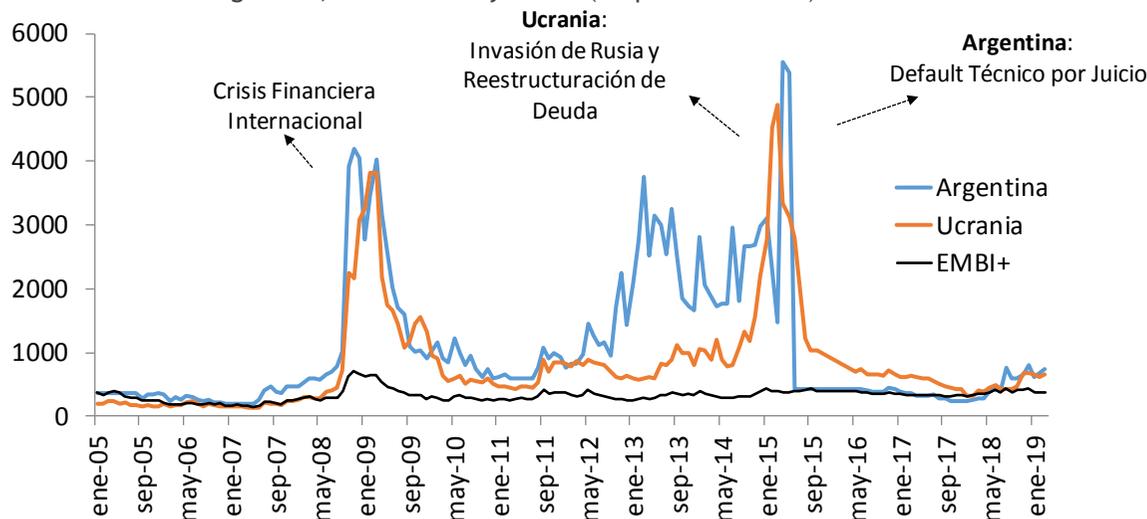


Ucrania y una curiosa semejanza

Aunque con una geopolítica marcadamente distinta, se observa una curiosa correlación en la evolución de los *Credit Default Swaps* (CDS) y cotizaciones de la deuda del sector público entre Argentina y Ucrania.

Gráfico N° 1: CDS Argentina, CDS Ucrania y EMBI+ (en puntos básicos)



Fuente: QF en base a Bloomberg

Características salientes de la economía ucraniana:

- Importante dependencia del ciclo económico con los términos del intercambio: 44% de sus exportaciones son agrícolas y 44% están relacionadas con el acero de bajo valor agregado.
- La deuda del sector público representa el 65% del PBI y el 70% está nominado en moneda extranjera.
- En 2008/2009 tuvo un aumento significativo del déficit fiscal y de cuenta corriente que llevó al país un acuerdo con el FMI. En los años subsiguientes, los desequilibrios se redujeron marginalmente y volvieron a escalar en 2013/2014, cuando el déficit fiscal alcanzó el 4,8% del PBI y el de cuenta corriente, 9,2% del PBI. Una de las principales fuentes del déficit fiscal habría sido los subsidios a las tarifas energéticas.

“Best Investment Bank Argentina 2017”
por Global Finance

Daniel Marx
Juan Sommer - Consejero
Virginia Fernández
Fernando Baer
Ariel Chirom

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

Historia reciente de Ucrania

En 2014, la invasión de Rusia fue el desencadenante que llevó a Ucrania a una crisis económica y financiera de magnitudes considerables destacándose, en el período 2014 y 2015, una caída acumulada del PBI superior al 15% y una devaluación de más del 100% de la moneda que llevó a una inflación de casi el 50% anual (ver tabla N° 1), repitiendo el ciclo de devaluación e inflación que se había vivido en el 2008/2009.

Ucrania tuvo una serie acuerdos activos tipo *stand by* con el FMI desde el 2008 hasta que en 2015 fue necesario solicitar un *Extended Fund Facilities (EFF)*, que está especialmente destinado a situaciones en donde son necesarios plazos mayores para aplicar reformas estructurales. En su pico, la asistencia del FMI alcanzó el 15% del PBI (US\$ 17.500 Millones), adicionales a la asistencia especial que recibió de otros organismos.

Las medidas que exigió el nuevo programa se centraron en reformas estructurales tales como: a) reforma previsional, b) recapitalización del sistema bancario, c) eliminación de déficit fiscal en dos años, d) reformas del Estado (modificaciones en el sistema judicial, impositivo, gerenciamiento de empresas estatales, transparencia, etc.), e) liberación del mercado cambiario junto con política monetaria restrictiva y f) reestructuración de la deuda externa privada del sector público.

Tabla N° 1: Variables Macro Seleccionadas de Ucrania

PIB Nominal 2017 US\$ 112 mil MM

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------------|------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | Var. % anual | | | | | | | | | | | |
| Crecimiento | 8.2% | 2.2% | -15.1% | 0.3% | 5.5% | 0.2% | 0.0% | -6.6% | -9.8% | 2.4% | 2.5% | 3.3% |
| Inflación (prom.) | 12.8% | 25.2% | 15.9% | 9.4% | 8.0% | 0.6% | -0.3% | 12.1% | 48.7% | 13.9% | 14.44% | 11.0% |
| Tipo de Cambio Nominal (prom) | -0.1% | 7.9% | 48.7% | -1.7% | 0.6% | 1.2% | 0.9% | 50.2% | 80.6% | 16.4% | 3.6% | 2.1% |
| | US\$ miles de millones | | | | | | | | | | | |
| Reservas brutas | 32.5 | 31.5 | 26.5 | 34.6 | 31.8 | 24.6 | 20.4 | 7.5 | 13.3 | 15.5 | 18.8 | 18.8 |
| | Millones | | | | | | | | | | | |
| Población | 46.2 | 46.0 | 45.8 | 45.6 | 45.5 | 45.5 | 45.3 | 45.2 | 42.8 | 42.6 | 42.4 | |
| | % del PBI | | | | | | | | | | | |
| Rdo fiscal consolidado | -1.9% | -3.0% | -6.0% | -5.8% | -2.8% | -4.3% | -4.8% | -4.5% | -1.2% | -2.2% | -2.2% | -2.5% |
| Rdo primario | -1.4% | -2.5% | -4.9% | -4.1% | -0.8% | -2.4% | -2.3% | -1.2% | 3.0% | 1.9% | 1.6% | 1.4% |
| Deuda pública | 11.8% | 19.7% | 34.1% | 40.6% | 36.9% | 37.5% | 40.5% | 70.3% | 79.3% | 81.2% | 71.0% | 65.2% |
| Cuenta corriente | -3.5% | -6.8% | -1.4% | -2.2% | -6.3% | -8.1% | -9.2% | -3.9% | 1.7% | -1.5% | -1.9% | -3.3% |

Fuente: QF en base a Bloomberg, Banco Mundial y FMI

Reestructuración / re-perfilamiento de deuda

Durante la segunda mitad de 2015, Ucrania reestructuró la deuda del sector público, con apoyo del FMI. La deuda a reestructurar/re-perfilar sumaba US\$ 18 mil millones (25% del stock, que representaba 20% de PBI). El resultado fue una extensión de plazos de 4 años en promedio, un aumento del cupón promedio de 7,20% a 7,75% y una quita nominal del 20% del capital que fue compensada con cupones ligados al PBI. Casi la totalidad de los acreedores aceptaron la propuesta a excepción del Gobierno Ruso, que poseía US\$ 3 mil millones, por los cuales inició un juicio en los tribunales de Londres, que aún continúa.

En términos de Valor Presente (NPV), la quita fue de entre 3% y 6% (ver cuadro N°2)(1), sin embargo, si se tiene en cuenta el resultado total de la inversión, adicionando los cupones cobrado en el período considerado para el cálculo, es probable que los inversores hayan tenido una ganancia.

Tabla N° 2: Estimación de NPV post-canje

| | | Bono 5Y | Bono 8Y |
|--|-------------|--------------|--------------|
| Valores Pre-Canje (prom. 2014) | | | |
| TIR | | 10,2% | 11,2% |
| Precio Clean | [1] | 87,4% | 85,5% |
| Valores Post-Canje (prom. 2015) | | | |
| TIR | | 9,2% | 9,2% |
| Precio Clean | | 94,6% | 90,1% |
| Precio Clean (con 20% Haircut) | [2] | 75,7% | 72,1% |
| Precio del Cupón PBI | | 43,9% | 43,9% |
| Entregado por 20% de Haircut | [3] | 8,8% | 8,8% |
| Proxy pérdida NPV | [2+3] / [1] | -3,4% | -5,4% |

Fuente: Elaboración Propia en base a Bloomberg

(1) Para el cálculo, se usó como precio de entrada el promedio de 2014, año previo a la reestructuración, y como valor de salida el precio promedio de nov-dic 2015 (el canje fue a principios de nov-2015) de los bonos nuevos (con 20% de quita de capital) y el cupón PBI (el nominal entregado fue equivalente al 20% de la quita). Es importante destacar que al utilizar precios promedios se esconde la enorme volatilidad de precios que tuvieron los bonos, los cuales llegaron a costar hasta 40 US\$ por cada 100 US\$ de capital antes del fin del canje.