

La inestabilidad política afecta a la recuperación económica

VALORACIÓN POR PAÍSES	PUNTOS FUERTES Y PUNTOS DÉBILES	PANORAMA ECONÓMICO	ESTRUCTURA COMERCIAL	LA COMPLEJIDAD DE LA COBRANZA
-----------------------	---------------------------------	--------------------	----------------------	-------------------------------

D4

ALTO RIESGO para las empresas



PIB	112.000.000.000 USD (ranking mundial: puesto 60, Banco Mundial 2017)
Población	44,8 millones (ranking mundial: puesto 31, Banco Mundial 2017)
Forma de estado	República
Jefe del Gobierno	Volodymyr ZELENSKY (presidente)
Próximas elecciones	2024, presidenciales y legislativas

PUNTOS FUERTES

- Tierra negra fértil.
- Predisposición de las Instituciones Financieras Internacionales y de los donantes bilaterales a prestar apoyo financiero a Ucrania.

PUNTOS DÉBILES

- Graves conflictos con los separatistas del este de Ucrania...
- ...y con Rusia (que apoya a los separatistas).
- Historial de inestabilidad política e ineficiencia gubernamental; débil marco constitucional.
- Alta dependencia económica de Rusia (principal socio comercial y, en particular, proveedor de gas natural).
- Pobre historial de política económica.
- Vulnerabilidad del tipo de cambio.
- Reservas de divisas modestas, lo que implica un riesgo significativo de transferencia y de convertibilidad.
- Elevada deuda pública, de la cual un 60% está expresado en divisas.
- Deuda externa muy alta.
- Entorno empresarial generalmente débil.



- Crisis económicas y políticas prolongadas.
- El crecimiento se ralentiza mientras la política económica sigue en terreno accidentado.
- El riesgo de liquidez externa sigue siendo elevado.

Crisis económicas y políticas prolongadas

Ucrania ha estado inmersa en una crisis económica desde 2011 y en recesión desde mediados de 2012 hasta 2015. En 2014 y 2015, el violento conflicto entre las fuerzas gubernamentales y los separatistas en el este de Ucrania, sumado a la grave desavenencia con Rusia (que anexó Crimea en marzo de 2014 y secunda a los separatistas) agravaron drásticamente la situación, lo que condujo a dos años de profunda recesión (-6,6% en 2014 y -9,8% en 2015). La economía de Ucrania volvió a registrar un crecimiento modesto en el período de 2016 a 2018 (con una media del +2,7%) pero se ha mantenido frágil en general y dependiente del apoyo financiero internacional.

Tras el segundo acuerdo de alto el fuego suscrito en febrero de 2015, los combates en el este se moderaron en cierta medida, aunque con varios estallidos posteriores, el último a finales de 2018, cuando Rusia capturó tres buques de guerra ucranianos al este de Crimea en las aguas territoriales compartidas del Mar Negro. Las tensiones renovadas pusieron de relieve una vez más que el conflicto dista de haber concluido y puede volver a escalar en cualquier momento; no se puede descartar por completo una guerra accidental.

En mayo de 2019, Volodymyr Zelensky sucedió a Petro Poroshenko como presidente, después de ganar la segunda vuelta de las elecciones presidenciales de abril por una aplastante mayoría, con el 73% de los votos. Los fracasos de Poroshenko durante su mandato incluyeron unos mediocres resultados en cuanto a las reformas ordenadas por el FMI, escasos progresos en la lucha contra la corrupción y prácticamente ningún avance con respecto a la insurgencia respaldada por Rusia que tuvo lugar en el este de Ucrania. Abordar estos últimos dos temas fue una promesa clave de

la campaña de Zelensky, pero no esperamos que se produzcan avances rápidos y significativos al respecto durante los próximos dos años más o menos, a pesar de que Zelensky ha convocado elecciones anticipadas para el 21 de julio de 2019 con el fin de crearse una base en el parlamento. A corto plazo, ya se ha planteado un desafío económico: Rusia ha anunciado que prohibirá las exportaciones de petróleo y carbón a Ucrania a partir de junio. Dado que Rusia representa el 35% y el 65% de las importaciones totales de petróleo y carbón de Ucrania, respectivamente, prevemos una escasez de suministro y, en consecuencia, un aumento de la inflación en el 2S de 2019.

El programa del FMI acordado en marzo de 2015 se canceló en diciembre de 2018. Más desviado que centrado en los objetivos previstos, fue el reflejo de un proceso muy lento de reformas estructurales. Un problema importante había sido la introducción de una ley contra la corrupción. A finales de 2018, el gobierno finalmente adoptó dicha ley, pero su aplicación, incluyendo la constitución formal del tribunal respectivo, requerirá tiempo. En consecuencia, la cuarta revisión del programa de financiación del FMI (de marzo de 2015 a marzo de 2019), que estaba programada para mayo de 2017, se dejó pendiente hasta finales de 2018 (al igual que la financiación).

En su lugar, el FMI aprobó un nuevo un Acuerdo de Reserva de 14 meses de duración para Ucrania, con una financiación de unos 3.900.000.000 USD, a finales de 2018. Se desembolsaron inmediatamente 1.400.000.000 USD. El siguiente tramo se ha pospuesto hasta después de las elecciones anticipadas de julio. Sin embargo, la financiación total del nuevo programa es muy inferior a la del programa anterior (17.500.000.000 USD). En general, el lento progreso de las reformas no es un buen augurio para las perspectivas económicas de Ucrania a medio plazo.



El crecimiento se ralentiza mientras la política económica sigue en terreno accidentado.

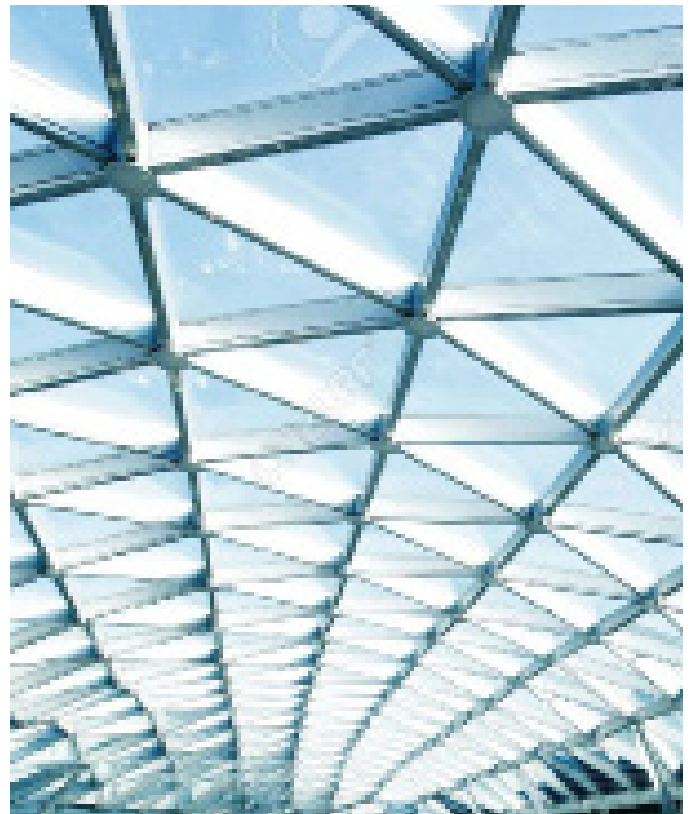
La recuperación pierde ímpetu

El crecimiento del PIB real se desaceleró a un mínimo de cinco trimestres del +2,5% interanual en el 1T de 2019 (desde el +3,5% registrado en el 4T y el +3,3% del ejercicio 2018 completo). Al igual que sucedió en 2018, el crecimiento no estuvo equilibrado en el 1T, principalmente debido a un repunte del gasto de los consumidores (+10,9% interanual) y la inversión fija (+17,4%), estando esta última impulsada por un auge de la construcción. Sin embargo, las existencias restaron unos destacados -5,9 pp al crecimiento del 1T. El gasto público se contrajo un -8,3% interanual. La actividad de comercio exterior se recuperó ligeramente y el comercio neto tan solo restó -0,4 pp al crecimiento del 1T. En el frente de la producción, la construcción se disparó un +26,8% interanual en el 1T, mientras que los servicios y la agricultura registraron aumentos razonables. La producción industrial fue el punto débil, con un descenso del -1,5% interanual.

Euler Hermes espera que el crecimiento económico anual se establezca en torno al +2,5% en 2019 y 2020, y que la demanda interna privada siga siendo el motor clave del crecimiento. Sin embargo, el nivel anual del PIB en 2020 se situará alrededor del -4% por debajo del nivel de 2012 y un -10% por debajo del nivel de 2008 (es decir, antes de la crisis financiera mundial que también asestó un duro golpe a Ucrania). Además, prevalece la degradación de riesgos en nuestro pronóstico, incluida la intensificación renovada de la inestabilidad política y las alteraciones en los programas de financiación internacional.

Los riesgos monetarios e inflacionarios han disminuido pero no han desaparecido

Después de que el Banco Nacional de Ucrania (BNU: el banco central) abandonara el régimen de paridad de la UAH al USD (a 1:8) en febrero de 2014, la moneda experimentó una fuerte corrección a la baja y una enorme volatilidad. A finales de 2016, había perdido alrededor de -70% de su valor. Desde entonces, la UAH se ha estabilizado más o menos de manera acorde a la economía, registrando unas pérdidas razonablemente reducidas en 2017 y 2018 y unas ganancias del +6% en el 1S de 2019. La brecha entre el tipo de cambio oficial y el tipo medio del mercado de divisas prácticamente se ha desvanecido, lo que refleja una disminución de la degradación de las presiones sobre la moneda. Euler Hermes espera que el tipo de cambio se mantenga relativamen-



te estable en general hasta mediados de 2020, aunque es probable que se produzcan episodios de volatilidad en respuesta a acontecimientos políticos relevantes y/o datos económicos sorprendentes.

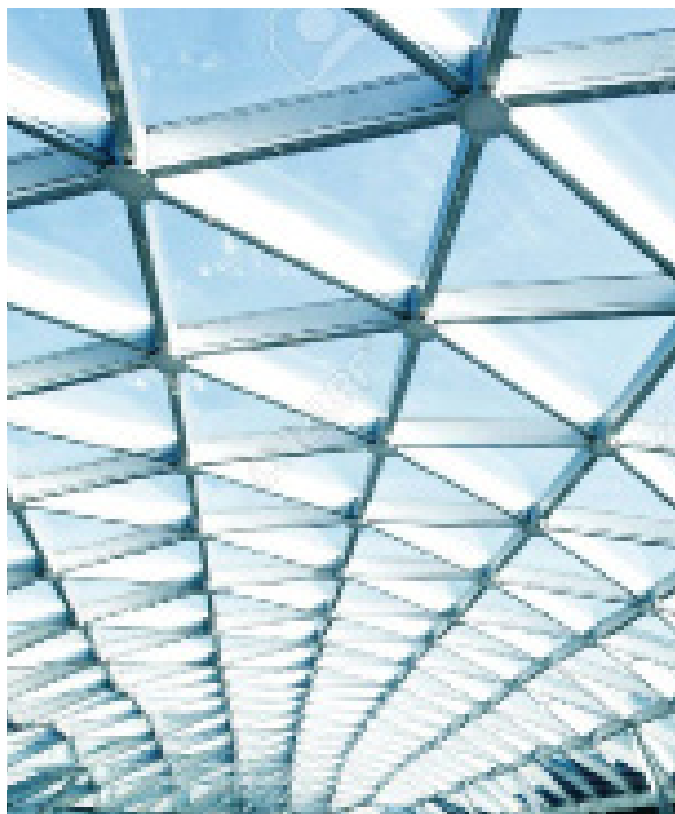
A la par con la estabilización de la UAH, en su mayor parte, la inflación general se ha ido desacelerando desde un máximo del 60,9% interanual en abril de 2015 y una media anual del 48,7% en el año 2015 en conjunto, hasta el 10,9% en 2018 y un mínimo reciente del 8,6% interanual en marzo de 2019. No obstante, a partir de aquel momento la inflación volvió a repuntar hasta el 9,6% interanual en mayo de 2019 y esperamos que se mantenga próxima al 10% durante lo que queda de año debido a la prohibición rusa de exportar petróleo y carbón a Ucrania (véase más arriba). Se prevé que en 2020 la inflación caiga hasta una media del 7,5%.

Tras un período de restricción monetaria hasta septiembre de 2018, el BNU redujo su tipo de interés de política monetaria clave en 50 pb, hasta el 17,5% en abril de 2019. Una vez que la inflación recupere su trayectoria hacia el rango objetivo del BNU del 6% \pm 2 pp, es probable que la relajación monetaria continúe con el fin de apoyar la recuperación.

Las finanzas públicas siguen siendo una preocupación esencial

Las finanzas públicas se deterioraron rápidamente tras las crisis de 2014, con un déficit fiscal que alcanzó un máximo del -10,1% del PIB en 2014 y una deuda pública que se elevó hasta el 81% del PIB en 2016 (desde el 37% anotado en 2011). Desde mayo de 2014, el apoyo financiero del FMI, la UE y otros socios bilaterales y multilaterales, así como una reestructuración de la deuda de unos 15.000.000.000 USD con 13 acreedores privados, contribuyeron a estabilizar las finanzas públicas.

En este contexto, el déficit fiscal se redujo y se ha mantenido por debajo del -3% del PIB desde 2015, nivel en el que debería permanecer hasta 2020. Sin embargo, la deuda pública sigue siendo muy elevada, en torno al 64% del PIB, lo que plantea problemas de refinanciación y un riesgo para la recuperación a medio plazo.



El riesgo de liquidez externa sigue siendo elevado

La crisis de la balanza de pagos aumentó en 2014, ya que el déficit por cuenta corriente (-3,9% del PIB) estuvo acompañado de un gran déficit de la cuenta de capital (-7% del PIB) debido a la fuga de capitales. Como resultado, las reservas de divisas se redujeron a un mínimo de 4.700.000.000 USD en febrero de 2015, a pesar del apoyo financiero internacional.

Desde 2016, la cuenta de capital ha vuelto a registrar superávits anuales del +5% o más del PIB, atenuando en cierta medida los problemas de la balanza de pagos. De todos modos, el déficit por cuenta corriente volvió a aumentar hasta el -3,7% del PIB en 2018 y tan solo la mitad se cubrió con entradas netas de IED, es decir, el resto tuvo que ser financiado a través de deuda a corto plazo de mayor riesgo. Pronosticamos que el déficit externo se mantendrá elevado en torno al -4% del PIB en 2019 y 2020.

En otro orden de cosas, las reservas de divisas se han recuperado hasta alrededor de 19.000.000.000.000 USD a principios de 2019. Con todo, esta cifra es solo suficiente en términos de cobertura de las importaciones (3 meses). En otros términos, de todos modos, las reservas cubren únicamente el 40% del total de pagos de deuda externa (pública y privada) con vencimiento en los próximos 12 meses, porcentaje muy inferior a un nivel satisfactorio del 100%. Como consecuencia, el riesgo de impago seguirá siendo muy alto, no solo en el sector privado sino también en el sector público, especialmente si el apoyo financiero externo sigue siendo objeto de frecuentes interrupciones. La deuda externa total seguirá siendo considerable y superará el 100% del PIB en 2019 y 2020.

ESTRUCTURA COMERCIAL POR DESTINO/ORIGEN

(% DEL TOTAL)

Exportaciones	Rango	Importaciones
Rusia 13% 	1	20% Rusia 
Turquía 7% 	2	10% Alemania 
China 7% 	3	10% China 
Egipto 5% 	4	6% Bielorrusia 
Polonia 5% 	5	6% Polonia 

ESTRUCTURA COMERCIAL POR PRODUCTO

(% DEL TOTAL)

Exportaciones	Rango	Importaciones
Productos agrícolas; comestibles 38%	1	32% Productos minerales (incl. petróleo y gas)
Metales y productos metálicos 25%	2	16% Maquinaria
Maquinaria 10%	3	13% Productos químicos y farmacéuticos
Productos minerales (incl. petróleo y gas) 8%	4	9% Productos agrícolas; comestibles
Productos químicos y farmacéuticos 6%	5	7% Plásticos y caucho



Pagos



Procedimientos judiciales



Procedimientos concursales

