

INFORME RIESGO PAÍS

UCRANIA

Madrid: 7 de junio de 2016



Fuerte inestabilidad política tras la caída del gobierno de Viktor Yanúkovich en 2014, precipitada por las violentas protestas desencadenadas por su rechazo a la firma del Acuerdo de Asociación con la UE. **Conflicto bélico en el este del país** desde hace más de dos años entre las facciones secesionistas pro-rusas y los pro-occidentales. Crecientes tensiones con Rusia, que se ha anexionado Crimea y Sebastopol y con quien disputa los territorios de Donetsk y Lugansk.

Convulsa coexistencia entre el Gobierno del primer ministro Yatseniuk y el presidente Poroshenko (elegido en las elecciones de mayo de 2014), que desembocó en la dimisión del primero en abril de este año y en el posterior nombramiento de Groyzman, aliado del presidente.

Corrupción extendida y problemático clima de negocios. La inseguridad jurídica, el poco transparente funcionamiento de la administración y la corrupción entorpecen la reforma económica y la modernización del país.

Estructura económica frágil, dominada por la 'oligarquía', y con numerosas ineficiencias. Sobresalen el sector agrícola y la industria pesada. El sector bancario continúa siendo débil y vulnerable a una fuga de capitales.

Intensa recesión económica (-9,9% del PIB) y riesgo de quiebra financiera. Desequilibrios macroeconómicos graves e insostenibles, cuyo ajuste ha ido postergándose a través del endeudamiento exterior y, más recientemente, vía reestructuraciones y condonaciones de la deuda externa y asistencia financiera del FMI. **Duro calendario de amortizaciones.**

Elevada y creciente deuda pública y externa. Déficits gemelos persistentes y de carácter estructural. Reciente aprobación de una reforma fiscal. **La solvencia exterior está sostenida por aportaciones de fondos exteriores de las Instituciones Financieras Multilaterales.** Del cumplimiento del ambicioso programa de reformas dependerá el desembolso de nuevos tramos de estos préstamos así como la estabilización macroeconómica y las mejoras institucionales que permitan recuperar la confianza de los inversores e iniciar la recuperación económica.

1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➔ Conflicto bélico en el este del país. Fuerte inestabilidad política desde el estallido de las violentas protestas populares por la negativa a la firma del Acuerdo de Asociación con la UE, que culminaron con la caída del gobierno de Viktor Yanúkovich, la anexión de Crimea por parte de Rusia y la autoproclamación de independencia de las regiones de Donetsk y Lugansk.
- ➔ Agitada coexistencia entre el Gobierno de Yatseniuk y el presidente Poroshenko (elegido en las elecciones de mayo de 2014), que ha desembocado en la dimisión del primero en abril de este año y en el nombramiento de Groysman, más afín al presidente.
- ➔ La corrupción es un problema extendido. Varios miembros del gobierno han dimitido, críticos con los abusos.
- ➔ Conflicto bélico “congelado”, con violaciones del alto el fuego establecido en el Protocolo de Minsk.

MARCO GEOPOLÍTICO: ENTRE EUROPA Y RUSIA. EL CONFLICTO SECESIONISTA

Inestabilidad y corrupción son los rasgos que caracterizan el escenario político ucraniano. Dos años han transcurrido desde la autoproclamada independencia de la República Popular de Donetsk y la República Popular de Lugansk, y el conflicto bélico, político y humanitario que desgarró el este de Ucrania está lejos de resolverse.

POBLACIÓN	45,4 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	3.560 \$
EXTENSIÓN	603.700 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Rep. Presidencial
CORRUPCIÓN	130/167
DOING BUSINESS	83/189

La decisión del presidente Yanúkovich de ceder a las presiones rusas y negarse a firmar el Acuerdo de Asociación negociado con la Unión Europea desencadenó violentas protestas, conocidas como la Revolución de la Dignidad o Euromaidan, que culminaron con la caída del gobierno de Viktor Yanúkovich en febrero de 2014. Los manifestantes demandaban un mayor acercamiento hacia Europa y no tanto hacia Moscú y que se pusiera fin a la

endémica corrupción.

La Rada (en sesión extraordinaria) eligió como nuevo Presidente del Parlamento Ucraniano y Presidente interino de Ucrania a Alexander Turchinov; y a Arseniy Yatseniuk como nuevo Primer Ministro, al frente de un Gobierno interino que dirigió al país hasta la celebración de elecciones presidenciales anticipadas. Éstas tuvieron lugar el 25 de mayo de 2014 y resultaron en la victoria, en primera vuelta y por mayoría absoluta, del actual Presidente de Ucrania, Petro Poroshenko. Tras estas elecciones Poroshenko procedió a la formación de un nuevo gobierno, encabezado por Arseni Yatseniuk.

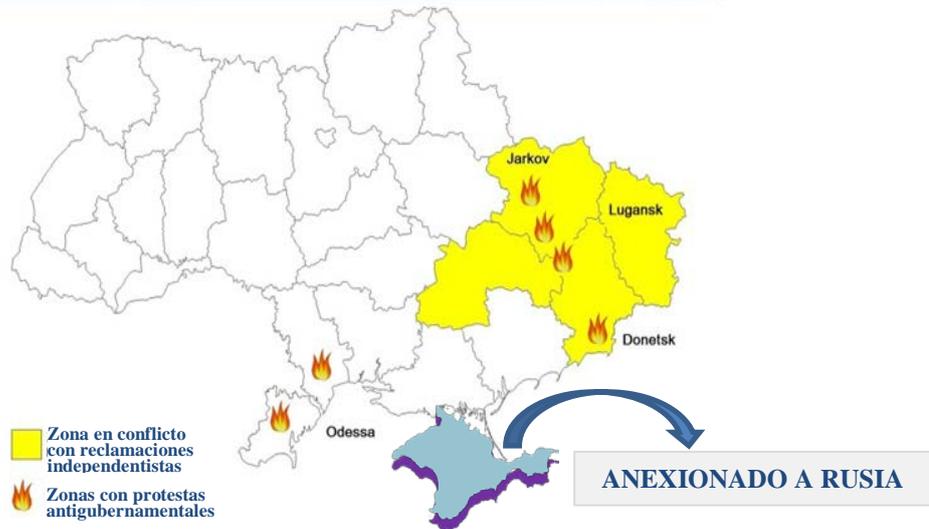
El nuevo ejecutivo anunció, tras su toma de posesión, dos prioridades. Por una parte, recuperar la integridad nacional y, por otra, la ejecución de un profundo y exigente programa de reformas que permitiera una mayor aproximación a Europa. El 27 de junio de 2014, Ucrania y la UE firmaron por fin el Acuerdo de Asociación. La parte económica del mismo (la que más recelos suscita en

Rusia) establece la desaparición de aranceles, de forma que Ucrania pueda importar y exportar a la UE sin restricciones. Hay otra parte más política, que compromete a Ucrania a reformar sus instituciones para que sean más democráticas y transparentes. El 1 de enero de 2016 comenzó a aplicarse provisionalmente la zona de libre comercio UE-Ucrania⁽¹⁾, aunque el acuerdo se encuentra aún en fase de ratificación por parte de los Estados miembros.

Conforme Ucrania se ha ido aproximando a Europa, las tensiones han escalado con Rusia, que no está dispuesta a ceder su margen de influencia sobre el territorio de la antigua URSS, especialmente sobre Ucrania, de gran relevancia dado su peso geoestratégico y significado histórico. El vuelco político en favor de un gobierno proeuropeo desencadenó protestas en las zonas orientales del país, incluyendo la celebración del referéndum ilegal secesionista en Crimea, en marzo de 2014, que se resolvió con una abrumadora victoria del sí (96,77% de los crimeos votaron a favor de la incorporación de este territorio a Rusia) y con la firma del tratado internacional entre Putin y la delegación crimea, por el cual Crimea y Sebastopol pasaban a formar parte de la Federación Rusa. Esta anexión fue duramente condenada por la comunidad internacional. Un mes después se desató un conflicto armado en las regiones de mayoría étnica rusa Donetsk y Lugansk (territorios que coinciden aproximadamente con la cuenca del Donetsk o Donbass), que desembocaron en sendos referéndums que llevaron a la declaración unilateral de independencia de ambas en mayo de 2014. Las dos provincias del Donbass suponen más del 10% del PIB de Ucrania (Crimea sólo el 3,8% aunque tiene una significativa relevancia estratégica por su posición en el mar Negro) y generan un tercio de la producción industrial del país, con un sector minero e industrial en pleno proceso de reconversión, que recibe miles de millones de grivnas al año de Kiev. Ucrania respondió reforzando el operativo militar contra estas zonas y denunciando que el objetivo de Rusia era desestabilizar completamente la situación en Ucrania y derrocar a las autoridades ucranianas⁽²⁾.

-
- (1) Un duro golpe contra la élite política ucraniana ha sido el referéndum celebrado en abril de este año en Holanda, en el que el 61,1% de los votantes se manifestaron en contra del Acuerdo de Asociación entre la UE y Ucrania. La participación (32,2%) apenas ha rebasado el límite necesario para validar la consulta, lo que es reflejo del desinterés de la ciudadanía. Países Bajos es el único país que aún no ha ratificado el acuerdo de asociación, y el resultado del referéndum deja una situación compleja. Como el convenio ha sido aprobado ya por el Parlamento, los liberales dieron a entender que la maquinaria legislativa forzaría su ratificación; pero el gobierno no quiere dar la sensación de que no se toma en cuenta la opinión de la ciudadanía. La mayoría parlamentaria, a favor del acuerdo, ha intentado convencer al votante de que la ratificación no equivale a la entrada de Kiev en la UE.
 - (2) El derribo del vuelo MH17 de *Malaysian Airlines* el 17 de julio de 2014, procedente de Holanda en el este de Ucrania, desató una serie de acusaciones cruzadas entre Kiev, Moscú y los separatistas, sin que ninguna investigación hasta ahora haya determinado de forma concluyente la autoría del ataque.

EL CONFLICTO UCRANIANO

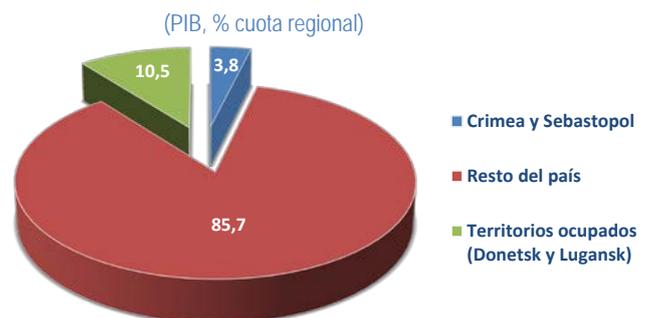


Fuente: C.E.I.E.P.

En septiembre de 2014 los representantes de Ucrania, Rusia, la República Popular de Donetsk y la República Popular de Lugansk firmaron un protocolo de 12 puntos (conocido como Protocolo de Minsk) para estabilizar la situación, el principal de los cuales fue la declaración de una tregua inmediata. El acuerdo también contemplaba el intercambio de prisioneros (todos por todos, sin condiciones previas), la retirada de la artillería de las cercanías de las poblaciones civiles, la creación de una zona de seguridad bajo vigilancia internacional en la frontera ruso-ucraniana y la apertura de corredores para los refugiados y la ayuda humanitaria.

La tregua, sin embargo, fue brevísima. El 2 de noviembre de 2014 se celebraron “elecciones presidenciales y parlamentarias” en Donetsk y Lugansk, algo inaceptable para Kiev; y las acciones armadas se intensificaron de nuevo en enero de 2015. En un intento por reconducir la situación, el 12 de febrero de 2015, Alemania, Francia, Ucrania y Rusia pactaron un nuevo conjunto de medidas (Minsk 2) actualmente en vigor, que renuevan los compromisos incumplidos de las reuniones anteriores. El acuerdo contempla, entre otras cuestiones, un nuevo alto el fuego y el control total de la frontera con Rusia por parte de Ucrania. También se prevén cambios constitucionales en favor de la descentralización (de los que se beneficiarán las regiones de Donetsk y Lugansk), que debían ser planteados en el Parlamento de Ucrania; la celebración de elecciones locales con la presencia de observadores internacionales y un régimen especial con ciertas prerrogativas para las autoridades locales de la región del Donbass (como sería el

Notable pérdida en la actividad económica



Fuente: State Statistics Committee, BMI

nombramiento de fiscales y la formación de una policía popular, así como la autodeterminación lingüística, lo que implicaría que los habitantes de dichas regiones podrían usar el ruso en los trámites oficiales si lo desean). Además, todos los implicados en el conflicto serán amnistiados y todos los rehenes liberados.

Más de un año después de su firma todavía abundan las transgresiones del alto el fuego, el primer punto del pacto, si bien son de menor intensidad. En octubre de 2015 se celebraron elecciones locales en Ucrania, que no pudieron llevarse a cabo en estas dos regiones como consecuencia del conflicto. Todos los demás puntos del acuerdo siguen sin aplicarse. En cualquier caso, las dos versiones del protocolo de Minsk son una solución a corto plazo, dirigida a estabilizar la situación y evitar una mayor escalada de la violencia en la zona. La solución a medio y largo plazo será muy complicada, dada las irreconciliables posturas de ambos frentes. Rusia alega que no devolverá el control de sus fronteras hasta que se le otorgue un nivel de autonomía a la región de Donbass acorde con sus demandas, a lo que Ucrania ha respondido que el proceso de descentralización queda paralizado hasta que recupere el control de las regiones ocupadas. Así pues, lo más probable es que a medio plazo se mantenga el statu quo, con esporádicos enfrentamientos y con el riesgo siempre vivo de una nueva escalada del conflicto. Según Naciones Unidas, desde el principio del conflicto se contabilizan unos 9.000 fallecidos y unos 1.500.000 de desplazados.

La coalición de gobierno está siendo criticada porque, a juicio de algunos analistas, está retrasando el prometido autogobierno a las regiones del este previsto en los Acuerdos de Minsk, con el fin de mantener vivo el conflicto y recuperar el respaldo de la población apelando a la amenaza de un enemigo común. La confianza ciudadana en Poroshenko, según un reciente sondeo, se sitúa por debajo de la de Yanúkovich antes de su deposición. Sólo el 8% de los ucranianos tiene confianza en el Gobierno, y el 88% critica que la corrupción es generalizada.

Ucrania es uno de los Estados más corruptos del mundo. En el ranking publicado por Transparencia Internacional, ocupa el puesto 130 de 168 países, muy por detrás de sus vecinos: Rusia (119), Bielorrusia (107) y Moldavia (103)⁽³⁾. La condena de 2.702 funcionarios por corrupción, que anunció Poroshenko en agosto, ha resultado ser ficticia; el Gobierno nunca llegó a presentar la lista con los nombres de esos funcionarios. El problema de corrupción es tan intrínseco al poder que incluso en las propias filas del gobierno surgen denuncias. El pasado 4 de febrero dimitió el Ministro de Economía, Aivaras Abromavicius, alegando que no quería ser cómplice del nombramiento de altos cargos de reputación "dudosa" en posiciones estratégicas de las empresas públicas, con el propósito de controlar los flujos financieros. El joven ministro, de origen lituano y antiguo dirigente de un fondo de inversión sueco, era uno de las personas claves para la aplicación de las reformas prometidas por el Presidente Petro Porochenko a la comunidad internacional. Días después (14 de febrero) el fiscal general adjunto de Ucrania, Vitaliy Kasko, presentó también su dimisión denunciando que la institución está siendo empleada como herramienta de intimidación. Kasko hizo acusaciones relativas a la tutela política, la presión a los investigadores, la degradación profesional y la impunidad.

(3) El 73% de los ucranianos estima que la corrupción no ha disminuido tras la revolución de Maidan y el 90% califica de ineficaz la legislación adoptada por el Gobierno, según otro sondeo de la Cámara de Comercio Americana en Ucrania de noviembre.

Por si esto fuera poco, la posición del gobierno es también inestable. Al día siguiente de dicha dimisión, el propio partido del presidente Petró Poroshenko interpuso una moción de censura contra el ejecutivo que si bien fracasó (recibió un total de 194 votos, lejos de los 226 necesarios para destituir al Gobierno en pleno), debilitó enormemente al ejecutivo, ya que la mayoría de los diputados de la coalición gubernamental, con la única salvedad del Frente Popular de Yatseniuk, votaron a favor de la moción⁽⁴⁾, al considerar que el primer ministro era incapaz de combatir la corrupción y de introducir las reformas estructurales que demanda la comunidad internacional. El 10 de abril Yatseniuk anunció su dimisión y abrió la posibilidad de remodelar el Gobierno sin tener que convocar elecciones anticipadas con el fin de resolver la profunda crisis que afecta a la dirección del país. Se puso así fin a una etapa de agitada coexistencia entre el Gobierno y el presidente Poroshenko. El 14 de abril de 2016 Volodimir Groysman, aliado del presidente, fue nombrado Primer Ministro con 257 votos a favor, es decir, 31 votos más de los necesarios para la mayoría absoluta. La nueva coalición de gobierno está constituida por el bloque de Poroshenko, el Frente Popular del antiguo Primer Ministro Yatsenyuk, diputados de otros partidos y algunos independientes. Dejan de formar parte de la coalición el partido de Yulia Tymoshenko y el partido radical Samopoich.

Groysman ha declarado, como no podía ser menos, que las prioridades del nuevo gobierno serán la estabilización macroeconómica, la mejora de la calidad de la administración y los servicios públicos, el establecimiento del imperio de la ley y la lucha contra la corrupción. En cualquier caso, todo apunta a un fuerte control del presidente sobre el ejecutivo, vista la composición del mismo (los puestos clave de varias carteras han sido ocupados por personas muy cercanas a Poroshenko). Además, no se descarta que algunos diputados hayan logrado concesiones a cambio de su apoyo al presidente, con lo que a corto plazo no parece muy realista contar con que se reduzca la influencia de las oligarquías en las esferas de poder.

(4) El resultado podría haber sido otro si 39 diputados de los 136 con que cuenta el partido de Poroshenko no se hubieran saltado la disciplina parlamentaria, o si hubieran votado los más de 150 parlamentarios de un total de 450 que no acudieron a la sesión.

2. SITUACIÓN ECONÓMICA

- País de renta media-baja, con importantes sectores primario e industrial, enfocados al exterior.
- Sector bancario frágil y dolarizado, vulnerable al riesgo de fuga de depósitos ante una devaluación. Los límites a la retirada de fondos y controles de capitales han permitido sostener el sector, que necesita una recapitalización.
- Fuerte recesión económica (caída del PIB del 9,9%). La deprimida demanda interna, la depreciación de la divisa, el debilitado sistema financiero y la caída del comercio exterior han situado al país al borde del colapso financiero, evitado únicamente gracias a la inyección de fondos de instituciones financieras multilaterales.

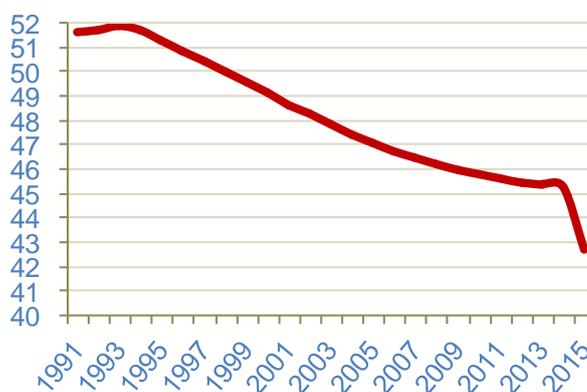
ESTRUCTURA ECONÓMICA

País de renta media baja, con un ingreso per cápita de 3.560 \$ en 2014 (último dato disponible en el Banco Mundial). Ucrania es la segunda economía por tamaño del PIB, después de Rusia, en el conjunto de los países de la Comunidad de Estados Independientes (CEI). El PIB nominal de Ucrania en 2015 fue de 89.912 mill.\$, lo que supone una caída del 30% con respecto a los 130.660 mill.\$ de 2014, debido al efecto combinado de un retroceso del PIB de casi un 10% y de la devaluación de la grivna en un 70%, lo que ha supuesto una fuerte caída en la renta per cápita, que otras fuentes aproximan a unos 2.000 \$. El país 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.

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. No obstante, en 2015 ha mejorado su clasificación respecto al año anterior dentro del índice Doing Business que elabora el Banco Mundial (ha pasado del puesto 112 al puesto 83 de 189 países, puesto similar a Paraguay, Costa Rica o China) gracias a la simplificación de los procedimientos para abrir una empresa y a la mejora del marco regulatorio para emprendedores. La economía informal es muy amplia. El gobierno ucraniano la sitúa en un 34% del PIB. Otros estudios la estiman por encima del 50%.

La evolución demográfica constituye un serio problema que se ha exacerbado en los dos últimos años. Tan solo entre 2014 y 2015 la población ha caído en más de 2,5 millones de personas. Esta tendencia ya venía registrándose desde hacía años a causa de

Ucrania, Población en Declive
(millones de habitantes)



Fuente: Servicio Estadístico de Ucrania

la baja natalidad y de la emigración, 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.

Su privilegiada posición geográfica lo convierte en el principal país de tránsito energético en Europa. El 50% del gas que la UE importa de Rusia se transporta por el sistema de gasoductos ucranianos. Ucrania es también un país suministrador y de tránsito para los cereales y para numerosos minerales y productos metálicos. Además, cuenta con una vía de entrada y salida marítima para las mercancías en el puerto de Odessa.

La transición económica de Ucrania tras la disolución de la antigua URSS ha sido 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 de mercado 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; en él destaca la agricultura. Ucrania dispone de una gran superficie de tierra muy fértil⁽⁵⁾, en la que es muy fácil mecanizar los trabajos, y un clima favorable para la agricultura. El sector agrícola tiene una gran importancia en la composición del PIB (9,7% en 2014) y contribuye de manera significativa al saldo de la balanza comercial de bienes, por lo que una mala cosecha puede restar unos puntos de crecimiento al PIB y viceversa.

El sector industrial ha perdido peso a favor de los servicios y hoy representa en torno al 22,3% del PIB. Está dominado por industria pesada del acero (10º productor mundial y 3º de Europa) y química, ineficiente desde el punto de vista de la utilización de energía y obsoleta desde el del desarrollo tecnológico y la innovación. En torno al 75-80% de la producción se destina a la exportación, lo que supone el 30-40% del total de la exportación del país. El sector presenta un alto grado de vulnerabilidad con respecto a los precios en el exterior, además de ser muy intensivo en el consumo energético. A esto se añade la pérdida del control de las regiones de Donetsk y Lugansk, en donde se encuentran importantes centros industriales. Por último, la entrada en vigor, a partir del 1 de enero de 2016, del Acuerdo de libre comercio con la Unión Europea va a suponer un importante reto para el sector secundario, ya que la obsoleta e improductiva industria ucraniana deberá modernizarse para poder competir con los países de la Unión.

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 que tiene el país para beneficiarse de su privilegiada condición estratégica de país 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⁽⁶⁾. Tan solo en 2015 la producción industrial ha caído un 13,4%.

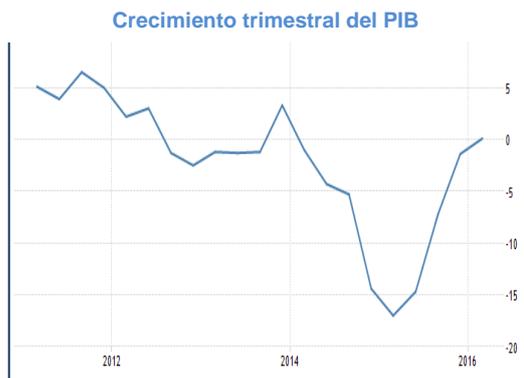
-
- (5) El 56% de la extensión total del país es tierra de cultivo (325.000 Km2 de la extensión total del país) de buena calidad (el 41% de la extensión total es tierra "chernozem" o suelo negro); es un gran productor de cereales (trigo, maíz, cebada y girasol son los principales cultivos) y se la conoce como el "granero de Europa". Posee también recursos minerales (hierro, manganeso, carbón, mercurio, níquel, uranio y gas natural).
- (6) Un ejemplo paradigmático es la total destrucción del aeropuerto de Donetsk, que había sido reconstruido y modernizado para la Eurocopa de 2012.

COYUNTURA ECONÓMICA

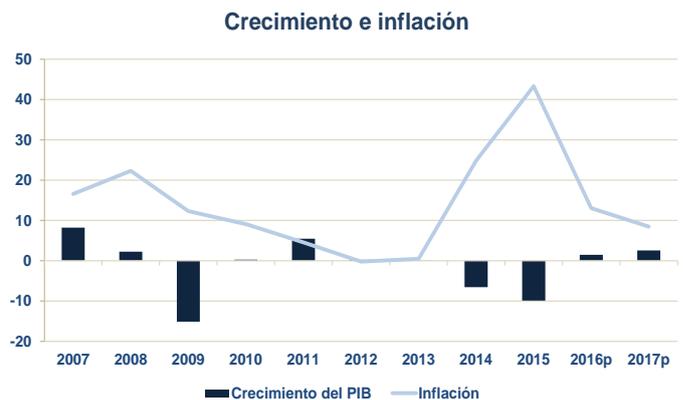
PIB	89.912 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	-9,9%
INFLACIÓN	43,3%
SALDO FISCAL	-5,2%
SALDO POR C/C	-2,6%

Datos a 2015

Ucrania cerró el año 2015 con una caída del PIB del 9,9%, tras haber sufrido otra del 6,6% en 2014. Dado que las cifras oficiales excluyen Crimea y parte del territorio en guerra, ocupados por milicias respaldadas por Rusia, la caída real del PIB para la totalidad del territorio habrá sido mayor. Ucrania ha registrado una fuerte reducción en la producción industrial, salidas de capitales, un debilitamiento del sector financiero, una intensa depreciación de la divisa y una creciente inflación. No obstante, los datos parecen reflejar que la economía ha tocado suelo en el primer trimestre de 2015 (con una caída del PIB del 17%). En el segundo y tercer trimestre se ha desacelerado la contracción (-14,7% y -7% en términos interanuales, respectivamente) y en los últimos meses del año se ha registrado un leve crecimiento en términos intermensuales.



Fuente: Trading Economics

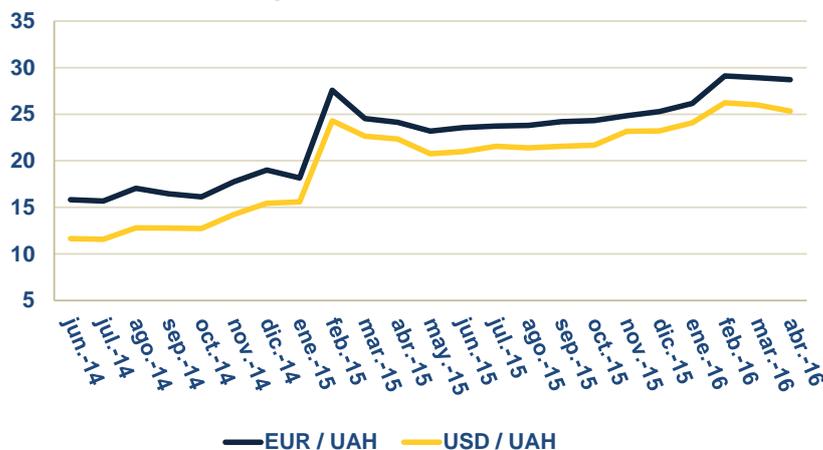


Fuente: Fondo Monetario Internacional

La recesión se extiende a todos los sectores de la economía. La producción industrial ha caído en 2015 un 13,4%, siendo los subsectores más afectados los de petróleo y derivados (-21,9%), metalurgia (-16,4%) y fabricación de muebles (-16,3%). El de la construcción se contrajo un -14,9% y el agrícola un -4,7%. La demanda interna también ha registrado un fuerte retroceso. La elevada inflación ha hecho mella en los salarios reales (cayeron de media un 21% en 2015) y en el poder adquisitivo de los hogares, cuyo gasto ha retrocedido un -14%. Además, el elevado coste del crédito (los tipos de interés están en el 19%) dificulta tanto el consumo de los hogares como la inversión. A los tradicionales problemas a los que se enfrenta la inversión, ligados al deficiente clima de negocios y a la inseguridad jurídica, se suman la caída de la confianza y la inestabilidad derivadas de la situación geopolítica.

La inflación a finales de 2015 se situaba en torno al 43% (la más elevada desde 1996), alimentada principalmente por la fuerte depreciación de la divisa y por los aumentos en los precios domésticos de la energía. La grivna ha registrado fuerte volatilidad y tensiones los dos últimos años debido a la inestabilidad política, al conflicto armado en la región de Donbass y a la precaria situación económica del país. Tan solo en 2015 la depreciación acumulada frente al dólar superó el 60%.

Tipo de cambio Grivna

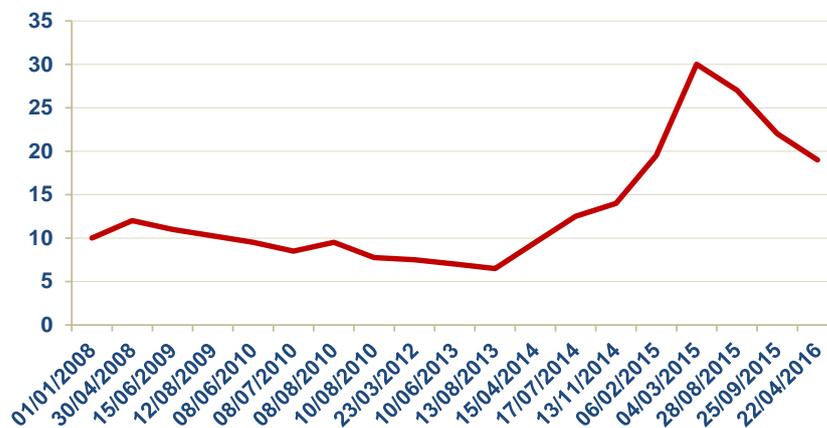


Fuente: Oanda

El Banco Nacional de Ucrania ha seguido tradicionalmente una política de intervención para mantener el tipo de cambio de la grivna frente al dólar americano. La defensa de la divisa ha supuesto un elevadísimo coste en términos de reservas internacionales y de liquidez en los mercados interbancarios. Tras los disturbios de Maidan en diciembre de 2013 y la consiguiente inestabilidad política del país, el Banco Central, siguiendo las recomendaciones del FMI, se vio obligado a abandonar las intervenciones y dejar de controlar el tipo de cambio, fijando como objetivo la estabilidad de precios.

La política monetaria ha seguido un marcado carácter restrictivo, con aumentos de los tipos desde el 6,5% (en que se encontraban en agosto de 2013) hasta el 30% en marzo de 2015. Desde entonces, el Banco Central ha recortado los tipos en tres ocasiones, hasta el 19% en que se encuentran desde abril de este año. La inflación se ha desacelerado hasta un 9,8% en abril. El Banco Central podría realizar nuevos recortes de tipos si las presiones sobre los precios se mantienen controladas y próximas al objetivo del 12%; también es posible que se continúen flexibilizando algunas de las medidas introducidas para controlar las salidas de capitales.

Tipos de interés %



Fuente: Datosmacro

En otoño de 2015 el Banco Central comenzó a suavizar gradualmente las restricciones monetarias y de capital que se introdujeron en 2014 y principios de 2015 para evitar la fuga de capitales y una mayor depreciación de la grivna. No obstante, siguen en vigor las siguientes restricciones: **1)** La principal obliga a los exportadores ucranianos a cambiar el 75% de sus ingresos en divisa a moneda local. **2)** Prohibición de repatriar los dividendos y los ingresos derivados de la venta de títulos, excepto si se trata de bonos soberanos. **3)** Limitaciones en las cantidades a retirar en caja o cajeros automáticos de divisas depositadas en cuentas corrientes y de depósito. **4)** Limitaciones a la venta de divisas por persona y por día hábil por un máximo equivalente a 3.000 grivnas.

El desbloqueo en mayo de este año de la ayuda financiera del FMI ha supuesto un balón de oxígeno para la maltrecha economía ucraniana. En marzo de 2015, el Fondo concedió una línea de crédito de 17.500 mill.\$ que debe liberar en cuatro años. La ayuda se bloqueó en febrero de 2016 al constatar los escasos progresos del país en la lucha contra la corrupción. Se ha vuelto a negociar con el nuevo Gobierno una hoja de ruta que debería permitir reiniciar las aportaciones a partir de julio (préstamo de 1.600 mill.\$ bloqueado desde hace casi un año). Las autoridades ucranianas se comprometen a acelerar la consolidación de la estabilidad presupuestaria y financiera y mejorar de manera decisiva el estado de derecho y la transparencia. Desde 2015, el FMI ya ha entregado 6.600 mill.\$.

Las previsiones de cara al año próximo varían mucho de unas fuentes a otras, lo que no es sino reflejo de la incertidumbre que rodea al país. Van desde el 1,5% del FMI, la más optimista, hasta el 0,5% del EIU. En cualquier caso, la evolución económica dependerá de la situación del conflicto en el este del país y de la capacidad del gobierno de cumplir con los compromisos asumidos con el FMI, lo que determinará la entrega de los siguientes desembolsos. El buen fin de las reformas encaminadas a reducir la endémica corrupción, a la mejora y reestructuración de la administración pública, al incremento de la seguridad jurídica, entre otras, determinará la salida de la profunda recesión que padece el país.

Un país sostenido por la ayuda exterior

El 30 de abril de 2014, el **FMI** aprobó un programa de asistencia financiera (**SBA** o Stand-By Agreement) de 2 años para Ucrania, por valor de 17.000 mill.\$, con el objetivo de restaurar la estabilidad macroeconómica del país. Los desembolsos realizados en 2014 ascendieron a 4.600 mill.\$ (abril y septiembre de 2014).

Las **principales condiciones que acompañaban al SBA** son:

1. Política monetaria: control de precios y sistema de tipo de cambio flexible;
2. Política fiscal: ajuste del gasto para reducir el déficit y mejora del sistema de recaudación;
3. Sector financiero: saneamiento de los bancos y mejora de la regulación del sector bancario;
4. Sector energético: aumento del precio del gas, acompañado de un programa de subsidios para las familias más pobres;
5. Sector público: mejora del clima de negocios, aumento de la transparencia gubernamental y adopción de una nueva ley de contratación pública.

Ucrania apenas realizó ningún avance en estas áreas, y, en enero de 2015, solicitó un nuevo acuerdo más flexible, que se aprobó el 11 de marzo de 2015. En esta ocasión se trata de un “Extended Fund Facility” (**EFF**) a cuatro años, por un valor de 17.500 mill.\$.

La firma del nuevo acuerdo comportó el desembolso inmediato de 5.000 mill.\$ destinados al apoyo presupuestario (2.700 mill.\$) y a reservas (2.300 mill.\$). El resto de los desembolsos debían realizarse en función del cumplimiento de los requisitos acordados entre el Gobierno y el FMI. El objetivo principal del programa es la recuperación económica, la sostenibilidad de la deuda externa y el fortalecimiento de las finanzas públicas. Al mismo tiempo se canceló el anterior SBA de 2014, del que ya se habían desembolsado 4.600 mill.\$.

Por otra parte, la Unión Europea aprobó en marzo de 2014 un conjunto de medidas para estabilizar la situación económica y política en el corto y medio plazo, acompañados de un apoyo financiero que ascendería a un mínimo de 11.000 mill.€. Los principales elementos del programa son:

1. 3.000 mill.€ del presupuesto de la UE: 1.600 en ayuda macro-financiera (MFA) y 1.400 en subvenciones.
2. 8.000 mill.€ a través del Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD) y del Banco Europeo de Inversiones (BEI).
3. Aplicación acelerada de algunas cláusulas del Acuerdo de Libre Comercio Amplio y Profundo (DCTFA).
4. Modernización del sistema de tránsito de gas y de las conexiones de flujo inverso, especialmente desde Eslovaquia.
5. Creación de una plataforma para coordinar grupos de donantes y organización de un foro de inversión.
6. Acelerar el plan de liberalización de visados para los ciudadanos ucranianos.
7. Asistencia técnica para la preparación de elecciones y para la reforma constitucional y judicial.

3. SECTOR BANCARIO

FUERTE DETERIORO DEL SECTOR BANCARIO

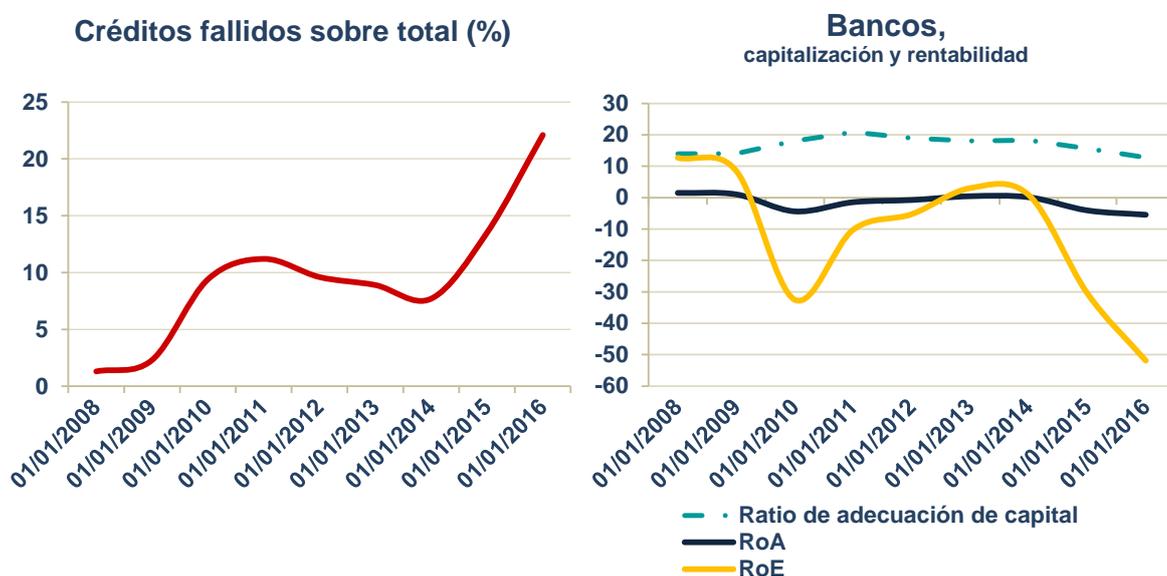
El sector bancario atravesó una grave crisis en 2008, desencadenada por una devaluación de más del 50% de la grivna, la moneda nacional⁽⁷⁾. En torno al 50% de los pasivos bancarios estaban denominados en divisas, lo que causó el incremento del peso de las deudas, dando paso a inestabilidad, fuga de depósitos y a la intervención de las autoridades para evitar un colapso general. De los 184 bancos⁽⁸⁾ 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), y más de una veintena se liquidaron. Además, se inyectaron fondos (2.100 mill.\$ del gobierno y otros 2.000 mill.\$ de bancos extranjeros a sus filiales), lo que permitió restablecer los niveles de capital.

Cuando el sector aún no se había recuperado, se desencadenó el conflicto bélico en el este y el país sufrió una intensa recesión económica, lo que ha hecho mella en el ya debilitado sector financiero. El elevado coste de financiación ha disparado los gastos financieros (de 2014 a 2015 aumentaron casi un 25%), lo que ha penalizado el resultado del sector, que ha cerrado el ejercicio 2015 con una caída de 66.600 mill. de grivnas (2.653,58 mill.\$). Como consecuencia, la rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre el capital (ROE) han caído un 5,5% y un 52%. También se ha producido un fuerte aumento de los créditos fallidos, que al cierre de 2015 superan el 22%, de acuerdo a las cifras del Banco Central, si bien el FMI los sitúa en torno a un 44%. Los bancos ucranianos se han visto obligados a aumentar las provisiones para impagos lo que ha reducido la liquidez en el sector.

Para mejorar la situación del sector, en la segunda mitad de 2015 se introdujeron mejoras en el sistema de supervisión (incluidas pruebas de stress) y se acometió una reestructuración parcial que incluyó el cierre de 46 bancos insolventes⁽⁹⁾. Además, en septiembre de 2015 Ucrania recibió un préstamo del Banco Mundial, por importe de 500 mill.\$, que correspondía al segundo programa de asistencia para el desarrollo del sector financiero (en el marco del programa de asistencia del FMI acordado en marzo de 2015); a cambio, las autoridades se comprometían a reforzar la normativa y mejorar el marco institucional del sistema financiero. Desde diciembre de 2015 el sistema bancario comenzó a usar los estándares internacionales de contabilidad. También se ha creado el Consejo para la Estabilidad Financiera y se ha aprobado la Ley del Fondo de Garantía de Depósitos, entre otras medidas.

-
- (7) 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.
- (8) 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.
- (9) Entre los que se encontraban tres grandes bancos (Delta Bank, Nadra Bank, y el Banco para la Finanza y el Crédito).

No obstante, pese a estas mejoras y a la inyección de fondos, el sector es muy vulnerable, especialmente al riesgo de una fuga de los depósitos si la divisa registra una mayor presión a la baja. Los depósitos en moneda nacional cayeron un 14% y los denominados en moneda extranjera un 37% en 2015. La fuerte depreciación de la grivna ha vuelto a demostrar el problema del desajuste de divisas: el volumen de préstamos en moneda nacional era casi equiparable al denominado en moneda extranjera, en un contexto de fuerte salida de capitales y caída de las exportaciones. Por el momento, los límites a la retirada de fondos y los controles de capitales han permitido sostener el sector. Resolver la crisis bancaria requerirá una mayor inyección de fondos públicos, no disponibles por el momento, si bien algunas de las necesidades de recapitalización las están cubriendo los accionistas privados⁽¹⁰⁾.



Fuente: Banco Central de Ucrania

4. FINANZAS PÚBLICAS

- Déficits persistentes y de carácter estructural, muy marcados por los ciclos electorales.
- La deuda pública se sitúa en torno al 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.

Ucrania ha registrado saldos deficitarios en sus cuentas públicas 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. A lo anterior se añaden los generosos subsidios al sector energético, y los gastos fastuosos con motivo de la Eurocopa de 2012. Por el lado de los

(10) Ucrania declaró su intención de pasar a los estándares internacionales en el sector bancario en 1998; sin embargo, el proceso de la transformación comenzó y se acabó en el 2015.

ingresos, la recaudación impositiva ha sido menor de lo esperado, al igual que los ingresos derivados de la Eurocopa, lo que se ha traducido en un aumento del déficit en los tres últimos años.

Al margen de la adversa situación coyuntural, Ucrania adolece de un gasto público elevadísimo (en torno al 53% del PIB), que no se canaliza hacia unos servicios públicos de calidad, sino que parte acaba en manos de elites corruptas. Uno de los principales problemas es el coste de los subsidios a la energía que, representan en torno al 10% del PIB. El precio interno del gas está alrededor de 50\$/1.000 m³, muy por debajo de su precio de importación (Gazprom cobra en torno a los 400\$/1.000 m³). Además, esto genera un incentivo al consumo de energía. 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. Así pues, las cuentas públicas están lastradas por el déficit endémico de la empresa estatal Naftogaz⁽¹¹⁾, que en 2014 ascendió a un 5,6% del PIB.



Fuente: Institute of International Finance

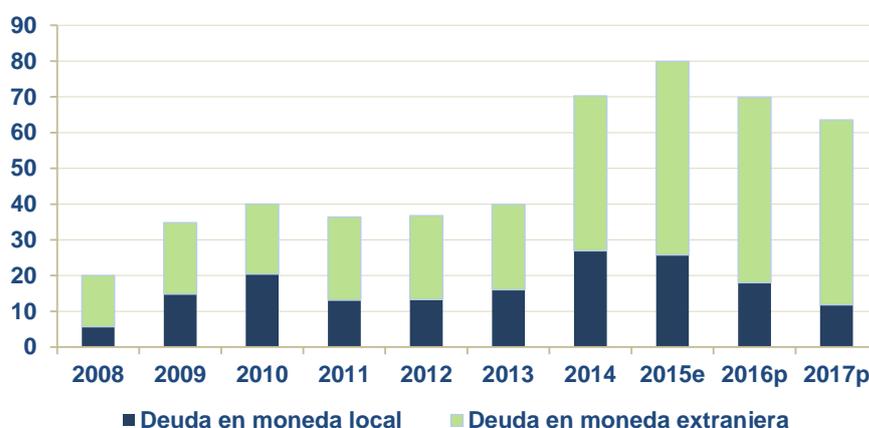
Otra partida de gasto excesiva son las pensiones, que durante la presidencia de Yanúkovich alcanzaron el máximo de un 18% del PIB (que es más del doble que la media europea)⁽¹²⁾. En Ucrania la edad de jubilación es de 57 años para las mujeres y 60 para los hombres, muy por debajo de los 67 que tienen la mayoría de los países europeos. Actualmente las pensiones están cayendo al no estar indexadas a la inflación, lo que reduce esta partida del presupuesto, aunque no de la forma más equitativa.

El déficit público alcanzó un máximo del 10% del PIB en 2014 (incluido el déficit de Naftogaz). En 2015 se ha llevado a cabo un fuerte ajuste, que ha logrado reducir ese desequilibrio a la mitad (5,2%)⁽¹³⁾. En primer lugar, se ha logrado reducir el déficit de Naftogaz a través del aumento de las tarifas y gracias a los menores precios del gas importado. En segundo lugar, los ingresos en este último año crecieron en torno a un 25%, alimentados por la inflación, frente a los gastos que, aunque crecieron, lo hicieron por debajo de los primeros. El 85% de este déficit se financia con fondos externos, reflejo de la fuerte dependencia de la financiación exterior.

-
- (11) Naftogaz es la responsable de la importación y distribución de gas natural ruso en Ucrania y del paso por territorio ucraniano del gas de la rusa Gazprom rumbo a Europa. Naftogaz protagonizó en 2014 un escándalo de corrupción que acabó con la detención del presidente.
 - (12) El Ministro de Política Social, Andrey Reva, ha declarado en mayo de este año que el déficit del Fondo de Pensiones asciende a 5.800 mill.\$, lo que la coloca al borde de la bancarrota.
 - (13) Algunas fuentes lo sitúan muy por debajo de esta cifra (el EIU en un 1,4% del PIB y el FMI en el 1,1%). De la evolución de los ingresos y gastos parece más realista asumir que la cifra está más próxima del 5% del PIB que del 1% del PIB.

Respecto a la deuda pública, hasta 2013 se mantuvo por debajo del 41% del PIB; como consecuencia de la escalada del déficit, en 2014 se registró un importante aumento, hasta el 70,3% del PIB, y en 2015 cerró próxima al 80%. Se trata de una cifra demasiado alta para una economía emergente con dificultad de acceso a los mercados internacionales, máxime si se tiene en cuenta que más de la mitad de la deuda pública está denominada en divisas, lo que supone una fuente de vulnerabilidad en caso de depreciación de la moneda. El ejecutivo tiene como objetivo reducirla al 71% del PIB para 2020, si bien hay dudas razonables acerca de la capacidad del país para generar la combinación de crecimientos del PIB y superávit fiscales primarios necesarios para reducir el ratio de la deuda sobre el PIB.

Deuda pública (% del PIB)



Fuente: IIF

Dentro del programa de reformas acordado con el FMI se encuentra la del sistema tributario. El 1 de enero de 2016 entró en vigor una reforma al Código Tributario y la Ley relativa al Presupuesto del Estado para 2016. La reforma tiene como objetivo aumentar la transparencia y eficacia en la imposición y reducir la economía sumergida. El objetivo de déficit para 2016 es del -3,7% del PIB, algo que será complicado de cumplir, especialmente teniendo en cuenta que este año se aplica un recorte en el tipo impositivo sobre los salarios (se pasa del 40% de media a un tipo plano del 22%⁽¹⁴⁾), con el fin de incentivar la regularización de la economía informal. Sin embargo, este objetivo, si se logra, tendrá impacto a medio plazo, en tanto que, en el corto plazo, la medida podría implicar una caída de los ingresos impositivos de cerca de un 3% del PIB. Compensar esta caída no será fácil. Se han aprobado medidas dirigidas a reforzar la administración fiscal y limitar los gastos (incluyendo las pensiones), aunque probablemente no serán suficientes, máxime si no se ataca el problema de la corrupción en la administración pública. De hecho el IIF, prevé un déficit del 4,2% del PIB para 2016.

(14) La reforma establece que la contribución a la seguridad social de los trabajadores sea plana, con una tasa del 22%, en lugar de varios tipos que oscilan entre el 36,76% hasta el 49,7%.

	S&P	Moody's	Fitch
Clasificación	B-	Caa3	CCC
Perspectiva	Estable	Estable	Estable

Ucrania ha sufrido sucesivas degradaciones de su calificación crediticia desde que estalló el conflicto. Moodys lo califica en la actualidad en la categoría de “En suspensión de pagos con pocas posibilidades de recuperación”. Fitch lo sitúa un par de escalones por encima, en el nivel de “Riesgos sustanciales” y S&P como “altamente especulativa”. Sí que es cierto que las calificaciones han mejorado ligeramente a finales del año pasado y también las perspectivas, de “negativa” a “estable”, gracias fundamentalmente al acuerdo de reestructuración de la deuda externa alcanzado con sus acreedores en agosto del año pasado, del que después se habla.

5. SECTOR EXTERIOR

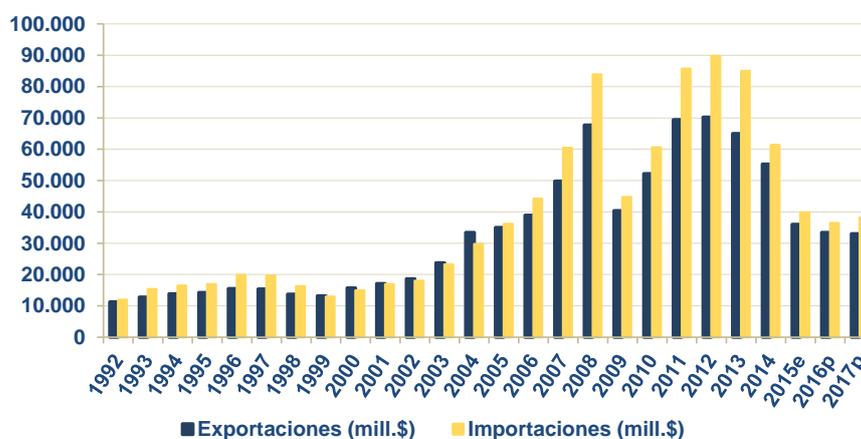
- La posición exterior del país es muy preocupante. Ucrania presenta desequilibrios graves e insostenibles cuyo ajuste ha ido postergándose a través del endeudamiento exterior y, más recientemente, vía reestructuraciones y condonaciones de la deuda externa y asistencia financiera del FMI.
- La defensa del tipo de cambio hizo caer las reservas hasta niveles mínimos lo que forzó al abandono de las intervenciones cambiarias.

Ucrania es un país abierto, con un grado de apertura del 83%. Sin embargo, el comercio se concentra en un número reducido de productos y destinos. La política fiscal expansiva ha estimulado la demanda nacional (singularmente el consumo), al tiempo que se reducía la demanda exterior especialmente a partir de 2009, 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. Estos problemas estructurales acabaron desembocando en un déficit por cuenta corriente del 9,2% del PIB en 2013, que obedecía al elevado déficit de la balanza comercial, pero también al aumento de los pagos por intereses derivados del mayor endeudamiento externo.

En este contexto estalló la crisis de Crimea y las hostilidades con Rusia, que han venido acompañados de una “guerra comercial”, con imposición de sanciones incluidas. Como resultado, los flujos comerciales se han ralentizado y el nivel de confianza en el mercado ucraniano se ha deteriorado. Rusia impulsó en diciembre de 2015 tres tipos de sanciones: 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 supone una subida aproximada del 7% en los aranceles y restricciones al tránsito de productos con origen Ucrania y

destino Kazajstán y el Cáucaso⁽¹⁵⁾. Es difícil medir el impacto de estas sanciones, pero no hay que olvidar que Rusia es el segundo destino de las exportaciones ucranianas después de la UE y ocupa el primer puesto en cuanto al origen de las importaciones. El Banco Central de Ucrania prevé que las exportaciones de mercancías a Rusia en 2016 bajen un 30% tanto por las restricciones, como por factores económicos, lo que supondrá una pérdida cercana a los 1.300 mill.\$. Ucrania ha respondido 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)⁽¹⁶⁾.

Balanza comercial



Fuente: IIF

Como era de esperar, en 2015 los flujos comerciales se han reducido drásticamente. Las exportaciones cayeron en torno a un 30%, hasta 36.000 mill.\$. 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 los precios internacionales. Además, requieren un uso intensivo de energía, y para ser competitivas necesitan la subvención energética del Estado, con lo que es previsible que con las nuevas tarifas su competitividad se reduzca aún más. 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).

- (15) Los camiones ucranianos no pueden cruzar la frontera ucraniano-rusa, de modo que sólo pueden hacerlo a través de unos check points determinados en la frontera entre Rusia y Bielorrusia; igualmente, sólo podrán entrar en Kazajstán a través de check points determinados previamente.
- (16) Todas estas medidas han sido notificadas a la OMC. La UE ha pedido que no se restrinja el tránsito de mercancías rusas por territorio ucraniano, ya que eso invalidaría las reclamaciones de las vulneraciones rusas e impediría el apoyo de la UE en el seno de la OMC.

En paralelo, la depreciación de la divisa, la recesión económica y los controles administrativos han conducido a una notable reducción de las importaciones en 2015 (en torno a un 35%), hasta los 39.800 mill.\$ (52% del PIB). En cuanto a su composición, las de mayor importancia son las energéticas (36% del total), seguidas de maquinaria y equipamiento industrial (24%), químicos, medicamentos y plásticos (18%), y agroalimentarios (8%). El déficit comercial que Ucrania padece desde 2005 se ha reducido a la mitad, hasta 3.800 mill.\$, básicamente porque la caída de las importaciones ha sido más intensa.



Fuente: IIF

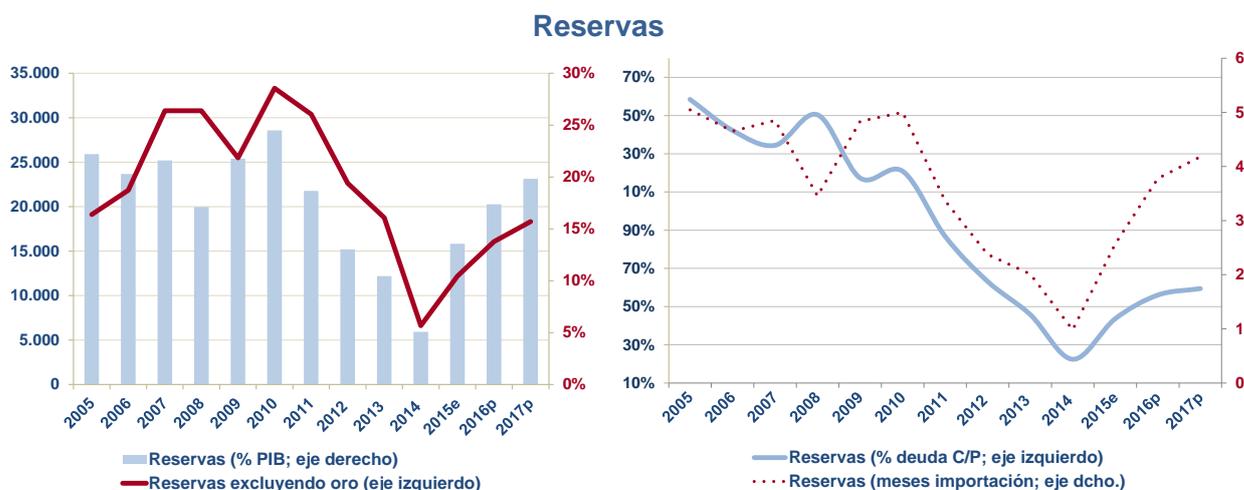
Esta reducción del saldo deficitario comercial ha redundado en una fuerte corrección del déficit por cuenta corriente. Como ya se ha mencionado, este desequilibrio registró una cifra muy elevada en 2013 (9,2% del PIB), y se ha reducido en los dos últimos años hasta el 2,6% del PIB, también favorecido por el descenso del déficit de servicios y rentas.

La parte comercial del acuerdo de asociación entre la Unión Europea y Ucrania firmado en junio de 2014 ha entrado en vigor en enero de este año⁽¹⁷⁾. Las exportaciones de la UE a Ucrania suman unos 17.000 mill.€ entre las que destacan la maquinaria y electrodomésticos, equipos de transporte, químicos y bienes manufactureros. Ucrania exporta unos 14.000 mill.€ al club comunitario, destacando los metales, verduras, productos minerales, maquinaria y electrodomésticos. Algunos estudios sugieren que la mera implementación 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.

La cuenta financiera ha registrado un saldo superavitario en 2015, derivado de la entrada de fondos oficiales así como de IDE privada para recapitalizar bancos de propiedad extranjera. Como resultado, este año se han acumulado reservas por primera vez desde hace un lustro. El

(17) Esto debe dar lugar, a medio y largo plazo, no sólo en la obvia supresión recíproca de aranceles a todo tipo de bienes, sino también a una convergencia progresiva en materia legislativa (homologación a la normativa europea, principalmente) y otros aspectos como el acceso ucraniano al Banco Europeo de Inversiones, una futura libre circulación sin necesidad de visados, o diferentes puestas en común en materia de seguridad y defensa.

nivel de reservas venía cayendo de forma preocupante desde 2010, a causa de la defensa del tipo de cambio y de la necesidad de financiar el déficit corriente. En 2014 alcanzaron un mínimo de 6.600 mill.\$, con lo que apenas cubrían un mes de importaciones y un 22% de la deuda a corto plazo. La asistencia financiera del FMI y la entrada de otros fondos oficiales ha supuesto un balón de oxígeno para la economía ucraniana, ya al borde de la bancarrota. Además, el Banco Central se vio forzado a abandonar las intervenciones y dejar de controlar el tipo de cambio, cuya defensa suponía un elevadísimo coste en reservas. En 2015 éstas han aumentado hasta los 12.000 mill.\$, lo que cubre 2,6 meses de importaciones (aún por debajo del umbral recomendado de los tres meses) y tan solo un 44% de la deuda a corto.



Fuente: IIF

6. DEUDA EXTERNA

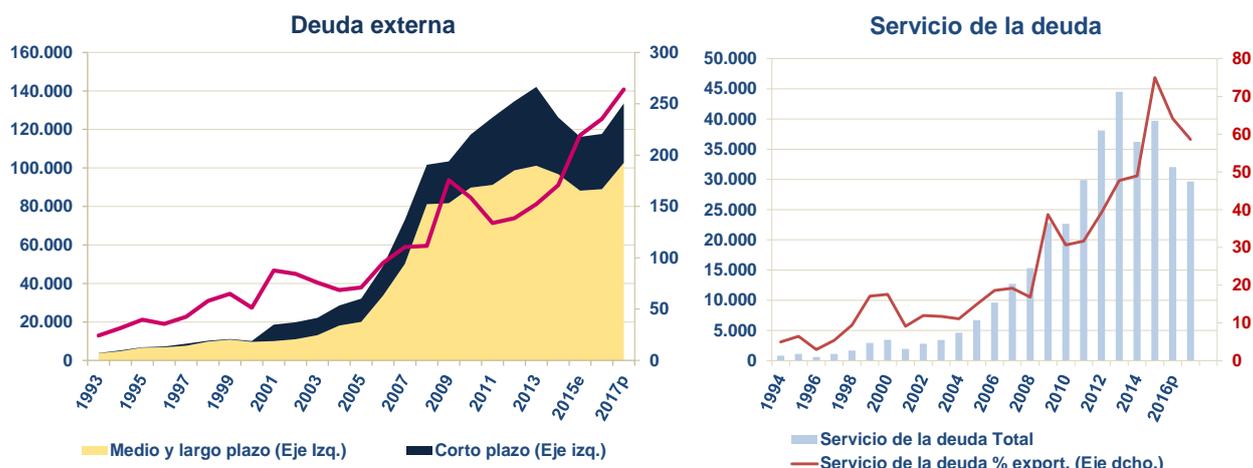
- La deuda externa ha tendido al alza. Actualmente, dada la fuerte recesión, su peso como porcentaje del PIB se sitúa en niveles preocupantes (130% del PIB).
- El elevado servicio de la deuda forzó una reestructuración de la misma con quita incluida.
- El programa de asistencia financiera del FMI, cuyos desembolsos dependen del cumplimiento de un programa de reformas, es vital de cara al cumplimiento de un complicado calendario de amortizaciones en los próximos 5 años.

El peso de la deuda externa se ha incrementado rápidamente durante la última década, en especial a partir de la devaluación de 2008. Tras alcanzar un máximo de 142.000 mill.\$ en 2013, desde entonces su valor se ha reducido hasta los 116.000 mill.\$ en 2015. No obstante, debido a la fuerte recesión económica, como porcentaje del PIB ha aumentado mucho en 2015, hasta cerca del 130% del PIB y 219% de las exportaciones.

El grueso de la deuda está en manos de acreedores privados no bancarios. En segundo lugar se encontraba tradicionalmente la banca comercial, pero se ha ido reduciendo su presencia 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.

El peso del servicio de la deuda se incrementó gradualmente hasta 2013; a partir de entonces ha mejorado ligeramente gracias al aumento del peso de la financiación oficial. Pese a todo, continúa siendo muy gravoso. En la actualidad, el servicio de la deuda asciende a 39.000 mill.\$, una cifra que equivale a un elevado 75% de los ingresos exteriores corrientes, debido a la fuerte caída en el volumen de exportaciones.



Fuente: IIF

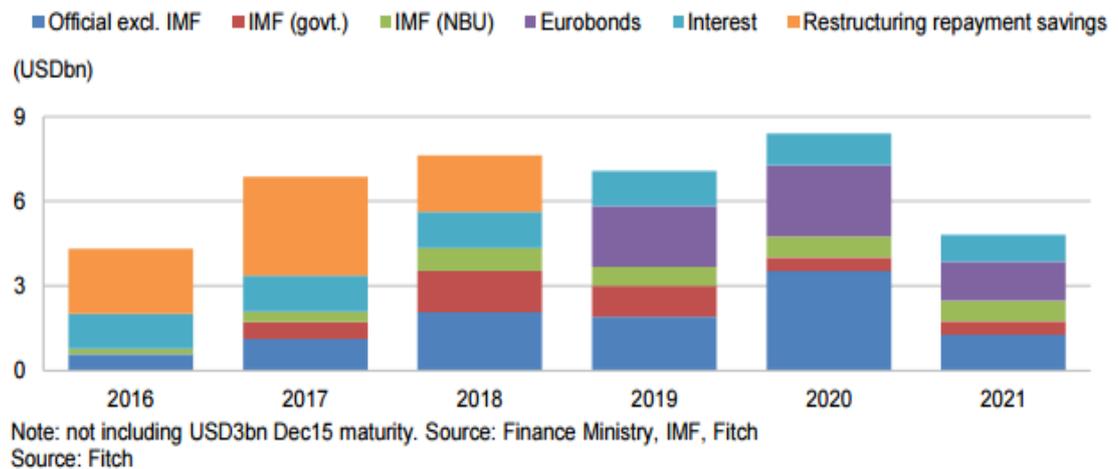
Como ya se ha comentado, en marzo de 2015 el FMI concedió una nueva línea de crédito a Ucrania bajo la forma de *Extended Fund Facility (EFF)*, por valor de 17.500 mill.\$ que debe liberar en cuatro años. El FMI, en aquel momento, identificó unas necesidades de financiación adicionales por valor de 40.000 mill.\$, y medió para lograr un acuerdo de reestructuración de la deuda. En aquel momento el FMI no calificó la deuda de “insostenible”, sino de “sostenible con alta probabilidad” en el caso de que se contase con un acuerdo de reestructuración de la misma.

En agosto de 2015, y ya al borde de la bancarrota, se acordó con el comité de acreedores la reestructuración de cerca de un 20% de la deuda total de Ucrania, que incluyó la condonación de parte de la misma (una quita del 20%)⁽¹⁸⁾. La deuda objeto de reestructuración ascendía a 19.300 mill.\$ con lo que la condonación es de unos 3.800 mill.\$. 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 establecido inicialmente. Rusia no quiso sumarse al comité de acreedores, a pesar de que el presidente ucraniano, Petro Poroshenko, advirtió que Kiev devolvería el préstamo a Rusia en las mismas condiciones que al resto. En consecuencia, en diciembre de ese mismo año Ucrania declaró una moratoria en el pago a Rusia

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

de 3.500 mill.\$⁽¹⁹⁾. Rusia, que exige la reintegración completa del dinero, demandó a Ucrania por el impago ante los tribunales internacionales. Además, insistió que al tratarse de deuda “oficial”, su impago debía bloquear cualquier apoyo financiero del FMI. Para evitar tener que interrumpir el programa con Ucrania por este motivo, la Junta Directiva del FMI modificó la política de la institución sobre préstamos a países con retrasos de pagos a acreedores oficiales, para permitir los siguientes desembolsos del *Extended Fund Facility*.

Sovereign External Debt Repayments



La ayuda del FMI es vital de cara a poder cumplir con los compromisos de pago. A pesar de que parece que se va a reanudar en los próximos meses, el calendario de amortizaciones es de difícil cumplimiento. Tan solo entre 2016 y 2018 los pagos de la deuda externa soberana superan los 20.000 mill.\$. El cumplimiento de este ajustado calendario dependerá de la capacidad de Ucrania de cumplir con el programa de reformas que permita lograr cierta estabilización macroeconómica y la recuperación de la confianza.

(19) La moratoria afecta a las obligaciones estatales por valor de 3.075 mill.\$ que fueron emitidas a fines de 2013 por el Gobierno ucraniano, siendo entonces presidente Yanúkovich, y compradas por Rusia. Afecta también a dos créditos por valor conjunto de 507 mill.\$ garantizados por el Estado y facilitados por bancos rusos a empresas ucranianas.