

INFORME RIESGO PAÍS

UCRANIA

Madrid: 17 de abril de 2018



Situación política complicada. La actual coalición de gobierno, en el poder desde mediados de 2016, intentará mantenerse unida para llegar con posibilidades a las elecciones legislativas y presidenciales que tendrán lugar a mediados de 2019. Sin embargo, los problemas que tiene por delante el gobierno del presidente Petro Poroshenko son muchos e importantes. Los avances en la lucha contra la elevada corrupción son casi nulos, lo que está dando lugar a protestas ciudadanas y está poniendo a prueba la paciencia de las IFIs. La rebelión en los territorios de Donetsk y Lugansk, ya en su cuarto año, lejos de estar resuelta, se ha convertido en un conflicto de baja intensidad con episodios puntuales de violencia armada y con crecientes derivaciones económicas. Otra cuestión, directamente relacionada con la anterior, es la mala relación con el gran vecino ruso, algo que no tiene visos de cambiar a medio plazo y que tiene también derivaciones en varios campos.

Política externa. Ucrania ratificó el pasado septiembre el Acuerdo de Asociación con la Unión Europea. La actual Administración estadounidense ha aprobado un acuerdo de venta de armas en el marco de la ley de apoyo a la libertad de Ucrania del año 2014.

Recuperación económica frenada por el “bloqueo del Donbass”. La imposibilidad de comerciar con los territorios rebeldes, decidida por el gobierno ucraniano en marzo de 2017, afectó negativamente al crecimiento económico en 2017, aunque su impacto ya está atenuado. Inflación en descenso pero todavía elevada.

Cuentas públicas. Pese a la moderación de los déficits públicos, la deuda pública sigue siendo muy elevada debido al rescate bancario emprendido en 2014.

Política económica. Cumplimiento irregular del acuerdo con el FMI en vigor; pese a ello, el FMI no ha interrumpido los pagos del todo. Clima de negocios complicado a causa de la elevada corrupción.

Balanza de Pagos. Recuperación de las exportaciones desde 2016, aunque las importaciones crecen a mayor ritmo. Déficits por cuenta corriente en aumento aunque muy inferiores a los registrados hace cinco años. Financiación holgada de los mismos en 2016 y 2017 y recuperación de las reservas de divisas.

Importante acumulación de vencimientos de deuda entre 2018 y 2022. El cumplimiento del programa con el FMI es vital para generar confianza y poder afrontar un complicadísimo calendario de amortizaciones en los próximos 5 años.

1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➔ 2018 es para Ucrania un año pre-electoral, ya que a mediados de 2019 el país celebrará elecciones parlamentarias y presidenciales. La actual coalición de gobierno intentará mantenerse unida para evitar elecciones anticipadas y poder llegar a los comicios con garantías de éxito. No obstante, los problemas que tiene que enfrentar, muchos de ellos heredados del pasado reciente, son muy importantes.
- ➔ Uno de estos problemas, es la endémica corrupción. Los progresos en la lucha contra esta lacra son desesperadamente lentos, lo que está provocando el hartazgo de los ciudadanos, traducido en manifestaciones y acampadas permanentes frente al parlamento, lo que introduce un elemento de tensión adicional en la vida política. También puede tener derivaciones económicas graves, ya que las IFIs condicionan los desembolsos de ayuda a la obtención de resultados tangibles en la materia.
- ➔ Desde el punto de vista estrictamente militar, el conflicto bélico en la región del Donbass (este de Ucrania) se encuentra “congelado”, aunque se producen violaciones esporádicas del alto el fuego establecido en el Protocolo de Minsk. Sin embargo, el 15 de marzo de 2017 el presidente Poroshenko impuso un bloqueo formal al comercio con los territorios “rebeldes” (Donetsk y Lugansk) que todavía sigue en vigor lo que, de hecho, ha introducido una deriva de carácter económico en el conflicto. A finales del año pasado, la actual Administración estadounidense accedió a suministrar armas a Ucrania, lo que podría provocar una escalada militar a medio plazo.
- ➔ Pésimas relaciones con Rusia, con varios frentes abiertos, todos ellos importantes.
- ➔ Ratificación del Acuerdo de Asociación con la Unión Europea en septiembre de 2017.

2018: AÑO PRE-ELECTORAL CON MUCHOS PROBLEMAS PENDIENTES

POBLACIÓN	40,05 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	2.310 \$
EXTENSIÓN	603.700 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Rep. Presidencial
CORRUPCIÓN	131/176
DOING BUSINESS	76/190

En 2019, Ucrania celebrará elecciones presidenciales y legislativas. En las primeras, previstas en principio para el mes de marzo, el presidente Petro Poroshenko intentará revalidar su mandato de cinco años. Poroshenko había sido el claro vencedor de las elecciones presidenciales anticipadas que tuvieron lugar en mayo de 2014, dos meses después de la llamada Revolución de la Dignidad o Euromaidán que provocó la destitución del entonces presidente, el pro-ruso Viktor Yanukóvich. En abril de 2016, accedió al cargo de Primer Ministro Volodimir Groysman, aliado de Poroshenko, y también desde esa fecha viene manteniéndose a trancas y barrancas la actual coalición de gobierno, integrada básicamente por dos partidos, el Bloque de Poroshenko y el Frente Popular. La coalición tiene intención de mantenerse unida hasta las próximas elecciones legislativas, previstas en principio para octubre de 2019 y, a tal fin, no vacilará en adoptar políticas de tinte populista para garantizarse el apoyo puntual de diputados de otros partidos, como el radical Samopomich o la formación que dirige Yulia Tymoshenko. Un ejemplo de estas políticas -que podrían exacerbarse conforme vaya acercándose la fecha de las elecciones- ha sido la duplicación, efectiva desde el uno de enero de 2017, del salario mínimo, que ha pasado de 56 a 113 \$.

El gobierno debe hacer frente a graves dificultades, muchas de ellas heredadas de años anteriores. La principal, pero no la única, es sin duda alguna la pervivencia del llamado conflicto del Donbass.

Dicho conflicto arrancó en abril de 2014 cuando en las provincias orientales de Donetsk y Lugansk -próximas a la frontera con Rusia y ambas con población mayoritariamente rusoparlante- se desataron sendas rebeliones internas contra el poder de Kiev, instigadas y apoyadas por paramilitares rusos. Dichas rebeliones, -que se produjeron apenas un mes después de la celebración del referéndum ilegal en Crimea por el que esta región pasó a manos rusas-, acabaron desembocando en la proclamación unilateral de las Repúblicas Populares de Donetsk y de Lugansk. Ucrania, como es lógico, no reconoció la independencia de esos dos territorios y se inició un conflicto bélico de baja intensidad que todavía pervive y que, en los cuatro años transcurridos, ha provocado ya unos 10.000 muertos, un buen número de desplazados, destrucción de infraestructuras y graves daños económicos. En estos momentos la situación se encuentra enquistada. Esporádicamente, se producen escaramuzas militares, intercambio de disparos de artillería y un lento goteo de víctimas mortales, sin que los intentos por poner fin al conflicto, concretamente los acuerdos conocidos como “Protocolos de Minsk”, hayan surtido el efecto deseado⁽¹⁾. Las posturas de ambos frentes siguen siendo irreconciliables. Rusia alega que no devolverá a Ucrania el control de sus fronteras hasta que la región del Donbass no goce de un nivel de autonomía acorde con sus demandas. Para Ucrania, esos dos territorios están “temporalmente ocupados por Rusia”, a quien considera Estado agresor, y no renuncia a su recuperación “manu militari”. Prueba de ello es que a finales de 2017 se hizo realidad un objetivo largamente acariciado en los últimos años por las autoridades ucranianas, al lograr que EEUU diera luz verde a la venta de “armas letales defensivas” a Ucrania⁽²⁾, algo a lo que la Administración Obama siempre se había opuesto, pese a existir desde el año 2014 una ley del Congreso que la ampara (la llamada Ukraine Freedom Support Act).



Fuente: Economist.com

- (1) 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”, Francia y Alemania, contemplan básicamente un alto el fuego, intercambio de prisioneros sin condiciones previas, la retirada de la artillería de las zonas con población civil, la apertura de corredores para refugiados y la 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.
- (2) Incluyendo misiles anti-tanque Javelin. El coste total de las armas se estima en 45,5 mill.\$.

El 15 de marzo de 2017, el presidente Poroshenko prohibió formalmente el comercio -en un sentido y en otro- con las dos “repúblicas populares”. Con esta decisión, en realidad, estaba dando “marchamo oficial” a un bloqueo que llevaban aplicando desde enero de 2017 -mediante cortes en las vías férreas y carreteras- veteranos ucranianos de guerra y simpatizantes de grupos ultraderechistas. Se da la circunstancia de que, a pesar de las escaramuzas militares subsiguientes a la proclamación de las “repúblicas populares”, el comercio entre éstas y el resto de Ucrania nunca se había visto interrumpido, desarrollándose casi con total normalidad a pesar de la guerra. Por esa razón, la institucionalización del bloqueo llevada a cabo por el jefe del Estado debe interpretarse como una cesión ante los grupúsculos de extrema derecha y los movimientos populistas, para evitar ser tratado de débil. Puede decirse, pues, que, con el llamado “bloqueo del Donbass”, la guerra económica ha tomado la delantera, al menos temporalmente, al conflicto armado propiamente dicho. Un año después de su aplicación, el balance del bloqueo no puede calificarse de bueno. Aparte del perjuicio económico para el conjunto del país, que más adelante será analizado, se corre el riesgo, de que la medida empuje todavía más a las dos “repúblicas independientes” hacia Rusia, fortaleciendo sus lazos de unión frente al resto de Ucrania.

Otro problema pendiente es el de la elevadísima corrupción. En el Índice de Percepción de la Corrupción, elaborado por Transparencia Internacional, Ucrania ocupa el puesto 131 sobre 176 países, igual que Rusia, pero peor clasificada que Bielorrusia (79) e, incluso, que Moldavia (123). La corrupción está muy extendida, incluso entre miembros del propio gobierno, por lo que cualquier intento por atajarla siempre se enfrenta a grandes resistencias, lo que hace que las medidas aplicadas sean siempre parcheadas y poco efectivas. El FMI, con quien Ucrania tiene un acuerdo del tipo EFF en vigor, exige a las autoridades ucranianas la creación de un tribunal anti-corrupción plenamente independiente, siendo ésta una de las cuestiones a cuyo cumplimiento se condiciona el desembolso de ulteriores tramos de financiación. Sin embargo, las autoridades no han sido aún capaces de dar respuesta a esta petición. La corrupción, aparte de afectar negativamente a la popularidad de Poroshenko, está provocando un creciente malestar social, que se escenificó el otoño pasado con acampadas de manifestantes frente al edificio de la Rada (parlamento). Muchos de los manifestantes eran veteranos de las campañas de 2014 y 2015 y, a ojos de muchos ucranianos, ese ambiente de indignación ciudadana guardaba un cierto paralelismo con el clima de efervescencia que, hace cuatro años, desembocó en la Revolución de la Dignidad. Según la fiscalía, las manifestaciones fueron en realidad promovidas y financiadas por el expresidente Yanukóvich. Los incidentes finalizaron una vez que fue expulsado del país el antiguo presidente georgiano y exgobernador de Odessa Mijail Saakashvili, que también estaba implicado.

Otra cuestión que no tiene ningún viso de resolverse en un sentido positivo hace referencia a la pésima relación bilateral con Rusia, el gran vecino oriental. Obviamente, la anexión de Crimea y los intentos rusos por desestabilizar la región del Donbass protagonizan el desencuentro entre los dos grandes países eslavos. Sin embargo, Rusia y Ucrania están en estos momentos enfrentados por un contencioso gasístico y por una reclamación de deuda, encontrándose ésta última cuestión en estos momentos pendiente del fallo de un tribunal británico. Ambos asuntos serán tratados más adelante.

La relación bilateral con los EEUU atraviesa por un momento aceptable, algo que parecía difícil de prever cuando, durante la campaña electoral, Donald Trump afirmó que los habitantes de Crimea tenían más que ganar siendo rusos que ucranianos. Sin embargo, en su primer año como presidente, la actual Administración estadounidense ha mantenido una línea de continuidad en su política para con Ucrania e, incluso, puede decirse que ha ido más lejos, al menos en lo que al

suministro de armamento se refiere, tal y como ya ha quedado indicado, lo que, posiblemente, refleja que Ucrania se está beneficiando indirectamente del hecho de que Rusia haya pasado a convertirse en una de las principales amenazas a la seguridad nacional estadounidense.

Ucrania ratificó el pasado septiembre el acuerdo de asociación con la UE, lo que, además de permitir a sus exportaciones un acceso más fácil al mercado comunitario, garantiza a los ciudadanos ucranianos la posibilidad de viajar por los países de la Unión sin necesidad de visado.

2. SITUACIÓN ECONÓMICA

- ➔ País de renta media-baja, con importantes sectores primario e industrial, enfocados al exterior.
- ➔ La cuestión del gas enfrenta recurrentemente a Ucrania con su gran vecino. Ucrania podría en no muchos años dejar de ser país de tránsito del gas ruso hacia Europa, perdiendo sustanciosos ingresos.
- ➔ La recuperación económica iniciada en 2016 se frenó en 2017 a causa de los efectos negativos derivados del “bloqueo del Donbass”. Inflación a la baja aunque todavía elevada. El banco central eleva en cuatro ocasiones los tipos de interés desde septiembre de 2017.

ESTRUCTURA ECONÓMICA

PIB	112.000 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	2,5%
INFLACIÓN	13,7%
SALDO FISCAL	-2,7%
SALDO POR C/C	-1,9%

Datos a 2017 (IIF)

La fortísima contracción económica sufrida por Ucrania en los años 2014 y 2015, con una caída acumulada del PIB del 16,4%, hizo que el PIB nominal ucraniano pasase de 183.000 mill.\$ en 2013 a situarse claramente por debajo de los 100.000 mill.\$ en 2016. A pesar de ello, la ucraniana sigue siendo, tras la de Rusia, la economía de mayor tamaño de todos los países de la Comunidad de Estados Independientes (CEI). El efecto combinado de un retroceso del PIB tan drástico y de una devaluación de la grivna de casi un 70% originó una caída igualmente drástica del PIB per cápita. En 2016 la renta per cápita de Ucrania, de 2.310 \$ y propia de un país de renta media-baja, era muy inferior a la de Rusia y Bielorrusia y casi similar a la moldava (2.120 \$). Ucrania, además, se caracteriza por una fuerte desigualdad en la distribución de la renta entre el campo y la ciudad, sin olvidar la existencia una clase social, la conocida como "oligarquía", que concentra la mayor parte de la riqueza del país. Según estimaciones del KyivPost con datos de Forbes, el patrimonio de las 100 personas más ricas del país (0,0002% de la población) equivale al 24% del PIB.

La transición económica de Ucrania tras la disolución de la antigua URSS ha sido muy lenta, con reformas estructurales poco decididas en cuanto a la liberalización de los mercados, en la privatización de activos estatales y en la construcción de instituciones y del marco legal apropiado para una economía moderna de mercado.

Por sectores de actividad, el sector primario supone en torno al 11,3% del PIB y en él destaca la agricultura. El 56% de la extensión total del país es tierra de cultivo de la variedad “chernozem”, o suelo negro, de excelente calidad. Gracias a ello, Ucrania 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. Paradójicamente, sin embargo, los rendimientos por hectárea se cuentan entre los más bajos de Europa (menos de la mitad que en Alemania y también inferiores a los de otros países del Este, como Polonia o Rumanía), algo que el Banco Mundial y el FMI achacan a las disfuncionalidades de la vigente ley agraria. Esta última, aprobada en 2001, prohíbe a las empresas agrícolas comprar tierra cultivable y a los pequeños propietarios de los lotes de tierra (de unos cuatro acres, 1,6 Ha en promedio) venderlos, estando autorizados únicamente a arrendarlos por periodos de 3 a 5 años, como máximo⁽³⁾. Al no poder comprar los terrenos que cultivan, las empresas carecen de incentivos para realizar inversiones (en fertilizantes, maquinaria) que permitan incrementos en la productividad. Las IFIs llevan años reclamando una reforma de la ley agraria que permita a los propietarios vender sus lotes y a las empresas agrícolas comprarlos y, de hecho, el FMI, entre otras demandas, condiciona el pago del quinto desembolso del acuerdo EFF firmado con Ucrania a que las autoridades modifiquen la ley agraria. Sin embargo, la cuestión es políticamente muy sensible ya que se teme -un temor alentado por los partidos de signo populista- que, si se permite la compra venta de tierras, éstas pasen al poder de oligarcas o de multinacionales extranjeras. Por esa razón, el parlamento aprobó el pasado 7 de diciembre una moratoria de un año a la compra-venta de tierras cultivables; por lo que, como mínimo y en el mejor de los casos, la actual ley se mantendrá en sus actuales términos hasta el 1 de enero de 2019.

El sector industrial, dominado por la industria siderúrgica y la química, ha perdido peso en favor de los servicios y hoy representa en torno al 22,3% del PIB. Ambos sectores adolecen de obsolescencia tecnológica y son poco eficientes en lo que al consumo de energía se refiere, todo lo cual hace que la productividad sea baja. El sector siderúrgico es, además, muy vulnerable a la evolución internacional del precio del acero. A todas estas vulnerabilidades hay que añadir los efectos perniciosos derivados del ya citado “bloqueo del Donbass”, vigente desde principios de 2017 y oficializado por el gobierno desde el 15 de marzo del año pasado. Como consecuencia del bloqueo, la hulla producida en los yacimientos situados en el Donbass no puede ya ser transportada por tren a las centrales situadas en Ucrania occidental, lo que ha afectado al suministro de electricidad, tanto a la población, como a las fábricas. En sentido inverso, el bloqueo está también impidiendo el transporte de mineral de hierro y de coque producidos en el oeste hacia las centrales siderúrgicas situadas en las zonas rebeldes. En 2016, antes del bloqueo, Ucrania fue el 10º productor mundial de acero, con 24,2 millones de toneladas. Aunque no hay datos para 2017, se estima que, a causa de la disrupción del comercio entre Ucrania occidental y los territorios rebeldes, la producción de acero puede haber caído.

El sector servicios contribuye en un 65,7% al PIB, destacando comercio, transporte y comunicaciones. No obstante, las deficientes infraestructuras, en la que apenas se ha invertido, limitan las posibilidades del país para beneficiarse de su privilegiada condición estratégica de país

(3) En 1991, tras la desintegración de la URSS y la posterior independencia de Ucrania, las autoridades repartieron entre los ciudadanos un total de 166.000 kilómetros (una superficie casi igual a la de Florida) de tierras cultivables, a razón de lotes de una extensión de 4 acres en promedio. Los propietarios de esos lotes pueden cultivarlos o alquilarlos, obteniendo, en este último caso un media de 190 \$ al año o su equivalente en especies (cereales, azúcar u otras “commodities”).

de tránsito. Además, muchas infraestructuras del este del país, en las regiones de Donetsk y Lugansk, se han visto dañadas o destruidas debido al conflicto armado⁽⁴⁾.

Mención aparte merece **la cuestión del gas**. Ucrania, gracias a su privilegiada posición geográfica, es el principal país de tránsito energético en Europa. En el año 2000 nada menos que el 90% del gas ruso con destino a la UE pasaba por la extensa red de gasoductos ucranianos. El último acuerdo de tránsito entre Rusia y Ucrania se firmó en 2009 para los siguientes diez años, por lo que expirará en 2019. En el mismo, la tarifa de tránsito que Gazprom debía de pagar a Naftogaz (la compañía pública ucraniana) quedó fijada en 3 \$ por cada 1.000 metros cúbico de gas transportado. Se trata de un precio bajo. Por esa razón, y dentro del clima de malas relaciones con Rusia, el gobierno de Kiev, de manera unilateral, decidió en 2016 subir la tarifa a 8 \$ por metro cúbico, lo que no fue aceptado por Rusia, que siguió pagando la tarifa inicial. El volumen de gas ruso transportado a través de los gasoductos ucranianos en 2017 fue de 93.400 millones de metros cúbicos, un 13% más que en 2016 y la cantidad más elevada en 8 años. Sin embargo, cuando en 2019 expire el contrato de tránsito actualmente en vigor, Rusia tiene intención de reducir el gas transportado a través de Ucrania a apenas 15.000 millones de metros cúbicos, lo que para Kiev se traducirá en una importantísima merma de ingresos por este concepto (en los 9 primeros meses de 2017, estos ingresos ascendieron a unos 930 mill.\$, equivalentes a un 0,9% del PIB). Rusia, de hecho, pretende en un futuro no muy lejano “puentear” literalmente a Ucrania a través de rutas alternativas para hacer llegar el gas a la UE sin pasar por los gasoductos ucranianos. Las rutas alternativas que Rusia baraja son las siguientes:

- ➔ Rutas por el norte: Nord Stream 1, ya terminada, y Nord Stream 2, ambas por debajo del Báltico. Teóricamente, la segunda, que cuenta con el apoyo de Alemania, debería de estar finalizada a finales del año 2019. Sin embargo, se oponen a ella algunos países de la UE así como varios del Este de Europa (Polonia, Eslovaquia, Lituania, Letonia y Estonia). Otro obstáculo potencial -y nada desdeñable- a la construcción de Nord Stream 2 radica en la posibilidad de que las compañías europeas que colaboran con las rusas en su construcción se arriesgan a ser sancionadas por la Administración estadounidense, en base a la Countering America's Adversaries Through Sanctions Act, una ley que el actual presidente de los EEUU ratificó el pasado mes de agosto⁽⁵⁾.
- ➔ Ruta por el sur: la llamada TurkStream Pipeline, que iría por debajo del mar Negro.

(4) Un ejemplo paradigmático es la total destrucción del aeropuerto de Donetsk, que había sido reconstruido y modernizado para la Eurocopa de 2012.

(5) La citada ley contempla también sancionar a las compañías que trabajen en la construcción de oleoductos o gasoductos. Recientemente un grupo de 39 senadores estadounidenses han pedido al presidente de su país que bloquee el proyecto Nord Stream II.



Fuente: Gazprom y Strategic Culture Foundation

Hasta tal punto las autoridades ucranianas empiezan a estar alarmadas ante la perspectiva de estas rutas alternativas que, tragándose el orgullo, han ofrecido a Moscú un recorte de las tarifas de tránsito a partir de 2019, es decir, una vez que expire el actual contrato tarifario. Sin embargo, es improbable que Rusia se vuelva atrás en su decisión de buscar rutas alternativas, por lo que un acuerdo con Kiev en este punto será, en el mejor de los casos, una solución a medio plazo. Todo ello pone de relieve el nivel de dependencia de Kiev respecto de su poderoso vecino y deja patente que esta fuente de ingresos va a verse muy mermada en un plazo breve.

Aparte de país de tránsito, Ucrania ha sido también consumidora de gas ruso. En 2009 ambos países firmaron un contrato de suministro a diez años, en paralelo al ya citado contrato de tránsito y, en 2013, es decir, un año antes de los sucesos de 2014, Gazprom llegó a suministrar la práctica totalidad del gas consumido ese año (33.000 millones de metros cúbicos) por Ucrania. No obstante, Kiev siempre se quejó de que las tarifas aplicadas por Rusia en el contrato de compra de gas eran muy onerosas. En parte por esa razón y en parte debido al deterioro de las relaciones con su vecino, Ucrania dejó de importar gas ruso en noviembre de 2015, comprándolo en su lugar a distintos países de la UE. Dicho gas -que en realidad es gas ruso re-exportado por los países europeos- se envía a Ucrania a través de su propia red de gasoductos, pero en “sentido inverso”.

En junio de 2014, los dos países eslavos se demandaron mutuamente ante instancias internacionales, -concretamente ante el Instituto de Arbitraje de la Cámara de Comercio de Estocolmo (SCC)- tanto por la cuestión de los precios del gas comprado por Ucrania, como por la de los peajes del paso por Ucrania de gas ruso en dirección a Europa. Tras los fallos del SCC -el último de los cuales se produjo a finales del pasado febrero-, y sin entrar en más detalles, puede decirse que la cuestión ha quedado en tablas:

- ➔ Moscú ha ganado el contencioso acerca de los precios del gas vendido a Ucrania, lo que obliga a Naftogaz a pagar a Gazprom unos 2.000 mill.\$.
- ➔ Kiev ha ganado el contencioso acerca de los peajes. El laudo, hecho público el pasado 28 de febrero, obliga a Gazprom a pagar a Naftogaz unos 4.600 mill.\$ por no haber respetado los volúmenes de gas en tránsito acordados. La cantidad neta a percibir por Ucrania, una vez

compensados los 2.000 mill.\$ del fallo anterior, quedaría en unos 2.600 mill.\$. Las autoridades ucranianas consideraron el fallo como una auténtica victoria. Rusia (Gazprom), en cambio, no ha acogido el laudo con deportividad y además de negarse a pagar los 2.600 mill.\$, interrumpió a principios de marzo el suministro a Ucrania, dando lugar a una nueva “guerra del gas” entre los dos países. Ucrania está recurriendo a sus reservas y, se supone, a importaciones procedentes de los países de Europa occidental, aunque sobre este extremo la información es muy escasa.

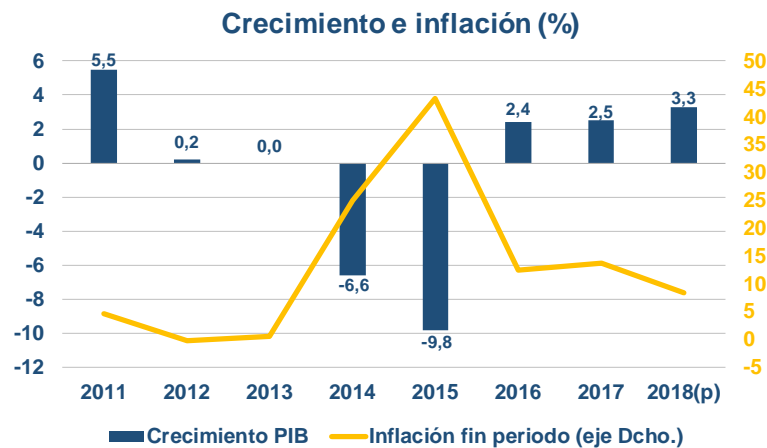
COYUNTURA ECONÓMICA

Tras desplomarse casi un 7% en 2014 y un 10% en 2015, en 2016 el PIB registró una tasa de crecimiento positiva, del 2,4% en términos reales, el mejor resultado desde 2011, aunque fuera claramente insuficiente para un país que venía de registrar una contracción acumulada de casi un 17% en los dos ejercicios anteriores.

En 2017, el crecimiento se ralentizó considerablemente en la primera mitad del año, debido sobre todo al “bloqueo del Donbass”, que afectó negativamente a la producción de acero. La de cereales, por su parte, se vio perjudicada por unas adversas condiciones climáticas que retrasaron el inicio de la cosecha. El ritmo de crecimiento se recuperó en los meses finales del año, y finalmente fue del 2,5%, similar al del ejercicio anterior. El principal motor del crecimiento fue el consumo privado, impulsado por las importantes subidas salariales, concretamente del salario mínimo que, como ya se ha indicado, se dobló. Esto contribuyó a alimentar la inflación, que terminó el año en el 14%, 1,6 puntos porcentuales por encima de la del año 2016, y muy por encima del objetivo del banco central para 2017 (8% \pm 2%). El repunte de la inflación llevó al banco central a cambiar el signo de la política monetaria, iniciando el pasado 27 de octubre un ciclo de subidas del tipo de interés de referencia, con dos incrementos en 2017 (el 27 de octubre y el 15 de diciembre y, otras dos más ya en 2018 (el 25 de enero y el 1 de marzo, respectivamente).

En el aumento de la inflación influyó también la volatilidad de la grivna, la moneda local, que, tras mantenerse relativamente estable entre enero y septiembre, se depreció en un 5% frente al dólar a partir de octubre, ante el retraso en el pago por parte del FMI del desembolso previsto para final de año, cuestión ésta a la que más adelante se hará referencia. A raíz de los disturbios de mediados de 2014, el banco central, incapaz de seguir afrontando el enorme coste en divisas derivado de sostener el tipo de cambio fijo de la grivna con el dólar (fijado en 8 h/1 \$), siguió las recomendaciones del FMI y dejó flotar la moneda, lo que se tradujo en una fortísima depreciación de la misma en 2015, superior al 60%.

Para 2018 se prevé que el crecimiento supere el 3% en términos reales. De nuevo el principal motor está siendo el consumo doméstico (el gobierno piensa elevar en un 15% el salario mínimo). Además, el sector industrial, está poco a poco superando los efectos negativos del “bloqueo de Donbass”. El banco central ha vuelto a establecer un ambicioso objetivo de inflación para el conjunto del año (del 6,5% \pm 2%). Sin embargo, lo más probable es que no se cumpla y que la inflación se acabe el año en torno al 10%, ya que juegan en su contra factores como el alza del precio de las materias primas, especialmente del petróleo; la fortaleza del consumo privado y, también, la posibilidad de una nueva depreciación de la grivna si se recrudeciera el conflicto en el este o si se produjesen nuevos retrasos en los desembolsos del FMI.



Fuente: Institute of International Finance (IIF)

3. FINANZAS PÚBLICAS

- Déficits públicos moderados a partir de 2015.
- La deuda pública se sitúa cerca del 80% del PIB, excesiva para un país emergente con dificultad de acceso a los mercados internacionales. Deuda denominada en moneda extranjera con elevado riesgo ante depreciaciones de la divisa.

Después de superar holgadamente el 4% del PIB durante varios ejercicios consecutivos (entre 2012 y 2014), los déficits públicos se han ido moderando en los años siguientes. El relativo a 2017 equivalió al 2,7% del PIB y fue cinco décimas superior al de 2016.

La contención del déficit en niveles manejables ha sido posible gracias, sobre todo, a la recuperación de los ingresos públicos, que entre 2014 y 2017 se han incrementado en casi 5 puntos del PIB, situándose en el 34,5% de dicha magnitud. De acuerdo con el FMI, 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 una serie de productos (alcohol y tabaco, básicamente). Otro aspecto que ha contribuido a la mejora de las cuentas públicas es la eliminación del déficit de Naftogaz, que en 2015 llegó a equivaler a un 1% del PIB.

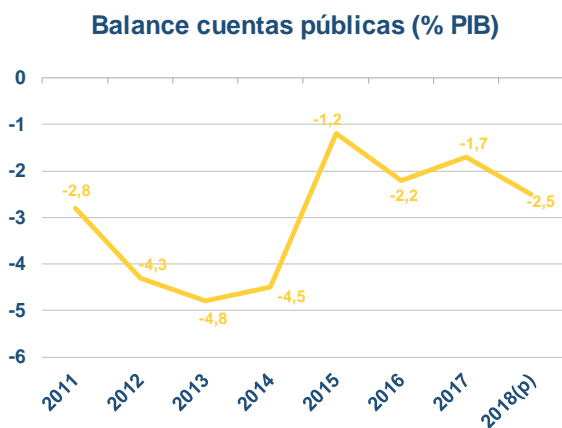
No obstante, el gasto público es elevado. Los subsidios a la energía, aunque se han reducido algo, siguen representando en torno a un 7-8% del PIB, debido a que el precio interno del gas sigue siendo todavía bastante inferior a su precio de importación. Como más adelante se comentará, uno de los requisitos del FMI para reanudar los desembolsos de la financiación asociada al programa EFF es que se introduzcan cambios en la fórmula que ajusta el precio interno del gas al del mercado internacional, para hacerla más efectiva. Sin embargo, se trata de una medida impopular y es poco probable que el ejecutivo la aplique cuando queda relativamente poco tiempo para las próximas elecciones.

Otra partida de gasto muy onerosa son las pensiones, una cuestión enormemente sensible en un país con una población en descenso y muy envejecida a causa de la baja natalidad y la emigración. En 2016, el gasto en pensiones equivalió al 11% del PIB, un porcentaje superior a la media europea. El pasado mes de octubre el gobierno aprobó una reforma del sistema de pensiones, que no satisfizo las expectativas del FMI, ya que se limitó a aumentar el periodo retributivo a 35 años, pero sin rebajar la edad de jubilación como venía reclamando la IFI. De hecho, era más que dudoso que las autoridades fuesen a asumir el coste político de una medida tan impopular a poco más de un año de las elecciones. Así pues, la edad de jubilación, de 58 años para las mujeres y de 60 años para los hombres, sigue siendo en Ucrania más baja que en el promedio de países de la Europa occidental.

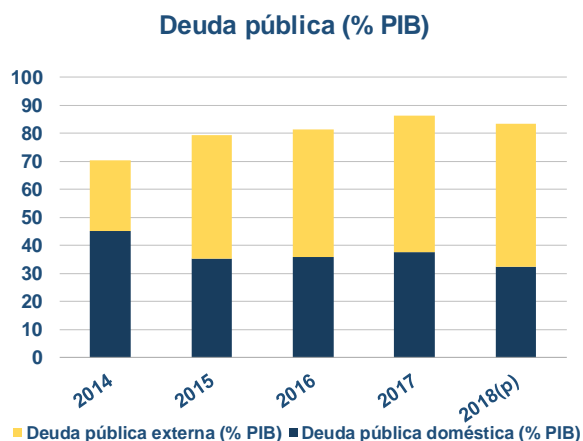
Como ya se ha indicado, el déficit público en 2017 fue del 2,7% del PIB. Debe señalarse, no obstante, que los costes de nacionalizar Privatbank, -el principal banco privado por activos-, estimados en un 5,5% del PIB, no se incluyen en dicha cifra. 2018 es año pre-electoral, por lo que se prevé un aumento del gasto público. De hecho, el gobierno ya anunció a finales de 2017 su intención de subir el salario de los funcionarios en un 15%.

Todavía en 2013 la deuda pública era inferior al 50% del PIB. Tres años después, a causa de la reestructuración bancaria y de la depreciación de la grivna, había aumentado hasta el 80% del PIB. Gracias al crecimiento de los dos últimos años, la deuda se ha reducido en términos relativos hasta el 74% del PIB, que sigue siendo un nivel muy elevado para una economía emergente. Además, un porcentaje alto de la misma, en torno al 56%, está denominada en divisas. Las autoridades ucranianas se han propuesto reducir la deuda pública por debajo del 70% del PIB en 2021.

El FMI, en su último DSA recogido en el **Artículo IV del 4 de abril de 2017**, señala que el nivel de endeudamiento es sostenible, aunque advierte que esa sostenibilidad está sujeta a grandes riesgos, concretamente una caída del crecimiento económico y en la confianza de los agentes externos -por, por ejemplo, una reavivación del conflicto bélico en el este del país, o por una ruptura del acuerdo con el FMI que provoque un descarrilamiento del ajuste fiscal, especialmente conforme vayan acercándose la fecha de las elecciones. Todo ello podría traducirse en una fuerte depreciación de la grivna, lo que provocaría un encarecimiento del servicio de la deuda pública, dado el alto porcentaje de la misma que está denominada en divisas.



Fuente: IIF



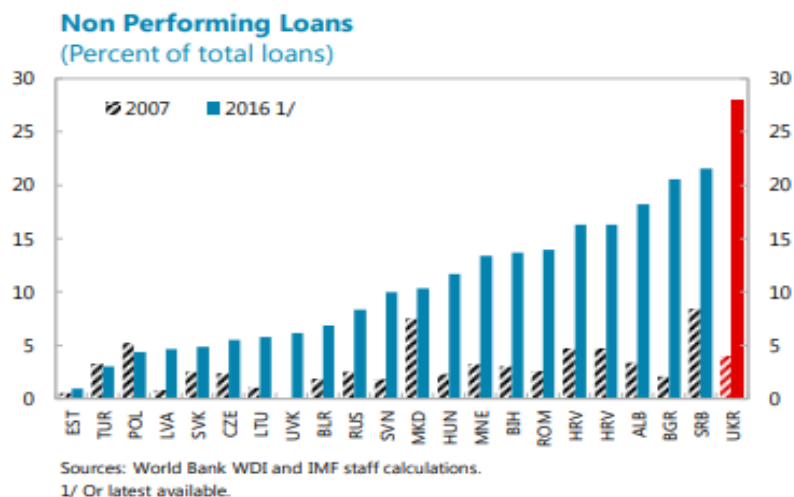
Fuente: OCDE

RESCATE DEL SECTOR BANCARIO

A finales de 2014, el banco central llevó a cabo, con el visto bueno del FMI, un proceso de intervención, depuración y liquidación de bancos, de resultados del cual el número de entidades pasó de 163 a 90. El último episodio de dicho proceso tuvo lugar en diciembre del año 2016 con la nacionalización de Privatbank, que entonces era el mayor banco privado con más del 33% de los depósitos y una quinta parte de los activos totales del sector. El coste total de este proceso de reflotación y reestructuración bancaria equivalió a un 11,5% del PIB (porcentaje que también engloba el coste de la recapitalización y nacionalización de Privatbank que, como ya se ha indicado, equivalió a un 5,5% del PIB). La decisión de nacionalizar Privatbank se debió que, de resultados de una serie de préstamos arriesgados, dirigidos además a empresas de algunos de los principales accionistas, el banco arrastraba un déficit de capitalización de más de 5.500 mill.\$.

Dado el tamaño de la entidad, ante la posibilidad de que su caída provocase una crisis sistémica en el sector, se optó por recapitalizarlo y nacionalizarlo. Como consecuencia, en estos momentos la parte del sector bancario en manos públicas se ha situado en el 52%, frente a un 32% antes de la nacionalización de Privatbank.

El sector bancario está poco a poco recuperándose y se estima que una mayoría de las entidades (70 de las 90 existentes) son ya rentables. El crédito bancario, especialmente los préstamos al consumo, va en aumento, y lo mismo ocurre con los depósitos. El punto débil del sector es el elevadísimo porcentaje de créditos de mala calidad que, tras la nacionalización de Privatbank, se sitúa en un 57% de los activos totales del sector. Además, un 13% de los activos de dudoso cobro no están provisionados.



Fuente: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional

4. POLÍTICA ECONÓMICA Y CLIMA DE NEGOCIOS

- ➔ A pesar de que en los últimos tres años Ucrania ha mejorado algunos puestos en el Índice Doing Business del Banco Mundial, el entorno de negocios sigue siendo complicado.
- ➔ Ucrania y el FMI tienen en vigor un acuerdo del tipo EFF. El cumplimiento por parte de Ucrania de las condiciones asociadas al mismo ha sido irregular y, como consecuencia, también ha sido irregular el desembolso de la financiación. El próximo tramo debería producirse en abril o mayo de 2018, sin embargo, su llegada no puede darse totalmente por segura.
- ➔ Después de varios años sin hacerlo, Ucrania ha comenzado a acudir a los mercados de capitales con cierto éxito, lo que plantea el riesgo de que utilice esta vía para financiarse, abandonando el cumplimiento del programa del FMI, especialmente conforme vaya acercándose la fecha de las elecciones.
- ➔ Mala clasificación por parte de las principales Agencias de Calificación.

En el Índice Doing Business elaborado por el Banco Mundial correspondiente a 2018, Ucrania aparece clasificada en el puesto 76 sobre un total de 190 países, lo que supone una mejora apreciable respecto de años anteriores. Ucrania ha mejorado en cuestiones como la reducción de las tarifas para el otorgamiento de permisos de construcción, en la protección de los inversores minoritarios o en la simplificación de los trámites burocráticos para pagar impuestos. Sin embargo, sigue puntuando muy mal en cuestiones como “conseguir alta en electricidad”, “observancia de los contratos” o “resolución de insolvencias”. Los derechos de propiedad no están bien protegidos, en buena medida por la escasa independencia del poder judicial, lo que se traduce en desconfianza de los inversores, tanto residentes como no residentes.

No es de extrañar pues, que, a pesar de la mejora en el “score” en el Índice Doing Business en los tres últimos años, Ucrania aparezca en la actualidad peor clasificada en el mismo que prácticamente todos sus vecinos y que un buen número adicional de repúblicas ex soviéticas⁽⁶⁾.

Las IFIs, la Unión Europea y gobiernos de países donantes, como el de los EEUU, son habitualmente muy críticos con la alta corrupción existente y condicionan su respaldo financiero a que las autoridades se comprometan a combatirla seriamente. Más concretamente, se exige de Ucrania la creación de una agencia realmente independiente que se ocupe de esos menesteres. En estos momentos, lo más parecido a lo que demandan las IFIs es el NABU (National Anticorruption Bureau), cuya labor choca casi siempre con fuertes resistencias por parte de los dirigentes y de los oligarcas, especialmente cuando en los casos que saca a la luz están implicados miembros del ejecutivo o sus familiares⁽⁷⁾. Aunque el presidente Poroshenko era contrario inicialmente a la creación de un organismo anti-corrupción independiente, el asunto está en estos momentos siendo debatido en la Rada, debido a la presión del FMI y del Banco Mundial.

(6) Así, por ejemplo, en el Índice Doing Business de 2018, Ucrania está peor clasificada que Rusia (35/190), Bielorrusia (38) e, incluso, Moldavia (44).

(7) Recientemente, el NABU investigó un caso de corrupción en el que estaba involucrado el hijo del poderoso ministro del Interior, Arsen Avakov, en lo que se conoce como el “Avakov-gate”. Dado que Avakov hace sombra a Poroshenko por el poder, se especula con que éste último podría haber “instruido” al NABU para que actúe contra su rival.

Como ya se ha señalado repetidas veces, Ucrania y el FMI concluyeron en marzo de 2015 un acuerdo del tipo EFF (Extended Fund Facility) a cuatro años, que expirará el próximo 10 de marzo de 2019. Conforme al mismo, se prevén unos desembolsos totales de 17.500 mill.\$ divididos en varios tramos, condicionados al cumplimiento de varios requisitos. El grado de cumplimiento de Ucrania ha sido entre irregular y malo. A pesar de ello, el FMI, consciente de la complicadísima coyuntura por la que atravesaba el país, dio desde el principio muestras de indulgencia y, aunque ha retrasado varias veces los desembolsos, no los ha interrumpido. De hecho, Ucrania ha recibido ya cuatro plazos por un total de 8.900 mill.\$, el último en abril de 2017, con casi siete meses de retraso. El quinto tramo, de unos 1.900 mill.\$, debía teóricamente haberse recibido en septiembre del año pasado, pero el FMI todavía no la ha desembolsado por la falta de progresos en muchos de los temas pendientes, como la reforma de las pensiones, la reforma agraria o la revisión del mecanismo de ajuste de los precios domésticos del gas, ya citados. A todas aquellas exigencias hay que añadir dos más:

- ➔ El nombramiento de un nuevo Gobernador del banco central tras la dimisión, en mayo de 2017, de Valeria Gontaryeva, reputada por su independencia y avalada por su buena gestión de la reestructuración bancaria iniciada hace cuatro años y, más recientemente, de la nacionalización del Privatbank. Aparentemente, Gontaryeva dimitió al no sentirse muy respaldada por el gobierno. El FMI insiste en que el nuevo gobernador(a) debe ser capaz de salvaguardar la independencia de la institución. El pasado 15 de marzo, el parlamento aprobó por fin el nombramiento de un nuevo gobernador en la persona de Yakiv Smoliy, un tecnócrata con experiencia en banca y defensor (al menos en teoría) de la aplicación de las reformas que reclaman las IFIs. De todos modos, desde el pasado mes de octubre el banco central ha dado muestras de cierta independencia de criterio al elevar en cuatro ocasiones el precio del dinero, como ya se ha indicado.
- ➔ Impulsar las privatizaciones, especialmente de los bancos nacionalizados. Este es un tema sensible para el gobierno por temor a un aumento del desempleo y, quizá, a un estallido social y todavía no se ha aprobado una ley de privatizaciones. Por esa razón, no cabe esperar avances sustanciales, especialmente conforme vayan acercándose las próximas elecciones.

Las autoridades confían en que el FMI hará efectivo el quinto desembolso muy próximamente (se habla de abril o mayo). Pero por si acaso, el pasado mes de septiembre Ucrania retornó a los mercados financieros con una emisión de Eurobonos, la primera desde 2013. Tanto su importe -3.000 mill.\$-, como su plazo -15 años- fueron los mayores jamás alcanzados por una emisión ucraniana. La emisión tuvo una buena acogida entre los inversores, gracias a su elevada rentabilidad anual (7,375%). Las autoridades tienen previsto volver a acudir a los mercados a lo largo de 2018 para tratar de captar unos 2.000-3.000 mill.\$ adicionales. Aunque la posibilidad de obtener financiación en los mercados es una noticia positiva, existe el riesgo de que Ucrania opte por financiarse exclusivamente a través de emisiones de bonos, abandonando el acuerdo con el FMI, lo que lanzaría una señal enormemente negativa a los mercados. Hay que tener en cuenta que si la emisión de bonos del pasado septiembre registró una buena acogida fue sobre todo porque los inversores se sentían seguros por la existencia de un acuerdo en vigor entre el gobierno de Ucrania y el FMI. Conviene además recordar que la calificación crediticia otorgada a Ucrania por las principales agencias de calificación sigue siendo muy negativa, a pesar de que Moody's mejoró en agosto de 2017 el rating del país de Caa3 a Caa2.



	Moody's	S&P	Fitch
UCRANIA	Caa2	B-	B-
Bielorrusia	B3	B	B
Rusia	Ba1	BBB-	BBB-
Bulgaria	Baa2	BBB-	BBB
Armenia	B1	--	B+

5. SECTOR EXTERIOR

- ➔ Comercio concentrado en un número reducido de productos y destinos.
- ➔ Fuerte caída de las exportaciones y de las importaciones desde 2014. Sin embargo, a partir de 2016 el crecimiento de las importaciones ha sido ligeramente mayor, dando lugar a un aumento del déficit por cuenta corriente (1,9% del PIB en 2017).
- ➔ Fortalecimiento del nivel de reservas de divisas, que triplican las de hace cuatro años.

El grado de apertura de la economía ucraniana es elevado, aproximadamente del 80%. Sin embargo, el comercio se concentra en un número reducido de productos y destinos. Por productos, destacan las exportaciones de acero (en torno al 17% de las totales), de las que Ucrania fue en 2016 el décimo exportador mundial. Sin embargo, las exportaciones de este metal cayeron casi un 20% en los nueve primeros meses de 2017 con respecto al mismo periodo de 2016, debido al "bloqueo del Donbass". La oferta acero es rígida, por lo que estas industrias no tienen la capacidad de responder a un aumento de los precios internacionales incrementando la capacidad de producción. Ucrania no se encuentra en estos momentos entre los diez principales proveedores de los EEUU, por lo que no se verá muy afectada por la subida arancelaria que la Administración Trump está aplicando desde el pasado 23 de marzo sobre este metal. El país eslavo es también un gran exportador de cereales, semillas oleaginosas y de otros productos agrícolas (en torno al 19% de las ventas totales al exterior), de productos industriales como máquina herramienta, vehículos y barcos, así como también, de productos químicos (fertilizantes y plásticos).

Por mercados, la Unión Europea en su conjunto es ya el primer cliente de Ucrania, absorbiendo aproximadamente un 40% de las exportaciones. La vertiente comercial del Acuerdo de Asociación empezó a aplicarse en septiembre de 2016 y, desde entonces el comercio bilateral UE-Ucrania ha crecido sensiblemente, aunque el país eslavo arrastra un déficit comercial con la Unión de unos 3.000 mill.€. Algunos estudios determinan que la mera aplicación del acuerdo generará un 6% adicional para el PIB del país a medio plazo y un 12% en términos de un mayor bienestar para los ucranianos.

Aunque las exportaciones a su gran vecino han caído muchísimo como consecuencia de las sanciones comerciales impuestas por Rusia a Ucrania a finales de 2015⁽⁸⁾, el mercado ruso sigue todavía absorbiendo en torno al 8% de las ventas totales de Ucrania al exterior.

Por lo que se refiere a las importaciones, el primer proveedor de Ucrania es la Unión Europea (destacan especialmente Alemania y Polonia), seguido de Rusia, China y Bielorrusia. Por productos, destacan en primer lugar las importaciones de energía (36% de las totales), las de maquinaria y equipamiento industrial (24%), las de productos químicos, medicamentos y plásticos (18%) y las de productos agroalimentarios (8%).

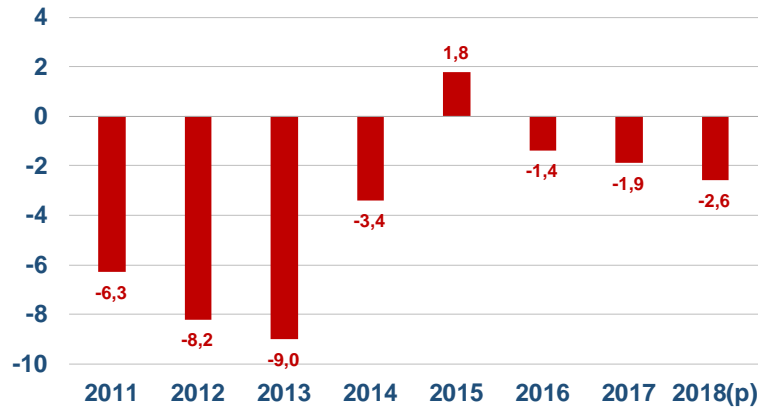
En 2017, las exportaciones crecieron un 18% con respecto a las del año anterior, situándose en 39.689 mill.\$. Aun así fueron inferiores nada menos que en un 36% a las de 2013, el año anterior a la anexión de Crimea, a la “Revolución por la Dignidad”, a las rebeliones en los territorios del Donbass y al deterioro de las relaciones con Rusia, hasta entonces primer mercado de exportación. Por su parte, las importaciones ascendieron en 2017 a 49.000 mill.\$ y registraron un incremento del 22% con respecto a las del año 2016, ligado al aumento del consumo. Pese a ello, todavía está lejos de las del ejercicio 2013. El déficit comercial (9.300 mill.\$), aunque muy inferior a los registrados en los años anteriores a 2014, fue casi un 30% superior al de 2016.

La balanza de servicios es tradicionalmente superavitaria, aunque desde 2014 dicho superávit se haya reducido sensiblemente debido a la caída del turismo (guerra, anexión de Crimea). Lo opuesto ha ocurrido con la balanza de rentas, cuyo déficit tradicional ha ido menguando a partir de 2014, destacando la caída del pago de intereses, especialmente a partir de 2015, lo que tiene mucho que ver con la reestructuración deudora llevada a cabo en ese año, y a la que más adelante se hará referencia.

Los déficits por cuenta corriente, muy elevados hasta 2013, ejercicio en el que llegaron a ser del 9% del PIB, se redujeron sensiblemente en los dos años siguientes, gracias a la fuerte compresión de las importaciones de mercancías (más intensa que la correlativa caída de las exportaciones). En 2015, de hecho, el déficit corriente de la balanza de pagos registró un pequeño superávit. Sin embargo, desde el año 2016 se constata un crecimiento más rápido de las importaciones que el de las exportaciones de mercancías y, como consecuencia, un aumento del déficit por cuenta corriente, que en 2017, equivalió al 1,9% del PIB. En 2018 se prevé que el déficit de la cuenta corriente se sitúe en torno al 2,6%.

(8) Las sanciones fueron de tres tipos: un embargo sobre los productos alimenticios y agrícolas; la retirada de la aplicación del CISFTA (Tratado de Libre Comercio de la Comunidad de Estados Independientes) a Ucrania, lo que supuso una subida arancelara de, aproximadamente, un 7% a los productos ucranianos, así como restricciones al tránsito de productos con origen Ucrania y destino Kazajistán y el Cáucaso. Ucrania respondió con medidas espejo a las sanciones rusas, con el embargo a un listado de productos (no necesariamente agrícolas o alimentarios, dado que la estructura del comercio es diferente).

Saldo balanza por cuenta corriente (% PIB)

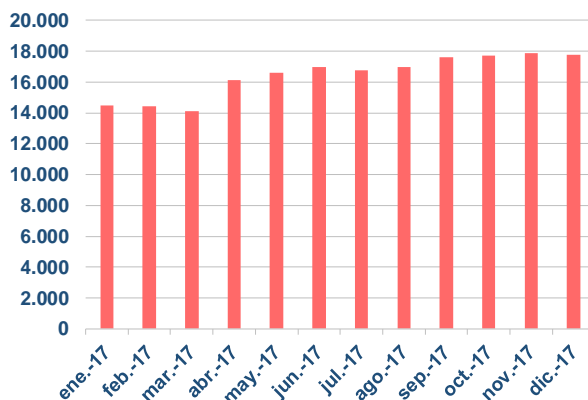


Fuente: IIF

La **cuenta financiera** viene registrando saldo superavitario desde 2015. El de 2017, concretamente, fue de unos 3.000 mill.\$ en el que tuvieron mucho que ver los desembolsos de las IFIs, entre ellos los ya citados 1.000 mill.\$ aportados por el FMI en abril del año pasado. La aportación de la inversión directa extranjera, en cambio, se redujo el año pasado a 2.400 mill.\$, la cifra más baja de los últimos siete años (exceptuando 2014). Gracias al superávit de la cuenta financiera, Ucrania ha incrementado en 2017 su nivel de reservas por tercer año consecutivo. **A diciembre de 2017, las reservas de divisas** ascendían a 17.747,8 mill.\$, una cifra equivalente a 3,2 meses de importaciones de bienes y servicios.

La recuperación del nivel de reservas es un aspecto, sin duda, positivo. Conviene señalar que, en 2014 las autoridades comprometieron un volumen ingente de reservas en la defensa del tipo de cambio fijo de la grivna (de 9 h/1\$, como ya se ha indicado). Finalmente, y dado que el nivel de reservas se agotaba rápidamente (llegaron a situarse en un mínimo de 6.600 mill.\$, equivalentes a menos de un mes de importaciones), el banco central, siguiendo la recomendación del FMI, optó por abandonar las intervenciones, dejando flotar más o menos libremente la moneda local.

Reservas divisas en 2017 (mill.\$)



Evolución anual reservas divisas



Fuente: IIF

6. DEUDA EXTERNA

- ➔ Ligeramente moderación de la deuda externa, tanto en términos absolutos, como en proporción al PIB y a los ingresos corrientes de balanza de pagos.
- ➔ La reestructuración de la deuda de 2015 permitió reducir el servicio de la deuda. Además, Ucrania ha utilizado parte de los fondos procedentes de la emisión de bonos del pasado septiembre para prepagar deuda con vencimientos en 2019 y 2020.
- ➔ A pesar de lo anterior, Ucrania deberá hacer frente a un complicadísimo calendario de amortizaciones entre 2018 y 2022. Será, pues, crucial para el país seguir vinculado al FMI, cumpliendo el programa de reformas impuesto. El mantenimiento del programa con el FMI también permite a Ucrania, si lo necesitase, emitir bonos con la garantía del Tesoro de los EEUU (a un tipo mucho más bajo).
- ➔ Si Ucrania, dada la relativa proximidad de las elecciones, abandona el programa del FMI, optando en su lugar por financiarse en los mercados internacionales de deuda, tendrá que hacerlo cada vez a un tipo de interés mayor, por la desconfianza que generaría la ruptura con el FMI, por un lado, y por su complicado calendario de amortizaciones, por otro. El riesgo de default podría entonces ser bien real.

En términos absolutos, la deuda externa se incrementó rápidamente durante la última década, en especial a partir de la devaluación de 2008, alcanzando un máximo de 142.000 mill.\$ en 2013. Desde entonces su valor se ha ido reduciendo y en 2017 ascendía a 119.860 mill.\$, equivalentes a un 107% del PIB y a un 190% de los ingresos corrientes de balanza de pagos. Estos dos ratios han mejorado sensiblemente en los dos últimos años, pero siguen siendo muy elevados.

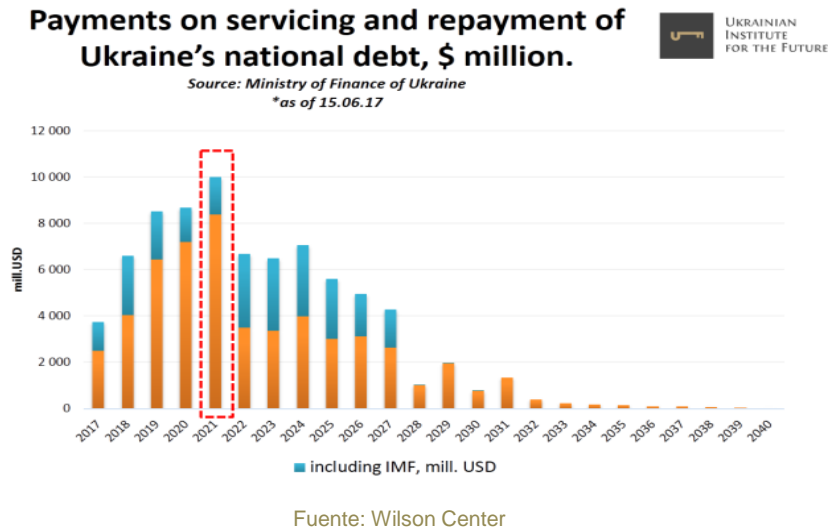
El grueso de la deuda está en manos de acreedores privados no bancarios. En segundo lugar se encontraba tradicionalmente la banca comercial, pero su presencia se ha ido reduciendo desde la crisis de 2009 y también con la crisis actual. Su espacio ha sido ocupado por las Instituciones Financieras Internacionales, que ahora ocupan la segunda posición (entre las que destaca el FMI). Los demás acreedores bilaterales o multilaterales juegan un papel residual.

En agosto de 2015, se acordó con el comité de acreedores la reestructuración de cerca de un 20% de la deuda total de Ucrania, que incluyó una quita del 20%⁽⁹⁾. La deuda objeto de reestructuración ascendía a 19.300 mill.\$ con lo que la condonación era de unos 3.800 mill.\$. A cambio de esa condonación, los acreedores recibieron nuevos bonos cuya rentabilidad está vinculada al crecimiento económico del país (a mayor crecimiento económico, mayor rentabilidad). Además, el acuerdo incluye una prórroga en los plazos para el pago del principal de la deuda, que deberá efectuarse entre 2019 y 2027, y no entre 2015 y 2023, como estaba previsto inicialmente.

Gracias a la citada refinanciación, el servicio de la deuda, que todavía en 2015 fue de 28.000 mill.\$, equivalente a un voluminoso 52% de los ingresos corrientes de balanza de pagos, se redujo notablemente en los dos años siguientes, pasando a ser en 2017 de 12.600 mill.\$, equivalente a un más moderado (pero todavía elevado) 25% de los ingresos corrientes de balanza de pagos.

(9) El acuerdo quedó lejos de las aspiraciones iniciales del Gobierno de Ucrania, que pedía la condonación del 40% de la deuda, pero aún así suponía un importante alivio para la economía ucraniana, que debía pagar 500 millones de dólares al mes siguiente.

Sin embargo, el calendario de pagos de Ucrania va a complicarse sobremanera entre 2018 y 2022, años en los que deberá hacer frente a pagos por valor de algo más de 40.000 mill.\$. Sólo entre 2018 y 2019, el país deberá pagar unos 15.000 mill.\$ (6.500 mill.\$ este año y 8.500 en 2019).



Ucrania necesita mantener el respaldo del FMI, no solo porque precisa la financiación, sino porque ello contribuiría positivamente a la generación de confianza, especialmente ahora que quiere seguir acudiendo a los mercados internacionales con nuevas emisiones. Un buen cumplimiento del acuerdo con el FMI le permitiría financiarse a tipos de interés más baratos e, incluso, emitir bonos con la garantía del Tesoro estadounidense a tipos de interés igualmente mucho más reducidos. Conviene recordar que, gracias a la vigencia del acuerdo con el FMI, el interés de la emisión de Eurobonos del pasado mes de septiembre -del 7,37%-, no fue excesivamente elevado para un país cuya deuda soberana es calificada por las principales Agencias de Calificación de “riesgo sustancial” o de “altamente especulativa”.

Sin embargo, existe el riesgo de que, dada la relativa proximidad de las próximas elecciones presidenciales y legislativas, se abandone el cumplimiento del programa con FMI y, en su lugar, Ucrania opte por financiarse en exclusiva a través de nuevas emisiones de bonos.

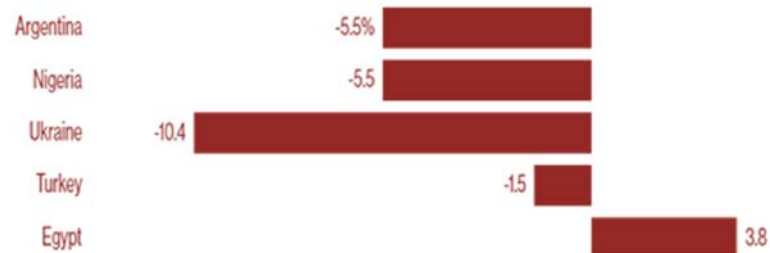
Existe otro elemento de riesgo adicional. Rusia no quiso incluir en la reestructuración de 2015 una emisión de Eurobonos de 3.000 mill.\$ que el gobierno ucraniano lanzó a finales de 2013, siendo todavía presidente de Ucrania el depuesto Yanukóvich, y que Rusia suscribió en su totalidad. El presidente Poroshenko advirtió a Rusia de que era su intención incluir dicha deuda en el paquete reestructurado, con la intención de devolver el empréstito en las mismas condiciones que al resto de acreedores y, en diciembre de 2014, incurrió en mora. Rusia, que exige el pago íntegro de su deuda, demandó al Estado ucraniano ante un tribunal londinense. En marzo de 2017 este último falló en favor de Rusia, requiriendo a Ucrania el pago de la totalidad de la deuda más los intereses acumulados. Las autoridades ucranianas, sin embargo, recurrieron tres meses después y la cuestión se encuentra todavía en los tribunales, pendiente de resolución. Una nueva sentencia condenatoria podría agravar aún más el ya de por sí difícil calendario de pagos de Ucrania. Si a ello se uniese el abandono del programa con el FMI, la desconfianza en el país aumentaría de manera sensible, las presiones depreciatorias sobre la grivna se incrementarían enormemente y

Ucrania, en el mejor de los casos, sólo podría obtener financiación a un coste muy elevado, casi prohibitivo. En tal caso, la posibilidad de un “default” no podría descartarse.

Currency Risk

Along with yields, T-bill investors also consider possible gains/losses on currencies

■ End-2018 estimated percent change in local currencies vs U.S. dollar



Fuente: Bloomberg

7. CONCLUSIONES

- Las próximas elecciones, tanto presidenciales como legislativas, darán lugar posiblemente a un gobierno continuista. No hay que esperar, pues, un aumento de la distensión en los territorios del Donbass ni en la relación con Rusia.
- Ucrania se enfrenta a un escenario económico muy incierto. En un plazo no muy largo de tiempo podría dejar de ser país de tránsito para el gas ruso, perdiendo unos jugosos ingresos por este concepto. El “bloqueo del Donbass” no se ha levantado y seguirá afectando negativamente a la producción industrial, a las exportaciones y, en general, al crecimiento económico. Además, el mal clima de negocios y la inseguridad en el este del país desaniman la inversión extranjera directa, cuyo nivel está muy por debajo del que necesitaría el país.
- Dado el oneroso calendario de pagos para los próximos cuatro años, el gobierno no puede permitirse el lujo de romper relaciones con el FMI por un mero cálculo electoral. De hacerlo así, la desconfianza de los mercados en Ucrania se incrementaría enormemente y el país sólo podría financiarse a un coste posiblemente prohibitivo, lo que incrementaría mucho el riesgo de “default”.