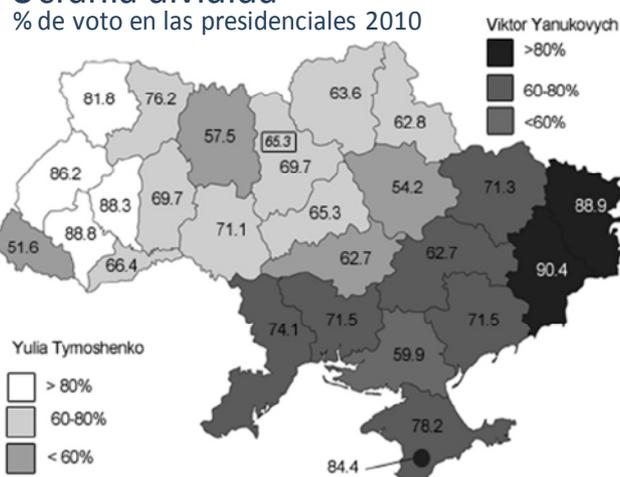
Índices de Buen Gobierno



Fuente: Banco Mundial (datos 2011)

El PR ganó las elecciones parlamentarias de 2012, pero sin mayoría (30% de los votos, 185 de 445 diputados), ayudado por la reforma electoral de 2011 y entre acusaciones de irregularidades. El parlamento se encuentra dividido en dos grandes bloques de partidos, el pro-ruso⁽²⁾ y el pro-occidental. A pesar de contar con un apoyo popular cercano al que tiene el bloque del presidente, la oposición se encuentra débil y desprestigiada tras el fracaso del 'gobierno naranja'. Sus intentos de movilización popular han tenido escaso éxito. Las próximas elecciones presidenciales serán en 2015. Hasta entonces, no se esperan cambios políticos significativos.

Ucrania dividida



Fuente: Business Monitor

- (1) Tymoshenko fue juzgada y encarcelada en 2011 en un juicio considerado arbitrario por la UE. Hoy sigue jugando un papel político relevante desde prisión. Otros miembros del gobierno de Tymoshenko también han sido encarcelados, y algunos recientemente indultados por la presión internacional.
- (2) Pro-ruso" se refiere a que defiende los intereses de la comunidad rusa en Ucrania. Esto no significa "pro-Kremlin". Aunque el PR se entienda con Rusia, sus líderes protegen su propio interés y no quieren ceder poder.

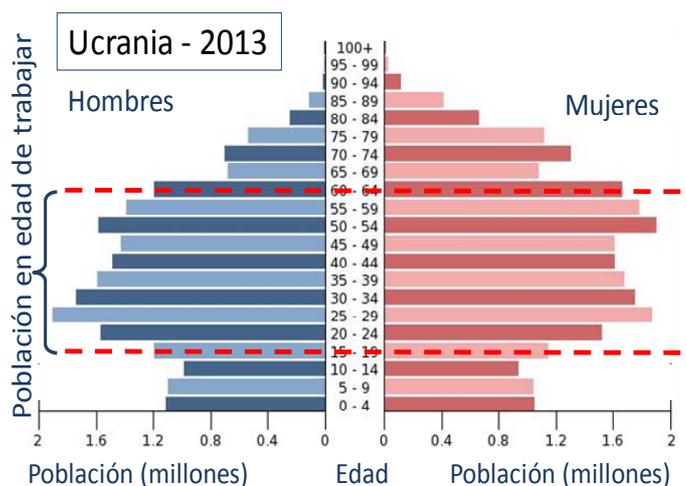
La partición política refleja la naturaleza fronteriza del país, dividido entre la zona oriental y occidental. Se puede decir que hay dos Ucránias, separadas por diferencias culturales e idiomáticas. En el país viven unos 8 millones de ciudadanos de origen ruso, la mayoría situados en la zona este. Un 30% del total de la población habla ruso como primera lengua y un 67% ucraniano.

Ucrania padece una **corrupción sistémica y generalizada** con tendencia a empeorar y presente en todas las instituciones, desde la policía hasta las universidades, incluyendo a los partidos políticos y al sistema judicial. Gobernantes y empresarios mantienen relaciones turbias, y el poder político es entendido como la vía para enriquecerse. El entorno personal del presidente, conocido como 'la familia', ha multiplicado su patrimonio desde el 2010. Los oligarcas suelen apoyar a un variado espectro de políticos para garantizar su influencia en cualquier escenario. Según el índice de corrupción de Transparencia Internacional, Ucrania se sitúa en el puesto 144 de 176, empatada con Bangladesh, República Centroafricana, Camerún, el Congo y Siria.

La necesidad de reformas es imperativa, y los avances son pobres. No se ha aprobado aún la revisión de la administración local, que lleva ocho años sobre la mesa. Tampoco progresa la reforma laboral, en estudio desde 2007. Los intentos de mejorar el deficiente clima de inversión han sido inútiles, lo mismo que las campañas anticorrupción.

La evolución demográfica constituye otro problema. **La población ha caído más de un 10% durante las últimas dos décadas** a causa de la baja natalidad y de la emigración. Las cohortes que van a entrar en el mercado de trabajo son relativamente pequeñas, lo que reduce el potencial de crecimiento. Igualmente, el envejecimiento merma la presión por el cambio político. La esperanza de vida se mantiene estancada en torno a 69 años desde hace dos décadas.

Ucrania, Población en Declive
 (millones de habitantes)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y U.S. Census Bureau (U.S. Department of Commerce)

INDEPENDENCIA Y DEPENDENCIA DE RUSIA

Ucrania es la nación ex-soviética más poblada después de Rusia, y tiene un valor simbólico como puente entre el mundo eslavo y Europa. Pero, más allá de los lazos históricos, el interés del Kremlin por mantener bajo su influencia a Ucrania reside, en primer lugar, en la posición ucraniana como parte del cinturón de seguridad de Rusia, que quiere impedir que la OTAN llegue a sus fronteras. Igualmente se pretende evitar que Kiev se convierta en una referencia militar alternativa en el Mar Negro. En tercer lugar, es un país clave para el tránsito del gas ruso hacia Europa. Además, es un importante mercado de 45 millones de consumidores.

Para Ucrania, independencia significa ante todo independencia de Moscú. En la visión de Kiev, los acuerdos alcanzados tras la emancipación fueron una forma de consolidar el nuevo marco de soberanía nacional. Durante los años 90, con Yeltsin en el Kremlin, la política exterior rusa promovía acuerdos entre iguales. Sin embargo, con la llegada de Putin en el año 2000, la estrategia giró hacia la construcción de estructuras supranacionales lideradas por Moscú, en las que los países de la región aceptaban implícitamente la tutela del Kremlin. En Ucrania, esta estrategia funcionó hasta la



llegada de la 'Revolución Naranja' en 2004. La evolución pro-occidental fue vista por Moscú como un desafío instigado desde Occidente. En 2005 empezó el dialogo para que Ucrania entrara en la OTAN, lo que se consideró en el Kremlin como una seria amenaza⁽³⁾. Moscú abandonó la idea de integración a través del desarrollo de proyectos conjuntos, y empezó a buscar el control directo sobre determinadas parcelas consideradas de interés estratégico. En concreto, las concesiones militares sobre el puerto de Sebastopol, fundamental para mantener el control del Mar Negro, así como la propiedad de las infraestructuras energéticas. En 2005 también comenzó la presión a través del precio de la energía, entre acusaciones -en parte ciertas- de que Ucrania estaba desviando gas ruso destinado a Europa para su consumo nacional. Desde entonces se sucedieron las disputas con el gobierno pro-occidental nacido de la 'Revolución Naranja', y también las subidas de precio. Invierno tras invierno se repitieron las crisis, los cortes de gas, las renegociaciones y los incrementos en el precio del gas.

(3) Putin declaró en 2008 "si Ucrania entrara en la OTAN, este país simplemente dejaría de existir". Ese mismo año también declaró "[...] ¡Ucrania no es ni siquiera un Estado! ¿Qué es Ucrania? Parte de su territorio está en Europa del este, pero la parte significativa es un regalo nuestro".



La elección de Yanukovich en 2010 impulsó una mejora de las relaciones en un primer momento. Se renunció a la candidatura a la OTAN y se acordó la cesión del puerto de Sebastopol a la flota rusa durante otros 25 años. En contrapartida, se revisó el contrato de gas, bajando los precios en 100\$ por 1.000 m³ (o un 30% si el precio bajaba de 330\$). Aun así, los precios del gas han vuelto a subir hasta niveles muy altos, en torno a 420\$. Además, la tensión con Moscú ha remontado en el último año a raíz de los planes de Kiev de reducir la dependencia energética y comercial de Rusia⁽⁴⁾. Esto sucede porque, **aunque el presidente es considerado pro-ruso, no quiere ceder soberanía a Moscú, ni control sobre parcelas económicas**. En caso de que siga incrementándose la hostilidad, se corre el riesgo de sufrir nuevos cortes de gas, si bien este es un escenario poco probable con el gobierno actual.

Consumo de gas: dependencia de Rusia, y a un precio muy alto

El gas natural supone un 48% del consumo primario de energía. La demanda de gas se situó en 2012 en torno a 52.000 mill. m³. La producción nacional ha permanecido estable en los últimos años en torno a 19.000 mill. m³. La diferencia se completa con importaciones rusas bajo el marco del **contrato firmado en 2010, que plantea dos problemas para Ucrania**:

- **Precio: se paga un precio altísimo**, unos 420\$/1.000 m³, más del doble del pagado en Bielorrusia (unos 166\$/1.000 m³) y superior al precio en los mercados mayoristas europeos. Las negociaciones y revisiones del precio del gas han sido constantes en los últimos años.
- **Volumen**: el contrato establece una demanda mínima anual de 40.000 mill. m³. Ucrania ha consumido 33.000 mill. m³ en 2011 y 25.000 mill. m³ en 2012; Gazprom reclama el pago de 7.000 mill.\$ por el consumo no realizado, y Kiev ha declarado que no piensa pagar.

Tránsito de gas: Gazprom quiere controlar los oleoductos, o evitará pasar por Ucrania

Unos 84.000 mill. m³ de gas ruso atravesaron Ucrania en 2012. Además hay grandes infraestructuras de almacenamiento, que juegan un papel relevante en las fluctuaciones estacionales. Sin embargo, Gazprom está reduciendo el tránsito vía Ucrania, en línea con la estrategia de exportar sólo a través de oleoductos en los que posea al menos un 50% de la propiedad. Esto implica que, de mantener la estrategia, Kiev tendrá que ceder el control de sus oleoductos, o Gazprom evitará atravesar el país.

Gazprom está construyendo nuevos oleoductos fuera de Ucrania (NordStream 3 & 4; SouthStream; Yamal-Europe 2) con una participación de 50% o 51%. Los nuevos oleoductos tendrán una capacidad conjunta de 133.000 mill. m³/año, que se sumarán a los 247.000 mill. m³/año ya existentes. De los ya construidos, la línea Ucraniana supone la mayoría de la capacidad (143.000 mill. m³/año), y es la única que no controla Gazprom. De hecho, las infraestructuras en construcción parecen servir sólo para evitar Ucrania, ya que hoy ya hay exceso de capacidad, y no hay expectativas de repunte de la demanda. En definitiva, **estas infraestructuras parecen tener más justificación política que económica**.

RELACIONES EXTERIORES HOY: INDECISIÓN ENTRE RUSIA Y LA UE

Ucrania aplica una política de progreso multidireccional, intentando mantener una relación positiva y equilibrada con los dos gigantes que le rodean: Rusia y la UE. Desde la independencia, **Kiev aspira a integrarse en la UE (aunque hoy esto parece un objetivo muy lejano), pero sin enfrentarse a Moscú**, y así evitar problemas, entre otros, de suministro energético.

- (4) Para reducir la dependencia se quiere expandir la energía nuclear, que ya genera la mitad de la electricidad, y las energías renovables. También la producción nacional de gas, entre otras fórmulas, a través de inversiones en el Mar Negro (con ExxonMobil), donde hay reservas de gas de esquisto. Igualmente, se ha comenzado a importar vía Hungría (hasta 5.000 mill. m³/año), Polonia (1.400 mill. m³/año), y se trabaja en un acuerdo con Eslovaquia de 10.000 mill. m³/año. No obstante, a corto plazo no hay posibilidad de lograr una verdadera diversificación. El contrato firmado con Rusia es difícil de romper, y harían falta grandes inversiones en infraestructuras para importar a gran escala de otros países.

Europa representa la esperanza de lograr un alto nivel de vida y modernizar el país. Sin embargo, las reformas que pide Bruselas son costosas, y es difícil desembarazarse del cepo ruso. A fin de cuentas, Ucrania se inclina naturalmente hacia el este. Las estructuras y (malas) prácticas de negocio se asemejan mucho entre las élites rusas y ucranianas. La UE se muestra interesada en mantener a Ucrania cerca de la órbita de Occidente, y no quieren que caiga en manos rusas, pero no va a asumir el coste de avanzar en el camino de la adhesión si el país es inestable, disfuncional y autoritario, ni va a sostener una economía estancada y corrupta.

El Kremlin pretende integrar a Ucrania en la unión aduanera que forma junto con Bielorrusia y Kazajistán, lo que imposibilitaría su ingreso en la UE. Recientemente, el gobierno ucraniano ha aceptado su ingreso como observador en la unión aduanera rusa, en la que entrará a partir de octubre de 2013. Al mismo tiempo, Kiev mantiene la intención de firmar un Acuerdo de Asociación con la UE en noviembre de 2013, para lo cual debe aplicar diversas reformas en el ámbito económico y político, y abandonar la justicia selectiva, lo que incluye la liberación de Yulia Tymoshenko. La decisión sobre la asociación con Europa se tomará en septiembre por los líderes de la UE en el marco del programa de 'Asociación Oriental'. En caso de no realizarse, Ucrania en principio no tendría otra oportunidad hasta 2016.

El modelo que pretende Kiev supondría la colaboración con la unión aduanera rusa siguiendo un modelo '3+1', y al tiempo integrarse en la UE. Este plan no se acepta ni en Moscú ni en Bruselas, que quieren exclusividad. La indefinición de Yanukovich ha causado roces con ambos bloques, pero también ha permitido mantener el statu quo a corto plazo, y conservar las perspectivas de ingreso en la UE sin haber entrado en conflicto con el Kremlin. A la vez, se intenta reducir la dependencia de Rusia, algo muy difícil, y así aumentar el margen de actuación.

ECONOMÍA

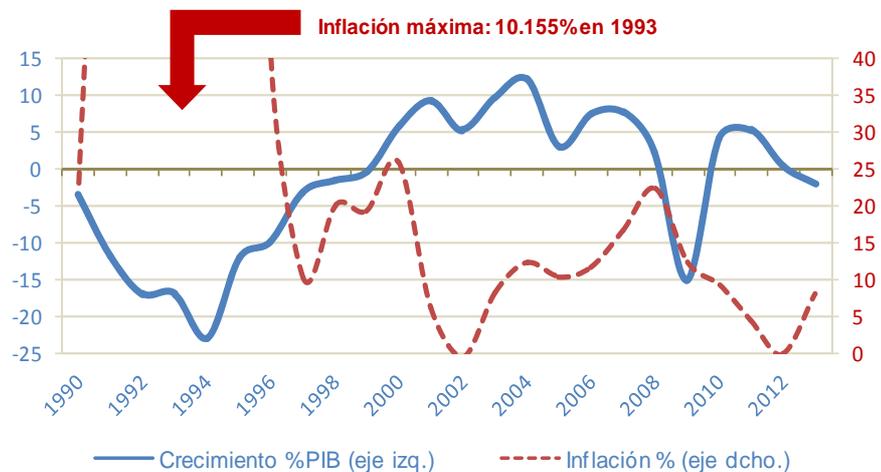
- País de renta media-baja, con importantes sectores primario e industrial, enfocados al exterior.
- Elevada volatilidad e incertidumbre por los desequilibrios macroeconómicos, por la ineficiencia de muchos sectores, la debilidad de la demanda externa y el deficiente clima de negocios.
- Sector bancario frágil y dolarizado, vulnerable ante una devaluación.

La transición de Ucrania hacia el capitalismo fue muy dolorosa. Tras la caída de la URSS, se atravesó una década de hiperinflación y profunda crisis que supuso la pérdida del 60% del PIB⁽⁵⁾. Entre el año 2000 y 2008 se disfrutó de un período de bonanza, con alto crecimiento, pero también con volatilidad macroeconómica y acumulación de desequilibrios. Hoy, **Ucrania está clasificado como país de renta media-baja, con un ingreso per cápita en 2011 de 3.130 \$.**

(5) La caída en la realidad es posiblemente inferior, dados los problemas estadísticos de la URSS.



Una transición muy dura



Fuente: Institute of International Finance

El sector primario aporta algo más del 9% del PIB. Ucrania cuenta con uno de los suelos más fértiles de Europa (las famosas “tierras negras”) que la han granjeado la reputación de ser el ‘granero de Europa’. Su producción incluye una gran variedad de productos, entre otros: arroz, soja, maíz, patata, azúcar, trigo y cebada, y también productos ganaderos como leche y carne. El sector secundario aporta cerca del 30% del PIB. Sobresale la industria metalúrgica, máquina herramienta e industria química. La trascendencia de la industria pesada viene de tiempos soviéticos. En la actualidad estas industrias son ineficientes, sufren de exceso de capacidad y dependen de las subvenciones energéticas para ser competitivas en el mercado internacional. Los servicios suponen un 60% del PIB, destacando comercio, y transporte y comunicaciones.

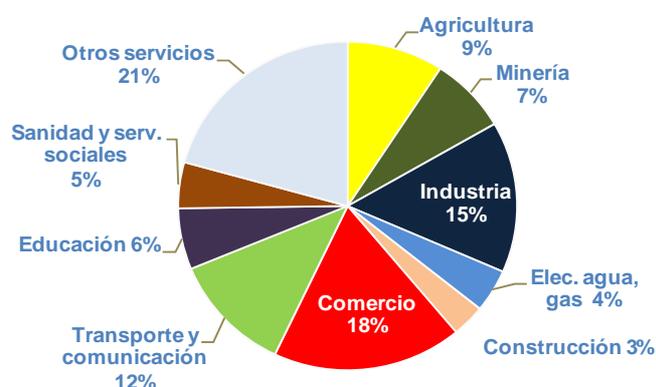
PIB	173.720 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	0,2%
INFLACIÓN	-0,2%
SALDO FISCAL	-4,5%
SALDO POR C/C	-8,3%

Datos a 2012

En los últimos 15 años, la inflación ha fluctuado entre el 0% y el 25%. **En 2012, los precios se mantuvieron estables (inflación -0,2%), cuando en 2008 fue del 22,3%. Esta volatilidad es uno de los mayores problemas del país,** ya que causa incertidumbre, penaliza las inversiones a largo plazo y deteriora la competitividad, induciendo devaluaciones que refuerzan la espiral inflacionista.

El clima de negocios es desfavorable. Los trámites con la administración son complicados, caros y lentos, ya sea para obtener permisos, hacer registros o pagar impuestos. En la clasificación Doing Business del Banco Mundial, Ucrania se sitúa en el puesto 137 de 185 países, similar a Lesoto, Filipinas y Ecuador. La economía informal es muy amplia. El gobierno ucraniano y una consultora la sitúan en un 40% del PIB. Otros estudios la estiman por encima del 50%.

Distribución Sectorial 2012



Fuente: Banco Nacional de Ucrania

Clasif. Doing Business	2013	2012
Clasificación General	137	152
Apertura de negocio	50	116
Obtención de licencias	183	182
Obtener electricidad	166	170
Registrar propiedad	149	168
Obtener crédito	23	23
Protección de inversores	117	114
Pago de impuestos	165	183
Comercio transfronterizo	145	144
Cumplimiento contratos	42	44
Resolución insolvencia	157	158

EL SECTOR BANCARIO, FRÁGIL Y DOLARIZADO, PENALIZA EL CRECIMIENTO

El sector bancario atravesó una grave crisis en 2008, desencadenada por una devaluación de más del 50% de la grivna, la moneda nacional. En aquel momento se alcanzó un déficit corriente muy elevado, y con el estallido de la crisis internacional se cerraron los mercados financieros, lo que imposibilitó la financiación de ese déficit y desencadenó la devaluación. En torno al 50% de los pasivos bancarios estaban denominados en divisas, lo que causó el incremento del peso de las deudas, dando paso a inestabilidad, fuga de depósitos y la intervención de las autoridades para evitar un colapso general. De los 184 bancos⁽⁶⁾ que operaban antes de esa crisis una treintena fueron intervenidos (como Nadra Bank, Rodovid Bank, y F&C, los cuales están entre los 20 mayores bancos), y más de una veintena se liquidaron. Gracias a la inyección de fondos de entonces (2.100 mill. \$ del gobierno y otros 2.000 mill.\$ de bancos extranjeros a sus filiales), hoy los niveles de capital están por encima de los mínimos recomendables. Sin embargo, **el sector no se ha recuperado**; la mayor parte de las entidades ucranianas siguen mostrándose frágiles, por ejemplo el VAB Bank o el F&C, y tienen dificultades para financiarse.

En los años de bonanza antes de la crisis, el apalancamiento aumentó en exceso (hasta un 230% en ratio préstamos/depósitos), y reducir este nivel está siendo un proceso costoso, que ha limitado el crédito disponible. De hecho, desde entonces el crédito permanece estancado, lo cual es una de las causas de la mala coyuntura económica. Por su parte, la rentabilidad sigue siendo prácticamente nula, tanto respecto a los activos (RoA) como respecto al capital propio (RoE). La calidad de la cartera bancaria es preocupante. Según el Banco Nacional de Ucrania (el banco central) los préstamos fallidos se sitúan en torno al 15%, y ese porcentaje se dobla si se aplican estándares internacionales más exigentes.

(6) El sector está muy atomizado. Los bancos suelen ser de tamaño reducido, y están vinculados a regiones o grupos industriales, lo cual es una herencia de tiempos soviéticos. Numerosos bancos están controlados por oligarcas, que orientan el crédito hacia sus propios proyectos.

Entre 2002 y 2008 entraron numerosos bancos extranjeros que, hoy en día, son las entidades con mejor salud, gracias al respaldo de las matrices. También son las de mayor tamaño, manejan cerca del 40% de los activos. Estas entidades contribuyen a mejorar la precaria estabilidad del sector, aunque desde el 2008 han ido reduciendo su presencia (entonces manejaban un 50% de los activos), especialmente en el caso de los bancos europeos. Entre otros, el Commerzbank alemán, el Swedbank, el Erste Bank austriaco, o ING Bank están saliendo, o ya han salido del país.



Fuente: Banco Nacional de Ucrania

Como consecuencia de la desconfianza en la grivna a causa de los episodios de hiperinflación y las devaluaciones, **hay una elevada dolarización**. Las medidas de restricción de liquidez en divisas, enfocadas a evitar la caída de reservas, han logrado reducir los créditos otorgados en divisas, fundamentalmente dólares, que han bajado desde el 60% en 2008 hasta menos del 40% hoy. Por otro lado, los pasivos bancarios denominados en divisa se han estabilizado en torno al 50%. Una devaluación significativa podría desencadenar nuevos episodios de inestabilidad ya que, por ejemplo, sólo la deuda bancaria a corto plazo en dólares se sitúa en unos 8.000 mill.\$.

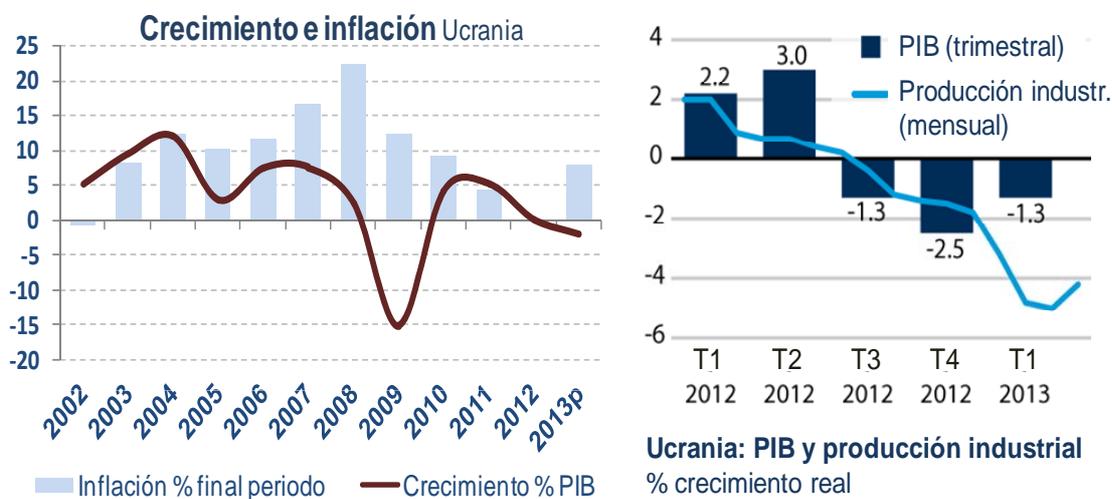
EVOLUCIÓN RECIENTE: FRENAZO DEL CRECIMIENTO Y PERSPECTIVAS DESFAVORABLES

Ucrania consignó una buena recuperación en 2010-2011 con un crecimiento medio del 5% anual, tras la grave crisis del 2009, cuando el PIB cayó nada menos que un -15,9%. Las dificultades económicas reaparecieron en 2012 debido a la baja demanda externa europea, y también por el desplome de la inversión una vez pasada la etapa de dinamismo inversor motivada por las obras acometidas en su condición de anfitrión de la Eurocopa 2012. El ejecutivo, que afrontaba las elecciones, aplicó en 2012 una agresiva expansión fiscal con la que consiguió impulsar la demanda interna y retrasar la recesión, que finalmente ha sido inevitable. De momento, el país encadena tres trimestres de crecimiento negativo.



En 2013 la demanda internacional se mantiene baja, especialmente de acero y metalúrgicos, productos clave para Ucrania. Esto ha penalizado la producción de las industrias exportadoras y está lastrando la producción industrial, en contracción desde mediados del 2012. La demanda interna tampoco remonta, ya que la restricción de crédito y las perspectivas pesimistas continúan afectando a la demanda privada, y la necesidad de realizar una consolidación fiscal ha eliminado el impulso del gasto público, que actuó como motor durante el año pasado. En consecuencia, **se espera que, en el mejor de los casos, el crecimiento se sitúe en torno al 0% en 2013**, aunque esta cifra está sujeta a una incertidumbre significativa en función de los diversos escenarios posibles de devaluaciones y pactos con el FMI o Rusia. El único sector con expectativas positivas es el primario, gracias a la buena cosecha que se espera durante este año.

A medio plazo, las perspectivas sobre el potencial de crecimiento son negativas. Por el lado de la oferta, el crecimiento se encuentra penalizado por los problemas demográficos, las rigideces de la economía y la falta de inversiones capaces de incrementar la productividad. Por el lado de la demanda, no se prevé un repunte de las exportaciones, dada la debilidad de las economías europeas y rusa, y tampoco se espera un aumento de la demanda nacional. De hecho, se estima que el país tendrá que moderar su consumo público y privado, y es difícil que la inversión remonte con las malas cifras de crecimiento, la incertidumbre y la restricción de crédito.

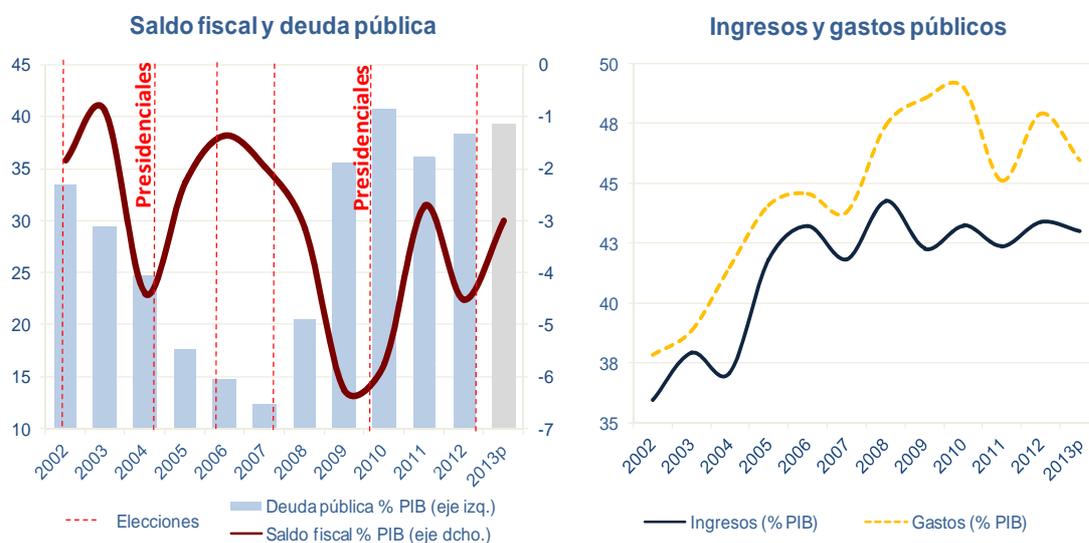


Fuente: IIF y Oxford Analytics

SECTOR PÚBLICO Y POLÍTICA ECONÓMICA

- **Déficits persistentes, muy marcados por los ciclos electorales.**
- **La deuda pública se sitúa en torno al 40% del PIB, en el límite de lo recomendable.**
- **La política monetaria ha estado enfocada a mantener la paridad con el dólar, para intentar evitar una devaluación que podría causar inestabilidad financiera y protestas de la ciudadanía.**

Durante la transición de los años 90, se redujo el tamaño del sector público a menos de un tercio del PIB. Sin embargo, en la última década la tendencia se ha invertido, y el peso del presupuesto del gobierno ha ido incrementándose progresivamente, impulsado por el gasto. Por su parte, el nivel de ingresos fiscales aumentó entre el 2004 y el 2006, y desde entonces se ha mantenido relativamente estable en torno al 43% del PIB. Mientras, el gasto público ha seguido tendiendo al alza, con fluctuaciones, e influido por el calendario electoral. **El saldo presupuestario ha sido deficitario en todos los ejercicios desde 1991. Además, los ciclos electorales marcan la orientación de la política fiscal.** Por ejemplo, antes de las legislativas de 2012, se aprobaron subidas salariales y de pensiones, y se congelaron los impuestos, los precios públicos y las tasas.



Fuente: IIF

El ejecutivo aprovechó el crecimiento del 2010-11 para reducir el enorme déficit del 2009. Pero **la expansión fiscal y la ralentización de la economía han impulsado de nuevo el déficit hasta el 4,5% en 2012.** El desequilibrio del sector público en sentido amplio es aún mayor. Parte de la política fiscal se aplica por medio de las empresas públicas, en operaciones cuasi-fiscales, no incluidas en el presupuesto. Contando con las empresas públicas, el déficit podría haber llegado a un 9% del PIB en 2012. Estas estimaciones son aproximadas ya que no se encuentra disponible la información de algunas entidades, como Naftogaz, la empresa que gestiona el gas.

La subvención energética es una de las causas del desequilibrio presupuestario. El precio del gas doméstico está alrededor de 50\$/1.000 m³, muy por debajo de su precio de importación. Además, esto genera un incentivo al consumo de energía de la que no dispone el país. De hecho, Ucrania tiene una de las tasas más altas del mundo de consumo energético en relación al PIB, el doble que Rusia, y diez veces superior a los países de Europa Occidental.

La deuda pública aumentó considerablemente entre 2007 y 2010 a causa de la crisis y de la devaluación de 2008. En ese periodo, la deuda pública pasó de poco más del 10% del PIB hasta superar el 40%, un nivel algo elevado para una economía emergente con dificultad de acceso a los mercados. Desde entonces se mantiene relativamente estable. Aproximadamente la mitad de la deuda pública está denominada en divisas, creando vulnerabilidad en caso de devaluación.

Ucrania ha sufrido sucesivas degradaciones de su calificación crediticia, y es probable que esta tendencia se mantenga. En la actualidad se encuentra cinco escalones por debajo del grado de inversión para S&P y Fitch, y seis para Moody's.

	Clasificación	Perspectiva
S&P	B	Negativa
Moody's	B3	Negativa
Fitch	B	Estable

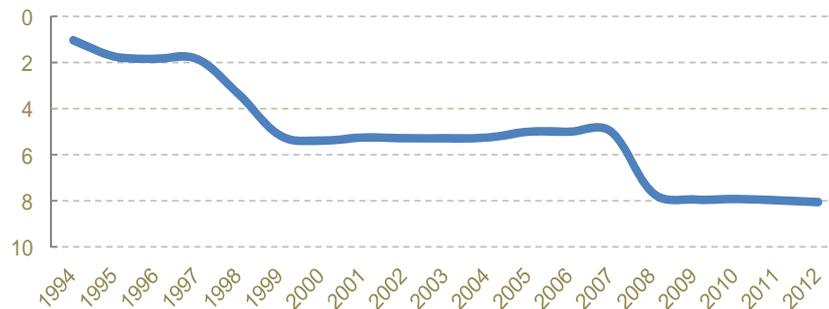
POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA: ESFUERZOS POR EVITAR UNA NUEVA DEVALUACIÓN

La prioridad de la política monetaria ha sido mantener el tipo de cambio respecto al dólar, lo que ha sido muy costoso en términos de reservas, y de liquidez en los mercados interbancarios. El objetivo antes de las elecciones fue evitar potenciales protestas por el alza de los costes de los productos importados para empresas y consumidores. Además, una devaluación de cierta magnitud podría desencadenar nuevos episodios de inestabilidad financiera, dada la elevada dolarización. Para defender la grivna, el Banco Central ha intervenido con regularidad, especialmente desde mediados del 2012. Se calcula que sólo en 2012 las reservas cayeron en 7.600 mill.\$, un cuarta parte.

El tamaño de los desequilibrios ha disparado las especulaciones sobre la necesidad de hacer una nueva devaluación durante este año, de entre el 10% y 20%. Dada la debilidad del sector exterior, es posible que finalmente se adopte esta medida, a pesar de que las autoridades temen el daño que esto podría hacer al sector bancario, así como el desgaste que puede causar a la popularidad del gobierno. Sin embargo, en las últimas dos décadas, las devaluaciones han sido la herramienta usada para corregir los desequilibrios exteriores, y es muy probable que otra vez haya que recurrir a esta medida.



Tipo de cambio Grivna / USD (final periodo)



Fuente: IIF

NEGOCIACIÓN EN CURSO CON EL FMI Y RUSIA PARA OBTENER FINANCIACIÓN

Para evitar una devaluación descontrolada y cubrir las necesidades de financiación, el gobierno espera poder alcanzar un acuerdo con el FMI, o con Rusia. El FMI suspendió en 2011 la aplicación del acuerdo alcanzado en 2010, tras el primer pago, por el incumplimiento de las reformas pactadas. En la actualidad, el ejecutivo está negociando la renovación del programa, que incluiría un préstamo de unos 15.000 mill.\$.

Sin embargo, de momento las conversaciones no dan frutos, ya que el FMI pide una consolidación fiscal sustancial, la subida de los precios energéticos domésticos (inicialmente al menos un 50%, y posteriores subidas escalonadas), y la flexibilización del tipo de cambio, lo que implicaría una devaluación gradual a corto plazo.

Como alternativa, el ejecutivo está tratando de renegociar los precios de la energía con Rusia. Una bajada del precio del gas a unos 250\$/1.000 m³ podría reducir el coste de importación en unos 5.000 mill.\$, equivalentes a un 3% del PIB. Moscú, a cambio, quiere que Ucrania se integre en su unión aduanera, o acordar la venta a Gazprom de los gasoductos ucranianos, análogamente a lo sucedido en Bielorrusia, lo que dejaría a Kiev sin su baza de negociación más poderosa. La rebaja de los precios, además, sería temporal, ya que estaría ligada a la evolución de los precios domésticos rusos, que se espera que vayan aumentando en torno al 10% anual en los próximos tres o cuatro años.



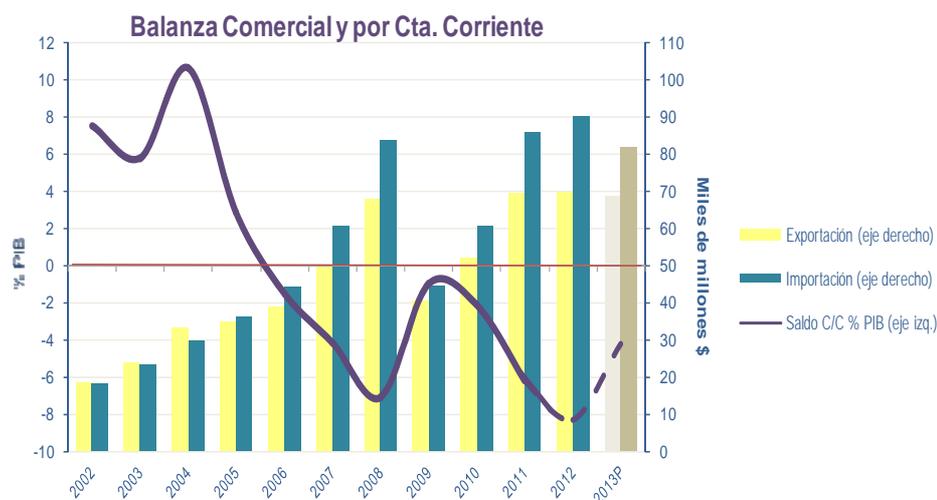
SECTOR EXTERIOR

- **Economía abierta, con un comercio concentrado, y un déficit por cuenta corriente insostenible. El endeudamiento exterior deriva de la necesidad de financiación del sector público, y se ha usado para mantener un nivel de consumo por encima de lo razonable.**
- **Dificultad para financiar el déficit corriente.**
- **Los intentos por sostener el tipo de cambio están reduciendo las reservas, que empiezan a estar por debajo de los niveles de seguridad recomendables.**

GRAVES DESEQUILIBRIOS EXTERNOS

Ucrania es un país abierto, con un grado de apertura del 92%. Sin embargo, el comercio se concentra en un número reducido de productos y destinos. Asimismo, **el sector exterior presenta desequilibrios graves e insostenibles**. La política fiscal expansiva ha estimulado la demanda nacional (singularmente el consumo), al tiempo que se reducía la demanda exterior como consecuencia de la mala coyuntura europea y la desaceleración rusa. Además, la competitividad ha ido cayendo, erosionada por la persistencia de la inflación y las subidas salariales por encima de la productividad, que está estancada. Mientras, las autoridades han intervenido activamente para defender la divisa frente a las presiones depreciatorias. La situación se ha ido prolongando gracias al endeudamiento externo, en dólares, lo que a su vez ha aumentado la vulnerabilidad ante una posible devaluación que será difícil evitar.

Las exportaciones alcanzaron los 69.755 mill.\$ en 2012 (40% del PIB). De ellas, aproximadamente un tercio son productos metalúrgicos (metálicos y de acero, conductos, piezas metálicas etc.). La oferta de este tipo de productos es rígida, por lo que estas industrias son muy vulnerables a las fluctuaciones de precios internacionales. Además, requieren un uso intensivo de energía, y para ser competitivas necesitan la subvención energética del Estado. Los bienes agrícolas y agroalimentarios (trigo, maíz, aceite de girasol, carne etc.), y la máquina herramienta, barcos y vehículos constituyen cada uno aproximadamente una quinta parte del total. Las ventas de energía y productos petrolíferos suponen otro 15%. Por último, la industria química alcanza el 5% (plásticos, fertilizantes).



Fuente: IIF

Las importaciones en 2012 llegaron a los 90.238 mill.\$ (52% del PIB). Las de mayor importancia son las energéticas (36% del total), seguidas de maquinaria y equipamiento industrial (24%), después químicos, medicamentos y plásticos (18%), y agroalimentarios (8%). La subida del precio de la energía, la fortaleza de la moneda y la robustez de la demanda nacional han hecho que el valor de las importaciones se haya más que doblado entre 2009 y 2012. **El déficit comercial registró un 12% del PIB en 2012**, un nivel muy elevado. En cuanto a destinos, Rusia es el principal socio comercial (en torno a un 30% del comercio), seguido de la UE (25%).

La balanza de rentas registró un déficit del 2% del PIB, y ha tendido al alza por la subida del endeudamiento externo, y por el aumento de los tipos de interés. El peso del déficit podría llegar a doblarse para 2015 si continúa esta tendencia, lo que añade presión a la cuenta corriente.

La balanza por cuenta corriente es deficitaria desde 2006. En 2012 este déficit ha equivalido a un -8,3% del PIB, un récord negativo en Ucrania desde su independencia. Existe incertidumbre sobre la evolución del déficit corriente en 2013, ya que dependerá de la capacidad del país para encontrar fuentes de financiación, y de si devalúa, o no. **Este déficit se deriva de las necesidades de financiación del gobierno y empresas públicas**, estimadas en torno al 9% del PIB en 2012.

La Inversión Directa Extranjera (IDE) se calcula en 2012 en torno a los 6.000 mill.\$ (3,5% del PIB), un nivel similar al de años anteriores. Aproximadamente un 70% proviene de la zona euro, si bien la mitad es de Chipre, que estaría siendo utilizado como paso intermedio desde otros países, en especial Rusia. La inversión en cartera no llegó al 1% del PIB. El resto se ha financiado a cargo de las reservas.

De hecho, **el nivel de reservas ha caído de forma preocupante desde 2010**, a causa de la defensa del tipo de cambio y de las necesidades de financiar el déficit corriente. Como ya se ha dicho, en 2012 han disminuido por unos 7.600 mill.\$, equivalente a un 4,5% del PIB. Para el 1 de junio de 2013, se sitúan en 24.541 mill. \$, lo que supone unos 2,9 meses de importaciones, y un 73% de la deuda externa a corto plazo. Para intentar moderar la caída de reservas se han aplicado medidas administrativas, como obligar a los exportadores a convertir en grivnas la mitad de los ingresos en divisas.

Reservas



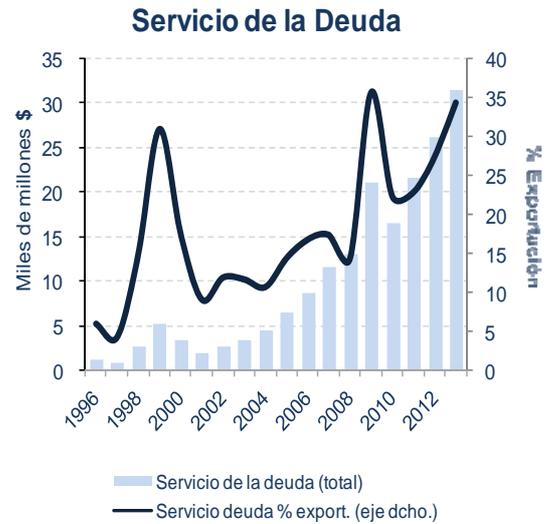
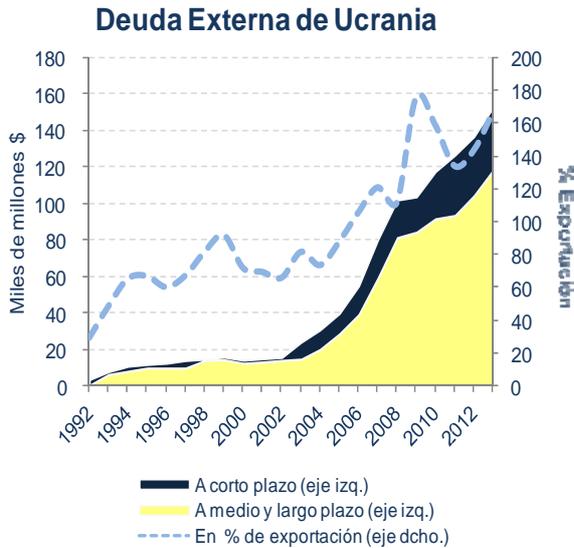
Fuente: IIF

DEUDA EXTERNA

- La deuda externa ha tendido al alza. Actualmente está en un nivel alto, pero aún manejable.
- El servicio de la deuda es elevado. En caso de devaluación, podrían aparecer problemas para asumir su peso.

El peso de la deuda externa se ha ido incrementando durante la última década, en especial entre 2008 y 2009, a raíz de la devaluación. Las cifras mejoraron en 2010 y 2011 pero, de nuevo, ha retornado la tendencia negativa a causa del crecimiento nulo y la ampliación de las necesidades de financiación externas. **En 2012 la deuda externa se situó en 136.448 mill. \$, equivalente al 79% del PIB, o 144% de las exportaciones.** Este nivel, con ser elevado, podría ser manejable, en especial si se logra el apoyo financiero del FMI, ya que la deuda a corto plazo solo supone un cuarto del total y el calendario de amortizaciones es relativamente favorable. No obstante, sin el apoyo del FMI, el manejo de la deuda se convertiría en una tarea más complicada dado el limitado acceso a los mercados financieros internacionales, la ausencia de crecimiento y los desequilibrios externos.



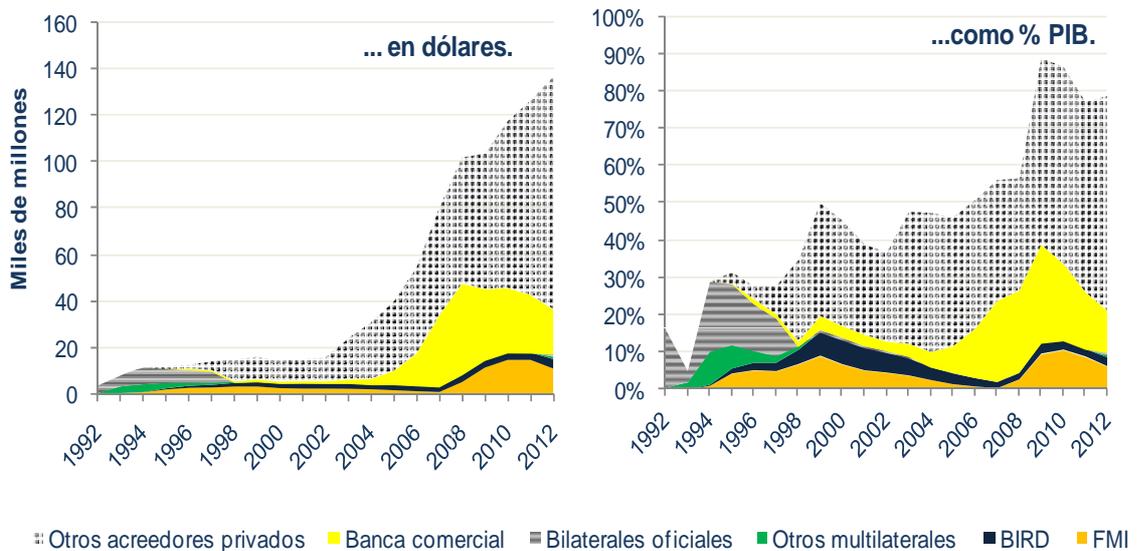


Fuente: IIF

Por acreedores, destacan los privados. En segundo lugar se encuentra la banca comercial, que ha ido reduciendo su presencia desde la crisis de 2009; su espacio ha sido ocupado por el FMI. Los demás acreedores bilaterales o multilaterales juegan un papel residual.

El peso del servicio de la deuda se ha incrementado gradualmente, con una mejora transitoria en 2010. En la actualidad, **el servicio de la deuda equivale al 34,4% de los ingresos exteriores corrientes**, o el 14% del PIB, un nivel bastante elevado que deja poco margen al alza. En caso de devaluación, no es descartable que su peso exceda la capacidad de pago de la economía.

Deuda Externa por Acreedores



Fuente: IIF