

INFORME RIESGO PAÍS

RUSIA

Madrid: 20 de octubre de 2015

CESCE
El valor del crédito



Las próximas elecciones parlamentarias se celebrarán en septiembre de 2016 y el presidente Putin (cuyo mandato se extiende hasta 2018) disfruta de niveles máximos de popularidad. Su discurso anti Occidental y su férrea postura en la crisis de Ucrania han logrado el apoyo popular a pesar de la recesión económica.

Problemático clima de negocios. La inseguridad jurídica, el poco transparente funcionamiento de la administración, la debilidad de algunas entidades de crédito y la extendida corrupción desincentivan la entrada de capital extranjero. Gobierno de carácter autoritario con fuerte intervencionismo del Estado en la economía.

Extrema dependencia de los hidrocarburos. La amplia dotación de recursos energéticos y la coyuntura de precios de la pasada década han transformado la estructura productiva del país en una economía casi monoexportadora. El crecimiento del PIB, la situación de las cuentas públicas y el saldo exterior son enormemente dependientes de la evolución del precio del barril.

Desaceleración del crecimiento desde 2011, resultado de preocupantes restricciones al crecimiento de carácter estructural. La tendencia descendente de la inversión, de por sí reducida; el deficiente sistema financiero y el complejo entorno de negocios dificultan la necesaria diversificación. La crisis en Ucrania junto con el desplome del precio del crudo han precipitado la recesión, que ha venido acompañada de una mayor fuga de capitales, depreciación del rublo y fuerte caída de la confianza.

Deficiente política económica. Los años de bonanza económica no se han aprovechado para acometer las necesarias reformas estructurales lo que, combinado con unas políticas fiscal y monetaria expansivas, ha agravado la vulnerabilidad que conlleva la extrema dependencia de los hidrocarburos. La crisis económica ha forzado la aplicación unas políticas centradas en lograr la estabilidad financiera frente al crecimiento.

Favorable perfil de solvencia externa. A pesar de todos los puntos negativos antes señalados, la solvencia externa del soberano es elevada. El auge del petróleo ha permitido una reducción drástica del endeudamiento y una fuerte acumulación de reservas. Rusia ha perdido el grado de inversión este año para dos de las tres agencias de calificación.

1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➡ Vladimir Putin disfruta de unos niveles máximos de popularidad pese a la recesión económica. Su discurso en defensa del papel preponderante de Rusia en la escena internacional y acerca de la culpabilidad de Occidente de los males económicos está siendo más que efectivo. Su triunfo en las próximas elecciones legislativas de septiembre 2016 parece garantizado, dado que, además, la oposición está fragmentada y desmoralizada.
- ➡ Péjimo clima de negocios. Graves problemas por la falta de seguridad jurídica, la arbitrariedad administrativa y la elevada corrupción. La solvencia del soberano no implica que no existan riesgos importantes a la hora de operar con el sector privado.
- ➡ La postura inflexible del presidente en la crisis ucraniana, su respaldo a las ambiciones separatistas de las regiones del este del país y el mayor intervencionismo en la guerra en Siria definen la política exterior de Putin.

Quince años han transcurrido desde que un debilitado Yeltsin sorprendió al mundo al anunciar su dimisión en la televisión pública y nombrar a Vladímir Putin como presidente en funciones el 31 de diciembre de 1999. A sus 47 años este ex agente del KGB era considerado, en aquel entonces, por muchos rusos como el hombre ideal para resucitar las viejas glorias y, por tanto, ganó con facilidad las elecciones presidenciales de 2000. Tras dos mandatos consecutivos de cuatro años y otro más ejerciendo como primer ministro (forzado a dejar la presidencia por imperativo constitucional), en marzo de 2012 volvió a ganar las elecciones presidenciales tras obtener el 63,6% de los votos. Las últimas encuestas de junio de este año le atribuyen una popularidad del 89%⁽¹⁾, el nivel más alto desde que llegó al poder, pese a que un 60% de sus ciudadanos viven en situación de pobreza y el país está inmerso en una fuerte contracción económica.

| | |
|------------------|----------------------------|
| POBLACIÓN | 143.820 mill.hab. |
| RENTA PER CÁPITA | 13.210 \$ |
| EXTENSIÓN | 17.075.400 Km ² |
| RÉGIMEN POLÍTICO | REP.PRESIDENCIALISTA |
| CORRUPCIÓN | 136/175 |
| DOING BUSINESS | 92/189 |

En Rusia no se da la correspondencia lógica entre los índices económicos, como el PIB o la renta per cápita, con los índices de popularidad del presidente. En los años de mayor bonanza económica, impulsada fundamentalmente por los elevados precios del crudo, el apoyo al presidente Putin no registró apenas incremento y en época de crisis, como la actual, la confianza en el líder ha llegado a cifras históricas. La

ciudadanía valora por encima de cualquier otra cosa su capacidad para garantizar la estabilidad política y económica y para restablecer a Rusia como un Estado poderoso y respetado en la escena internacional.

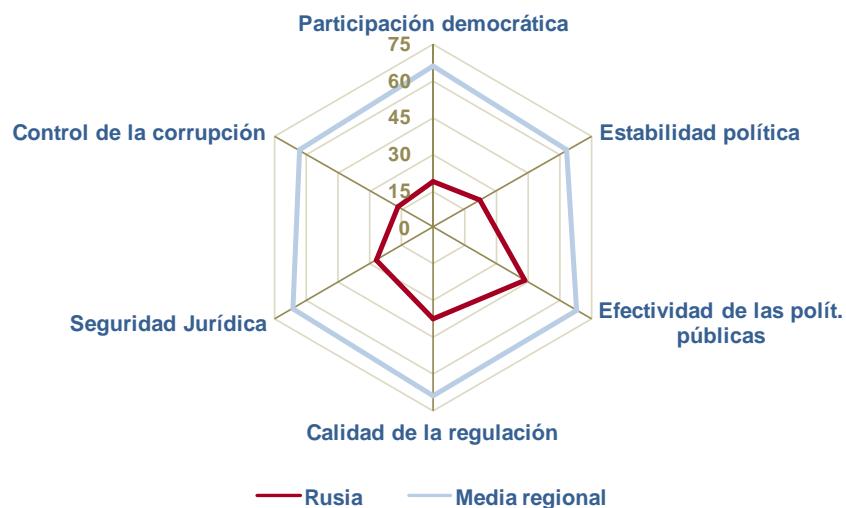
Y es que si algo caracteriza al gobierno de Putin es su carácter autoritario y la idea básica de liderar una Rusia fuerte en el panorama internacional. Con su llegada al poder el proceso de democratización se ralentizó, posteriormente se frenó, y después dio marcha atrás. Sin ir más

(1) Datos del “Moscow Based Levada Center”, una agencia independiente. Es posible que los encuestados sean reacios a expresar públicamente una opinión negativa acerca del presidente, con lo que este dato debe usarse con cautela, si bien en todo caso refleja un fuerte apoyo a la estrategia belicosa y nacionalista de Putin.

lejos, el presidente inauguró su tercer mandato presidencial en 2012 con la aprobación de una serie de leyes encaminadas a restringir los derechos a la libertad de expresión, reunión y asociación que han hecho casi imposible el funcionamiento de la sociedad civil⁽²⁾.

Desde un plano estrictamente económico, su partido, Rusia Unida, está considerado como de centro derecha, si bien en la práctica los cambios en cuanto a la liberalización de mercados o privatizaciones han sido mínimos. La fortísima presencia del Estado en la economía y la protección a los grandes conglomerados empresariales, especialmente el de los hidrocarburos, desincentivan la entrada de capital extranjero, la competencia y el propio desarrollo económico del país. Rusia padece del denominado Crony capitalism (capitalismo de amigos), en definitiva, una fuerte connivencia entre el Estado, las grandes compañías energéticas y el sistema bancario ruso. De hecho, el Kremlin distribuye las rentas del petróleo a través de créditos de la banca pública hacia empresas y proyectos seleccionados de acuerdo con su importancia política⁽³⁾. Este fuerte intervencionismo estatal determina una inversión ineficiente (por improductiva) hacia los grandes conglomerados industriales de la energía o del armamento y en detrimento de iniciativas de empresas pequeñas y medianas que podrían ser más dinámicas. Lo anterior supone una pérdida de competitividad internacional progresiva que, además, compromete la solvencia del sistema bancario y cuestiona la credibilidad del Banco Central de Rusia.

Indicadores de buen gobierno 2014 Banco Mundial



- (2) Entre ellas se encuentran la Ley sobre Manifestaciones, que aumenta la cuantía de multas por alteración del orden público, obstruir el tráfico o incumplir normas sanitarias, entre otros supuestos amplios y arbitrarios; y la Ley de Traición y Seguridad Nacional, que multa por facilitar información clasificada a un Estado extranjero u organización internacional, lo que dificulta la denuncia por parte de los medios de comunicación y ONGs extranjeros de abusos de las autoridades, de la situación en las cárceles y de la corrupción, etc.
- (3) Recientemente Putin declaró abiertamente que él mismo decidiría qué proyectos de inversión recibirán fondos del Fondo de Riqueza Nacional como parte de la iniciativa estatal de apoyar la inversión con fondos públicos para hacer frente a la crisis.

A lo anterior se suman unos niveles dramáticos de corrupción. Como es habitual en países con abundantes recursos naturales pero que carecen de una adecuada estructura institucional y de respeto de los derechos de propiedad, los ingentes ingresos por hidrocarburos han alimentado una pesada maquinaria estatal próxima a las élites económicas, donde la corrupción es una práctica habitual. Rusia figura en la 136^a posición del Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional y comparte este puesto, entre otros, con Nigeria y Camerún (supone además, un deterioro respecto al año pasado, en que figuraba en el puesto 127^º). La agencia critica especialmente la falta de determinación en la persecución de los delitos de corrupción. Las leyes aprobadas al respecto han sido puramente populistas y propagandísticas, sin atacar la raíz del problema⁽⁴⁾. Los índices de buen gobierno del Banco Mundial son también especialmente negativos en cuanto a seguridad jurídica y control de la corrupción. También es preocupante su evolución: apenas ha habido mejora desde que Putin accedió al poder y, de hecho, el indicador de “voz y rendición de cuentas” (voice and accountability) ha caído drásticamente desde un 37,02 a un 18,96, reflejo de las restricciones a la independencia de los medios de comunicación, así como en el ejercicio de derechos políticos y civiles.

En cuanto al clima general de negocios, el informe Doing Business 2014 muestra una mejora respecto a los dos años anteriores (coloca al país en el puesto 92, frente al 112 de 2013), si bien todavía se encuentra en los puestos inferiores de la lista. Resaltan especialmente los problemas en el comercio transfronterizo (puesto 157, con un coste de exportar un contenedor más del doble que la media de la OCDE) y en el manejo de los permisos de construcción (puesto 178 y un plazo de obtención que duplica el de la media de la OCDE). Son relevantes también los malos resultados en el índice de “Global Entrepreneur Monitor”, que refleja que solo un 4,7% de los adultos en edad de trabajar son emprendedores, lo que está muy por debajo del resto de Brics: Brasil (17,2), India (6,6), China (15,5) o Sudáfrica (7), y también por debajo de otros países de la región; Georgia (7,2) o Bosnia Herzegovina (7,4). A lo anterior se suma que la mayor parte de los emprendedores acaban cerrando el negocio al poco tiempo. El informe destaca como principal obstáculo de estas empresas el difícil acceso a financiación a un coste razonable, así como la falta de transparencia y predictibilidad de la normativa jurídica aprobada por el Estado.

La favorable coyuntura de los precios de los hidrocarburos, y no la gestión económica, explica el periodo de fortísimo crecimiento económico de los dos primeros mandatos. La coyuntura actual de precios bajos del petróleo pondrá a prueba la capacidad de Putin de mantener los elevadísimos niveles de popularidad. La caída de los salarios junto con el incremento de los precios de los alimentos harán mella en los presupuestos familiares, y esta presión difícilmente remitirá mientras se mantengan las restricciones a las importaciones de los alimentos de la UE, que se han extendido hasta agosto de 2016. A lo anterior se añaden los recortes realizados en los gastos públicos, que están empezando a afectar a servicios básicos como la sanidad y el coste de las medicinas.

(4) Por ejemplo, la ley aprobada en mayo de 2013 por la cual se prohíbe a los altos cargos de Rusia (incluidos los legisladores, jueces y líderes de las corporaciones estatales y sus esposas e hijos menores de edad) tener dinero en cuentas bancarias en países extranjeros. La ley es poco restrictiva, existiendo varias maneras de eludir la prohibición, que incluye los fondos fiduciarios, las compañías en paraísos fiscales o el registro de la propiedad a nombre de un familiar no dependiente.

No obstante, parece poco probable que se produzca un cambio electoral en septiembre de 2016. De hecho en comparación con las elecciones de 2011, el apoyo actual a Putin es superior y la oposición se encuentra peor organizada y más desmoralizada. Además, los efectos sociales de la crisis aún no han sido tan devastadores como para cambiar la opinión del fiel electorado ruso. El desempleo apenas ha aumentado, al priorizar las empresas los recortes de los sueldos frente a los despidos⁽⁵⁾. A lo anterior se suma que es más que probable que, de cara a las próximas elecciones, el discurso del inminente peligro de una agresión occidental y la estrategia de culpar a Occidente de los males económicos del país funcione como estrategia política, tal y como ha ocurrido hasta ahora.

Las elecciones regionales celebradas el pasado 13 de septiembre y que se consideran un termómetro de cara a las parlamentarias confirman el apoyo masivo a Rusia Unida. El partido del ejecutivo ganó de forma abrumadora, al hacerse con 20 de las 21 entidades donde se elegían gobernadores o jefes de Ejecutivo en la primera vuelta⁽⁶⁾. En cuanto al resto de partidos, el Partido Comunista y el partido nacionalista LDPR también obtuvieron varios escaños en administraciones locales y regionales. El partido de oposición moderado Iabloko, que logró presentar a 1.500 candidatos en todo el país pero sólo uno para gobernador, logró varios escaños en regiones del centro de Rusia y en Siberia. Por el contrario, el partido Parnas, dirigido por Alekséi Navalny, el principal contendiente del presidente ruso Vladimir Putin, y por el exprimer ministro Mijaíl Kasiánov, sólo obtuvo un escaño. La ONG Golos, que vigila las elecciones en Rusia, ha computado más de 1.700 casos de fraude en todo el país.

POLÍTICA EXTERIOR: EN DEFENSA DE SU PAPEL COMO SUPERPOTENCIA

La defensa del área de influencia de Rusia en la escena internacional es la clave de la agenda exterior de Putin y el eje en el que se centra su discurso político y apoyo popular. La actual guerra en Ucrania es la última manifestación de ese intento del Kremlin de defender su hegemonía sobre los nuevos Estados independientes que antes formaban parte de la Unión Soviética. Putin, como ya lo hiciera en 2008 al invadir el pequeño Estado independiente de Georgia, no ha vacilado en emplear sus tradicionales armas disuasorias en defensa de su área de influencia: la fuerza militar y su poder como potencia energética.

La espoleta que enciende el conflicto de Ucrania es el frustrado Acuerdo de Asociación con la UE. La decisión de no firmarlo irritó al segmento de la población pro-occidental tanto como la negociación con Bruselas había irritado a Moscú. Tras meses de protestas por ambos frentes, proeuropeos y prorrusos, que condujeron a la caída del gobierno de Viktor Yanukovich, la situación culminó con el referéndum secesionista celebrado en Crimea, en el que el 96,77% de los crimeos votaron a favor de la incorporación de este territorio a Rusia. El 18 de marzo de 2014,

(5) La combinación de una fuerte presión administrativa y apoyo económico público evita que las empresas en las ciudades industriales, principal bastión de votos del ejecutivo, echen el cierre.

(6) La única excepción se produjo en la siberiana región de Irkutsk, donde el actual gobernador en funciones, Serguéi Yeroshenko, quedó a 0,4 décimas de la mayoría absoluta y tendrá que enfrentarse en una segunda ronda al comunista Serguéi Levchenko.

el presidente Putin y la delegación crimea firmaron el tratado internacional por el cual Crimea y Sebastópol pasaban a formar parte de la Federación Rusa. La anexión, ilegal e ilegítima, no ha sido reconocida por el Consejo Europeo, que acto seguido impuso sanciones a Rusia, al igual que lo hizo Estados Unidos. Éstas fueron inicialmente tímidas (prohibición de visados e inmovilización de activos) pero, ante el poco avance en las negociaciones de paz y dada la actitud beligerante de Putin, fueron reforzadas en septiembre de 2014 y prorrogadas en junio de este año por otros seis meses, hasta el 31 de enero de 2016.

Los sucesivos intentos de poner fin a la guerra en curso en la región de Donbass por el momento no han logrado una solución definitiva, la cual pasaba por alcanzar un consenso sobre el estatus definitivo de las regiones de Donetsk y Lugansk. En febrero de este año los mandatarios de Alemania, Francia, Ucrania y Rusia, reunidos en Minsk, pactaron un nuevo conjunto de medidas para relanzar el proceso de paz, tras el fracaso del primer protocolo de Minsk, firmado en septiembre de 2014. Ambos acuerdos, bajo los auspicios de la OSCE, tienen como objetivo poner fin al enfrentamiento armado e identificar un camino político para el restablecimiento de la autoridad del gobierno de Ucrania en la frontera con Rusia, en áreas bajo control separatista. El acuerdo contempla, entre otras cuestiones, el 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 deben ser planteados en el Parlamento de Ucrania; la celebración de elecciones locales con observadores internacionales y un régimen especial con ciertas prerrogativas para las autoridades locales de la región del Donbass (como sería el 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. Para lograr este acuerdo ha sido necesario que Putin presionara a los líderes separatistas para que aceptaran firmar dichas medidas. En paralelo, siguen las discusiones entre los representantes de los rebeldes pro-rusos, Ucrania y Rusia bajo la supervisión de la OSCE.

EUROPA MANTIENE EL PULSO: SANCIONES EUROPEAS A RUSIA

- ➡ **Embargo de armas:** se prohíbe la venta, suministro, transferencia o exportación a Rusia de armamento y material relacionado.
- ➡ **Tecnología de doble uso:** se prohíbe la venta, suministro, transferencia o exportación de productos de doble uso que incluya cualquier tipo de aplicación militar, lo que incluye al sector aeronáutico y del espacio.
- ➡ **Sector petrolero:** se prohíbe la venta, suministro, transferencia o exportación de bienes y servicios conexos destinados a la prospección o producción de petróleo en aguas profundas y en el Ártico, así como a los proyectos relacionados con el petróleo de esquistos. Se limita, igualmente, la financiación a petroleras: el capital europeo no podrá financiar a las empresas petroleras en las que el Kremlin ostente un 50% de la propiedad, que facturen más de un billón de rublos (31.000 millones de euros) y que obtengan al menos la mitad de ese dinero de la venta de petróleo. Con esta descripción, las medidas afectan a tres de las grandes empresas del sector: la división petrolera de Gazprom, Rosneft y Transneft, la gestora de oleoductos.
- ➡ **Sanciones financieras:** prohibición de cualquier forma de negociación en relación a bonos, obligaciones, acciones o instrumentos de financiación similares con vencimiento superior a 30 días. Varias grandes entidades de crédito son objeto de sanción (Sberbank, VTB Bank, Gazprombank, entre otras), así como aquellas entidades propiedad o bajo el control del Estado ruso en más del 50% y cualquier persona jurídica que sea propiedad en más del 50% de una entidad sancionada.

Aislar y cuantificar el efecto de las sanciones es una labor muy complicada. El FMI, en mayo de este año, ha hecho una estimación del impacto sobre la economía rusa tanto de las sanciones occidentales como de las sanciones de represalia impuestas por Putin (embargo a alimentos perecederos procedentes de países que han impuesto sanciones a su país). En el corto plazo, la caída del consumo y la inversión restará entre 1 y 1,5 puntos de crecimiento. En caso de prolongarse en el tiempo podría suponer una pérdida acumulada de hasta un 9% del PIB en el medio plazo, al reducirse la acumulación de capital y debilitarse la transferencia de tecnología, lo que redundaría en una caída de crecimiento de la productividad.

Según la ONU, desde que estalló el conflicto, en abril del año pasado, cerca de 8.000 personas han muerto y 18.000 han resultado heridas. En las regiones controladas por los separatistas pro-rusos viven unos tres millones de personas, en condiciones humanitarias más que deficientes⁽⁷⁾. Aunque, desde el 1 de septiembre está vigente un frágil Alto el fuego, continúa el intercambio de acusaciones entre Kiev y los rebeldes⁽⁸⁾. Poroshenko ha denunciado en repetidas ocasiones el apoyo militar de Rusia (de las “fuerzas terroristas rusas”, según sus palabras) a los rebeldes del este de Ucrania tanto a través del entrenamiento de tropas, de la provisión de armas como, incluso, del envío de soldados rusos sobre el terreno. Putin desmiente estas acusaciones. Su apoyo diplomático a la causa rebelde es incuestionable, menos claro es conocer hasta qué punto ello se ha trasladado en una ayuda militar.

(7) En la región rebelde, que tiene a Donetsk como principal ciudad, todos los bancos han cerrado; los supermercados exponen muy poca mercancía; la grivna (la moneda nacional de Ucrania) empieza a escasear y deja así cada vez más espacio al rublo ruso.

(8) En el momento de redactar estas líneas se han producido acusaciones de un ataque con lanzagranadas por parte de las fuerzas separatistas en la localidad de Avdéyevka, a unos 20 kilómetros al norte de la ciudad de Donetsk. Los sucesos están bajo investigación en este momento.

En esta misma línea de defensa de su hegemonía en la región, el Kremlin ha indicado que está examinando la legalidad del reconocimiento de la independencia de Estonia, Letonia y Lituania, hoy en día miembros de la UE, por parte del Consejo de Estado de la URSS. Esta iniciativa es similar a la decisión de la Fiscalía General el año pasado sobre que Crimea fue entregada ilegalmente a Ucrania en 1954, que fue la justificación legal ex post facto de la anexión, y ha despertado recelos y miedos en los pequeños países bálticos⁽⁹⁾.

Las acciones militares del Kremlin se extienden más allá de la región. Rusia ha reforzado sus bases e instalaciones militares en Siria el pasado verano, y en las últimas semanas ha realizado ataques aéreos directos y lanzamiento de misiles contra posiciones del DAESH en suelo sirio. Este movimiento de piezas rusas sobre el tablero sirio es objeto de una doble interpretación. Algunos consideran que tiene como objetivo rescatar al régimen de Assad, intentar revertir sus derrotas y compensar las limitaciones de las ayudas de Irán y sus socios regionales, algo que parece confirmar el hecho de que los ataques no se estén limitando al DAESH, sino también a otros grupos "moderados" que combaten contra al Assad. Para los más optimistas, el proceso de negociación parecía haberse encauzado durante el verano en Ginebra, hasta que la crisis de los refugiados impusiera una congelación. El reforzamiento militar estaría destinado a potenciar la posición de Rusia en las negociaciones diplomáticas. Y, al cabo, un acuerdo sobre Siria podría alentar una "dinámica de deshielo" (como se decía durante la guerra fría) y reconducir la crisis de Ucrania antes del invierno. Descifrar las intenciones de Putin no es tarea fácil, pero lo que sí parece claro es que en este caso el apoyo del pueblo ruso a una intervención militar en Siria es muy limitado. A lo anterior se suman los riesgos geopolíticos de acercarse al principal aliado de Assad en la región, Irán, lo que complicaría las relaciones de Rusia con Arabia Saudí e incluso otros países de la región, como Qatar y Turquía. También pueden despertarse recelos en Israel. De hecho, el primer ministro de Israel, Benjamin Netanyahu, ya ha manifestado sus temores de que las armas rusas lleguen a manos de grupos anti- israelitas como Hezbollah. Además, la intervención en la guerra de Siria puede dificultar el esfuerzo de Naciones Unidas para resolver el conflicto, dados los intereses enfrentados con los Estados del Golfo, Turquía y Estados Unidos.

Por último, debe destacarse la aproximación de Putin a China y el sudeste asiático. Ante la creciente tensión con Occidente, esta región es ahora más que nunca, un aliado de incalculable valor para Rusia. En los últimos dos años los líderes de los dos países han cerrado más de 100 acuerdos, de los cuales 55 ya han sido ejecutados y 31 se están llevando a cabo ahora. Destaca el histórico acuerdo firmado en mayo de 2014 y valorado en 400.000 mill.\$, por el que la rusa Gazprom suministrará 38.000 millones cúbicos anuales de gas a China. Moscú, forzado a buscar otros clientes ante el deterioro de los lazos con los países europeos, sus principales compradores, se abre así a otros mercados. Más allá del terreno económico, esta alianza es clave para ambos países: Xi, inmerso en disputas sobre soberanía territorial en los mares del Este y del Sur, necesita el apoyo diplomático de Putin para contrarrestar el respaldo de EE.UU. a sus vecinos. Por su parte Putin, aislado a raíz de la crisis ucraniana, busca respaldos fuera de Occidente.

(9) En los últimos meses la OTAN ha llevado a cabo una serie de reuniones sobre cómo hacer frente a la amenaza de Rusia y tranquilizar a los países bálticos, que la OTAN está dispuesta a defender.

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA

- ➡ **Economía petrolera con elevadísima exposición a la evolución de los precios del crudo.** La ausencia de reformas estructurales, en un contexto de bonanza económica apoyada exclusivamente en la venta de petróleo a elevados precios, ha conducido al estancamiento del resto del sistema productivo.
- ➡ **Las deficiencias de este modelo productivo abocaron a la economía a una desaceleración desde finales de 2011.** La baja y descendente inversión, la reducida productividad y el deficiente sistema financiero dificultan la diversificación. La falta de inversión está íntimamente ligada con el problemático entorno de negocios.
- ➡ **Las tensiones geopolíticas derivadas de la crisis de Ucrania y el desplome del precio del crudo han exacerbado los problemas de origen doméstico.** La economía entró en recesión en 2015, lastrada por el declive de la inversión, la fuga de capitales, el desplome del rublo y la intensa caída de la confianza. Futuro incierto, fuertemente dependiente de la evolución del conflicto y del precio del crudo.
- ➡ **El sistema financiero adolece de deficiencias estructurales que dificultan la actividad inversora.** La repatriación de capitales junto con la abrupta depreciación del rublo han generado presiones de liquidez en el frágil sistema financiero, que ha requerido inyección de fondos públicos.

EL AGOTAMIENTO DE UNA ECONOMÍA PETROLERA

| | |
|-----------------|-----------|
| PIB (mill.\$) | 1.857.000 |
| CRECIMIENTO PIB | 0,6 |
| INFLACIÓN | 11,4 |
| SALDO FISCAL | -1,2 |
| SALDO POR C/C | 3,2 |

Datos a 2014

A la dolorosa transición de una economía comunista a una economía de mercado (que se inició con el proceso privatizador en 1992) le siguió, tras una severa recesión a finales de los 90, un periodo de fortísimo crecimiento económico. Desde la llegada de Putin al poder en el año 2000 hasta la crisis de 2009 el PIB creció a una tasa próxima al 7%. Esta bonanza, no obstante, adolecía de unas bases poco sólidas. Por una parte, una excesiva dependencia del sector petrolero y, por otro, un sistema centralista y con una fuerte intervención económica heredada de la época comunista, agravado todo ello por el gran poder de élites corruptas.

La riqueza de recursos naturales del país y el fulminante ascenso del precio medio del barril, que pasó de cotizar por debajo de los 20\$ en la década de los 90 hasta cifras próximas a los 100\$, explican la transformación de Rusia en una economía eminentemente petrolera. En los años noventa del siglo pasado, los ingresos por hidrocarburos promediaron algo menos de 30.000 mill.\$ anuales, aproximadamente una décima parte de los actuales (250.000 mill.\$). La industria pesada y de maquinaria que, en aquel entonces, jugaban un papel tan trascendental como el energético, fueron cediendo terreno al gas y el petróleo. Los elevados ingresos petroleros permitieron, además, la reducción de la deuda y el incremento de las reservas, lo que redundó en una clara mejora del riesgo soberano.

Quince años después, los hidrocarburos en su conjunto suponen aproximadamente una cuarta parte del PIB, más de una tercera de los ingresos públicos y cerca de dos tercios de las exportaciones. Además, Rusia se ha posicionado como una potencia energética mundial. Se trata del segundo productor de **petróleo** a nivel mundial, tan solo por detrás de Arabia Saudí, y el

primer exportador. La producción de crudo, que a finales de los noventa era de unos 6 mill b/d, se ha mantenido por encima de los 10 mill de b/d desde 2010, lo que le permite dedicar a exportación en torno a 7 mill.b/d entre crudo y productos derivados. En cuanto a las reservas, Rusia cuenta con 80.000 mill. de barriles de crudo convencional a enero de 2015, las octavas mayores del mundo. No obstante, buena parte de los yacimientos (el 70% de la producción que se encuentra en Siberia occidental) han entrado en fase de estancamiento o declive, por lo que Rusia está inmersa en un proceso de búsqueda de nuevas fuentes en zonas geográficas más remotas, donde el potencial de nuevos yacimiento todavía es grande. En los últimos años ha sido muy intenso el proceso de exploración en Siberia oriental e incluso en el Ártico. Sin embargo, todavía no han tenido un impacto muy notable en los niveles de producción. Las perspectivas de incremento de la producción son modestas, según la Energy International Agency, que estima que entre 2010 y 2040 la producción anual crecerá en promedio tan solo un 0,6%, la mitad que en los países de la OPEC (1,3%) y por debajo de otros productores como Canadá (2,1%), EE.UU. (0,9%) y Kazajstan (2,5%). Aunque en Rusia ya no existe un monopolio formal para la producción y exportación de petróleo y algunas multinacionales tienen o han tenido una fuerte presencia, en realidad, existen muchas barreras de entrada de carácter administrativo y político, además del evidente riesgo jurídico⁽¹⁰⁾, y una fuerte carga fiscal (los tipos marginales llegan hasta el 90% para precios superiores a 25-30\$ por barril), lo que desalienta la entrada de nuevas inversiones. La compañía pública Rosneft es la mayor productora de petróleo y también controla el sistema de transporte (mayoritariamente mediante oleoductos), que está gestionado en régimen de monopolio por la compañía pública Transneft.

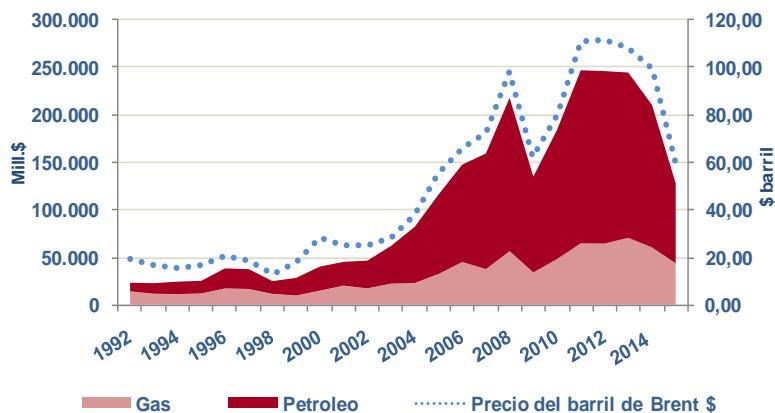
En cuanto al sector del **gas**, Rusia es el primer productor y exportador de gas natural. Sus reservas constituyen el 23,9% del total mundial, es decir, unos 44,8 billones de metros cúbicos, y la producción anual está en torno a una colossal cifra de 24 billones de pies cúbicos, es decir, el 18% del total mundial. El dominio de la empresa estatal Gazprom es abrumador, ya que aglutina más del 80% de la producción y el 65% de las reservas, y controla la extensa red de distribución. En este caso, la principal barrera para incrementar la producción por parte del sector privado es la regulación de precios. Rusia consume internamente más de la mitad del gas a precios subvencionados (el precio del petróleo, en cambio, se sitúa muy en línea con la cotización internacional), por lo que el impacto sobre la solvencia externa de este último es considerablemente menor. En los últimos años Rusia ha elevado algo el precio e impuesto normas para evitar la quema en superficie en los yacimientos petroleros, donde se pierde cerca del 5-6% de la producción. No obstante, el aprovechamiento económico del sector es muy deficiente.

En este contexto de elevados precios del petróleo e importantes crecimientos en los niveles de producción, las autoridades aplazaron la aplicación de reformas estructurales, lo que redundó en un estancamiento del resto del sistema productivo. En los años de bonanza no se invirtió en la estructura industrial, ni se modernizaron las infraestructuras básicas de comunicación, ni se diversificaron las exportaciones. Se ha invertido muy poco en nuevas tecnologías para sustituir la maquinaria obsoleta de los tiempos soviéticos y es ésta una de las principales causas del actual

(10) En marzo de 2013, tras años de difícil relación con sus socios oligarcas y de conflicto con el gobierno, la británica BP cerró la venta de su 50% de la jointventure TNK-BP. Rosneft se hizo con toda la compañía por un importe de 55.000 mill.\$, con lo que elevó su participación en la producción rusa a más del 40%. Un caso similar es el de Shell en el proyecto gasístico en la isla de Sakhalin, donde se vio forzada a vender parte de su participación al Estado.

estancamiento económico que sufre el país. Además, esta especialización comercial y productiva extrema en el sector de los hidrocarburos ha generado una dependencia importadora muy importante, que ha multiplicado por 7,5 las compras al exterior⁽¹¹⁾ al tiempo que ha provocado una gran correlación entre la evolución del precio del crudo y la cotización del rublo.

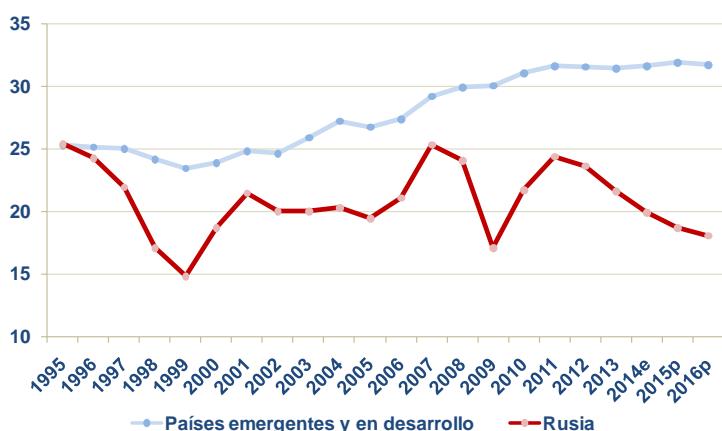
Ingresos externos y precio del barril



Fuente: Institute of International Finance (IIF)

Son factores estructurales los que explican la fuerte desaceleración de los últimos años. Los factores externos (fundamentalmente las sanciones financieras y el desplome del precio del crudo) no han hecho sino exacerbar problemas de origen doméstico que son resultado del agotamiento del modelo de crecimiento. La tendencia descendente de la inversión, la baja productividad y el deficiente sistema financiero dificultan la diversificación. La falta de inversión está íntimamente ligada con el ya mencionado deficiente entorno de negocios.

Inversión como % del PIB



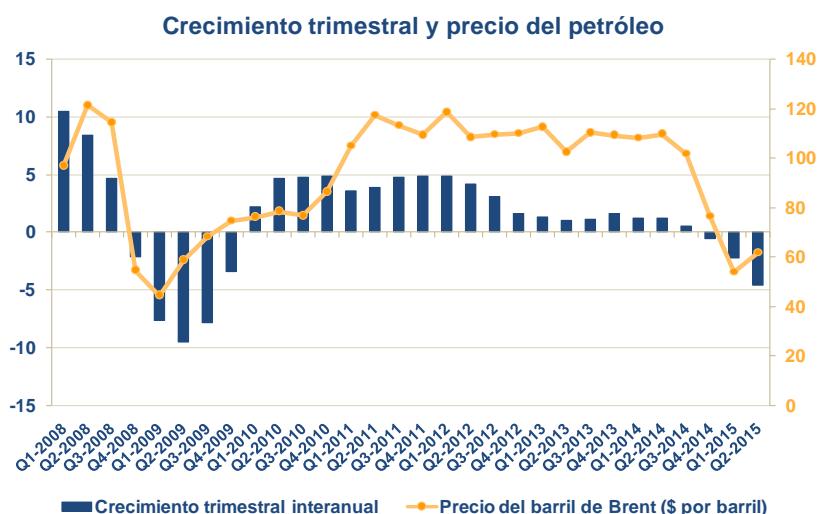
Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI)

(11) Rusia ha perdido su independencia alimentaria. El 50% de los alimentos se importan, como consecuencia de que se han dejado de cultivar más de 35 millones de Ha. Para entender el drama de gran parte de la población, baste saber que el consumo calórico era un tercio inferior en el año 2009 del que tenían en el año 1990, mientras que el consumo de leche se ha reducido a la mitad.

La aparente fortaleza de Rusia esconde, por tanto, una grave fragilidad, porque la exposición de la economía a las fluctuaciones de los precios de la energía es enorme. Por otra parte, a medio y largo plazo el estancamiento en los ritmos de aumento de la producción de petróleo suscita dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento de la economía. Por último, debe añadirse el reto demográfico al que se enfrenta el país. A principios de los 90 la población se encontraba en 149 millones y desde entonces ha caído hasta los 144. La elevada mortalidad, la baja tasa de fertilidad y la emigración de jóvenes cualificados están afectando a la evolución económica del país. La fuerza laboral menguante dificulta la cobertura de puestos de trabajo, que al final ocupan inmigrantes, muchos de ellos ilegales. Al mismo tiempo, la dinámica demográfica aumentará la presión sobre el sistema de pensiones, lo que exigirá o bien un aumento de los impuestos o de los subsidios del gobierno central al fondo de pensiones; un retraso de la edad de jubilación (actualmente 55 en mujeres y 60 en hombres); un descenso en las pensiones o bien una combinación de las anteriores. A lo anterior se suma el aumento de los costes sanitarios por el envejecimiento de la población, lo que redundará en un mayor coste social.

COYUNTURA: DE LA DESACELERACIÓN A LA RECESIÓN

La fortísima dependencia de la economía rusa del sector de los hidrocarburos queda patente al analizar de forma conjunta el crecimiento económico y la evolución de los precios del crudo. Tras una etapa de elevadísimo crecimiento (entre 1998 y 2008 el PIB creció en promedio un 6,9%), la abrupta caída del precio del barril hasta mínimos de 32\$ fue el factor clave en la aguda recesión que sufrió el país en 2009. A lo anterior se sumó la restricción financiera internacional, que afectó especialmente a los sectores de bienes de capital, consumo duradero y sector de la construcción, que forman la columna vertebral del resto de la economía. El PIB llegó a caer un -7,8% en 2009, si bien el gobierno afrontó la recesión con cierto margen de maniobra fiscal y niveles de reservas holgados, lo que le permitió la aplicación de medidas anticíclicas, frenar la caída del rublo y contener las quiebras bancarias.



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)

Con la recuperación del precio del crudo en 2010, la situación económica se estabilizó y retornaron las tasas positivas de crecimiento (el país creció un 4,5% ese año). No obstante, pese a que el precio del petróleo alcanzó niveles comparables a los registrados antes de la crisis financiera internacional, el país ha sufrido una severa desaceleración económica entre 2012 y 2014. El crecimiento medio en estos tres años ha sido tan solo del 1,8%, un tercio del registrado en el periodo anterior, lo que obedece a las restricciones al crecimiento de carácter estructural.

Es en este contexto de desaceleración cuando estalló la crisis de Ucrania, lo que ha penalizado seriamente al país, abocándolo a la recesión. El declive de la inversión, la fuga de capitales junto con una intensa caída de la confianza son las principales causas detrás de este escenario. En 2014 Rusia creció tan solo un 0,6% y las estimaciones para el conjunto de este año advierten de una caída del PIB, que va desde el -3,8% por parte del FMI al -4,5% según el IIF. En el primer trimestre de este año se registró una contracción del -2,2% y en el segundo del 4,6%, la mayor caída trimestral desde 2009, en plena crisis. A la debilidad del precio del gas y del crudo (el barril de Brent se ha situado por debajo de los 50 dólares), se añade la inflación galopante (15,8% en agosto), que ha contraído el poder adquisitivo de los ciudadanos, y las sanciones cruzadas entre Moscú y el bloque occidental a cuenta de la crisis ucraniana.

El desplome del consumo (que representa en torno al 50% del PIB) obedece a la caída sostenida de la renta real disponible y de los salarios. Por otra parte, los altos costes de financiación de las empresas, afectadas por las sanciones financieras, junto con la incertidumbre por el rebrote de las tensiones geopolíticas han debilitado aún más una inversión ya deprimida (en el primer semestre de este año ha caído un 5,4%). Los indicadores de confianza no dan pie al optimismo. El índice PMI (Product Manufacturing Index o índice de Producción industrial) en agosto se situaba en 47,9, por debajo de 50 que marca la separación entre la expansión y la recesión. El sector exterior, como veremos, también ha sido penalizado por la caída del precio del crudo.

El FMI prevé que la recesión continuará en 2016, con una caída del PIB del -0,6%; el IIF, más pesimista, prevé que alcance el -1%. Dos factores son clave de cara al futuro del país: la evolución del conflicto geopolítico y la del precio del crudo. Una escalada de las tensiones en Ucrania podría provocar un repunte en las salidas de capitales y presionar todavía más a la baja la cotización del rublo, al tiempo que la creciente incertidumbre lastraría todavía más la deprimida demanda interna. En cuanto a las sanciones, éstas se renovarán o no en enero de 2016 en función del grado de cumplimiento por parte de Rusia del protocolo de Minsk. En el momento de redacción de estas líneas persiste un frágil alto el fuego, pero la experiencia del último año y medio obliga a ser escépticos. De aquí a enero la situación en el terreno puede cambiar varias veces.

En cuanto al precio del oro negro, hay que tener en cuenta que el acuerdo con Irán, por el que gradualmente se levantarán las sanciones, puede hundir todavía más los precios. La eliminación de las sanciones podría implicar un aumento en la producción iraní de unos 700.000 barriles al día para finales de 2016. La EIA estima que la demanda mundial en 2016 crecerá en 1,2 mill. b/d, con lo que gran parte podría cubrirse tan solo con el incremento iraní. Un riesgo más a medio plazo es que Irán trate de competir con Rusia como proveedor de gas al mercado europeo. No obstante, para ello sería necesaria una inversión fuerte en infraestructuras y gaseoductos, y posiblemente para cuando se hubiera materializado, Rusia habría diversificado su base

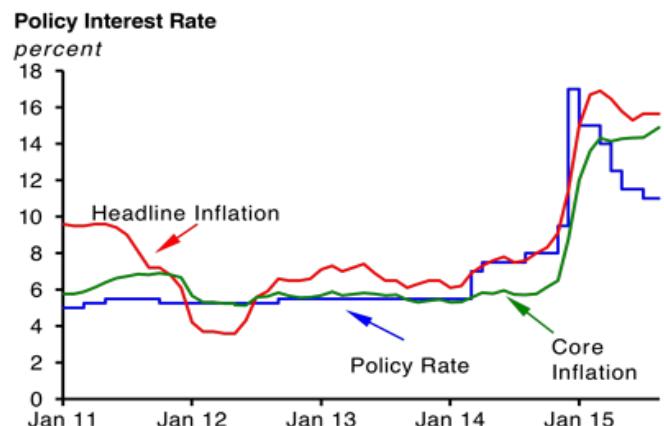
exportadora hacia los mercados asiáticos. Es de esperar, en cualquier caso, que los precios del barril no repunten significativamente, al menos en los próximos dos años, si bien el mercado de petróleo tradicionalmente ha sido muy volátil, por lo que toda predicción de precios debe tomarse con mucha precaución. Por otra parte, Moscú también podría beneficiarse de oportunidades comerciales y de inversión en el mercado iraní, así como de la venta de armas⁽¹²⁾.

Un tercer factor a tener en cuenta es la evolución de la segunda economía mundial, no solo por tratarse del mayor consumidor de energía y primer importador de petróleo mundial, sino por sus lazos comerciales directos con Moscú. China es el primer socio comercial de Rusia, con unos intercambios que en 2014 ascendieron a 52.000 mill. \$ (el 11% del comercio total ruso) y con una tendencia creciente, en línea con el deseo de Putin de buscar aliados fuera de Occidente.

UNA POLÍTICA MONETARIA IMPREDECIBLE

Antes de que estallase la crisis ucraniana la autoridad monetaria había cambiado las prioridades de su política, reconociendo que la desaceleración económica respondía a problemas estructurales. Con los tipos reales en terreno negativo (tasa oficial repo), el desempleo en mínimos de pre crisis (5,8%) y un fuerte crecimiento del crédito bancario, era dudoso que la política monetaria fuese la herramienta adecuada para estimular el crecimiento y, por el contrario, podría disparar la inflación y exacerbar el creciente problema de la calidad de los préstamos, especialmente entre los hogares. Por ello, el banco central ya venía adoptando cada vez más una política de tipo cambio flexible y estableciendo objetivos de inflación (una banda de 5-6%).

La abrupta depreciación de la divisa en el último año y medio, junto con la intensa salida de capitales en un contexto de una inflación galopante ha puesto al Banco Central contra las cuerdas. La autoridad monetaria ha actuado de forma sorpresiva en varias ocasiones, con ajustes drásticos en los tipos, en un intento de estabilizar la divisa, al tiempo que trata de evitar que los elevadísimos costes de financiación depriman todavía más la actividad económica.



Fuente: Banco Central de Rusia

En tan solo 9 meses (desde marzo hasta diciembre de 2014) subió el tipo de interés desde el 5,5% hasta el 17%. Solo en el mes de diciembre los aumentó desde el 10,5% al 17% de una sola vez, una medida drástica, que el mercado no esperaba, en un intento desesperado de estabilizar

(12) En abril de este año Vladimir Putin, firmó un decreto por el que levantó la prohibición de suministrar sistemas de misiles antiaéreos S-300 a Irán, contrato que se canceló en 2010 ante la presión de Occidente. Al tiempo que se redactan estas líneas Rusia e Irán ultiman un acuerdo sobre el suministro de los sistemas antiaéreos S-300 y solo quedan por finalizar los detalles técnicos.

la situación tras el hundimiento de la bolsa en Moscú⁽¹³⁾ arrastrada por el desplome del rublo (en 2014 perdió más de un 50% de su valor). La autoridad monetaria, además, llevó a cabo intervenciones en el mercado de divisas, con ventas por un importe superior a los 40.000 mill.\$, como vía de defensa del rublo. Por otra parte, la Duma aprobó una reforma legislativa que autoriza la provisión de 1.000 millones de rublos (14,2 mill.€), que serán inyectados en los bancos con dificultades, así como un aumento del volumen de fondos para garantizar los depósitos de los ciudadanos (de 700 millones a 1.400 millones de rublos). A esto deben sumarse otras medidas “no convencionales”. Por ejemplo, Putin informó a la prensa de que estaba realizando llamadas telefónicas a algunos oligarcas con el fin de que las grandes empresas vendieran divisas de acuerdo a un calendario establecido. Además, han monitorizado las operaciones en divisas de los grandes exportadores. En diciembre también se aprobó una directiva que fijaba techos a la cantidad de activos en divisas que las grandes empresas pueden mantener en sus balances. Por el momento no se han impuesto controles de capitales *stricto sensu*, si bien estas medidas no dejan de ser una variante encubierta de los mismos.

En 2015 el aumento de los precios del petróleo junto con el segundo acuerdo de “alto el fuego” en Minsk favorecieron cierta estabilización del rublo, que en mayo había recuperado parte de la pérdida de su valor. En este contexto, la autoridad monetaria emprendió una bajada de tipos, argumentando que en la balanza de riesgos la desaceleración económica había ganado peso a pesar de que todavía persisten los riesgos de inflación. No obstante, no es descartable que el Banco Central haya sido objeto de presiones políticas con el fin de tranquilizar a los empresarios rusos y ralentizar la caída de las reservas. Las sanciones financieras, junto con la subida de tipos, han elevado mucho los costes de financiación. Tras seis recortes, los tipos se sitúan ahora en el 11%, lo que aún es un nivel elevado y por encima de los previos a la crisis. El Banco Central continúa siendo objeto de fuertes presiones, tanto por parte de los empresarios como del gobierno, ambos a favor de una relajación adicional de la política monetaria.

No obstante, las presiones sobre la divisa se han dejado sentir nuevamente este verano, con lo que por el momento se espera que se mantengan en ese valor. La volatilidad de la bolsa china, el miedo a una pronunciada desaceleración de la segunda economía mundial y la caída del precio del crudo, junto con las sanciones occidentales están afectando al rublo, cuya evolución es ahora más impredecible que nunca. Según algunos análisis, el rublo podría superar la barrera psicológica de 70 unidades por dólar si el petróleo desciende por debajo de 45 dólares el barril. En julio de 2015, el Banco Central suspendió las compras de moneda extranjera que llevaba a cabo desde mediados de mayo último para reponer las reservas internacionales tras caer el rublo a su nivel mínimo en más de cuatro meses⁽¹⁴⁾.

Pese a la recesión económica y a la deprimida demanda interna persiste, como se ha dicho, una alta inflación. La inflación cerró en agosto en un 15,8%, muy por encima del objetivo del 4% del Banco Central. La depreciación del rublo encarece los precios de los bienes importados, lo que presiona los precios al alza. A lo anterior se suma la veda que aplica Rusia a la importación de

(13) El índice RTS, denominado en dólares, se hundía un 10,12%, lo que representaba una pérdida de valor próxima al 50% en el conjunto de 2014.

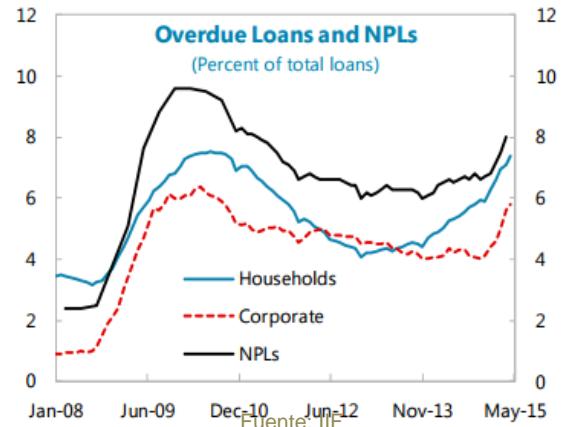
(14) El regulador, que permitió la cotización libre del rublo el año pasado en medio de la peor crisis de divisas desde 1998, reanudó las compras de divisas a mediados del pasado mayo para recomponer gradualmente el nivel de reservas, hasta los 500.000 mill.\$. De mayo a julio se han comprado cerca de 10.000 millones de dólares en divisas.

alimentos procedentes de la UE como represalia a las sanciones occidentales. Es difícil realizar previsiones de la evolución de la inflación al estar fuertemente condicionada por la evolución del rublo. A los factores ya mencionados se suma también los posibles efectos de la subida de tipos de Estados Unidos, que podría generar una salida de capitales de los países emergentes y ejercer nuevas presiones sobre sus divisas.

SISTEMA FINANCIERO: DEFICIENCIAS ESTRUCTURALES

La fragilidad del sistema financiero es una de las mayores debilidades de la economía y está detrás de los bajos niveles de inversión, que explican en buena medida la desaceleración de carácter estructural que sufre el país. La elevada participación pública (que controla, aproximadamente, el 50% del sector, mientras que la participación extranjera apenas llega al 25% del total) y la gran atomización (existen cerca de 850 bancos) se traducen en una deficiente labor de intermediación financiera que impide el desarrollo de un sector privado competitivo. Los tres bancos principales (públicos) controlan el 50% de los activos del sector en 2014 y los 20 principales el 75%. Además, existe un número importante de bancos que no realizan las operaciones propias de entidades de crédito occidentales. Pertencen a empresarios y grandes empresas y gestionan sus operaciones, en muchos casos con dudosa legalidad. La proliferación de bancos pequeños dificulta su capacidad de préstamo a empresas y pymes ya que su capacidad para diversificar es limitada; de hecho, su actividad se limita a conceder créditos al consumo. La concesión de préstamos a pymes en 2014 ha promediado un 8%, por debajo de Sudáfrica (15%) y Brasil (13%). De hecho, los bancos financian tan solo un 6% de la inversión empresarial, el grueso de la misma proviene de beneficios retenidos.

El fuerte crecimiento del crédito, cercano a tasas del 20-25% (el crédito al consumo creció un 40% en 2012) y la deficiente gestión del riesgo crediticio en las entidades de menor tamaño constituyen factores de riesgo en caso de producirse un shock externo. La imposición de las sanciones financieras junto con la repatriación de capitales extranjeros y la fuerte depreciación de la moneda han sometido a los bancos locales a presiones de liquidez. El sector ha reportado pérdidas después del pago de impuestos en 2014 y el ratio de morosidad (Non performing loans) alcanzó un 8% en abril de este año tras aumentar un 1,5% en el último año.



La depreciación del rublo ha generado tensiones de liquidez y solvencia en los bancos, al aumentar el valor de los pasivos denominados en moneda extranjera. Ante el riesgo de una crisis bancaria, Putin anunció en diciembre de 2014 un programa masivo de apoyo al sector por valor de un trillón de rublos, que finalmente se redujo a 830.000 mill. rublos (en torno a 11.250 mill. €). A finales de abril de este año el sector reportó que el volumen de capital era equivalente al del año pasado gracias a esta inyección de fondos (que para entonces ascendía a 236.000 rublos, es

decir, 3.200 mill.€), parte de los cuales provienen del Fondo de Riqueza. Por el momento, el tamaño del programa de apoyo al sector financiero parece suficiente⁽¹⁵⁾, si bien los márgenes de beneficio y el capital continuarán bajo presión. El National Bank Trust, el 28º más grande por activos, fue rescatado en diciembre mediante un préstamo de emergencia de 30.000 millones de rublos (435 mill.€) para garantizar su liquidez. Tres bancos estatales importantes, VTB Group, OAO Gazprombank y Banco Agrario Ruso, solicitaron también financiación gubernamental. En enero de este año la Agencia de Seguros de Depósitos de Rusia aprobó una lista de 27 bancos que podrían tener derecho a rescates estatales, que no se ha hecho pública para evitar el pánico entre los depositantes. Por otra parte, el gobierno también está recurriendo a inversores privados para que aporten capital a los bancos. La agencia de calificación Fitch, a mediados de enero de este año, rebajó el rating de 30 bancos rusos en un escalón, con lo que bancos como Rosselkhozbank y Gazprombank pasaron a estar en grado especulativo (BB+).

3. SECTOR PÚBLICO

SITUACIÓN FISCAL FAVORABLE, PERO CON NECESIDAD DE REFORMAS

- ➡ Política fiscal excesivamente expansiva y dependiente de los ingresos energéticos.
- ➡ Los presupuestos actuales prevén un déficit del 3,7% (el FMI lo eleva hasta un 4,8%) que será financiado con el Fondo de Reserva y la emisión de deuda doméstica, dadas las restricciones a la financiación exterior derivadas de las sanciones financieras.
- ➡ El peso de la deuda pública es mínimo, por lo que el riesgo de impago soberano es por el momento reducido. Rusia ha perdido el grado de inversión este año en dos de las tres agencias de calificación.

La reciente revisión del presupuesto de 2015 por parte del gobierno es muy ilustrativa de la dependencia de las finanzas públicas del sector de los hidrocarburos. La estimación inicial era de un déficit inferior al 1% del PIB, bajo el supuesto de un precio del petróleo de 100\$ el barril. Los nuevos presupuestos apuntan a un déficit del 3,7% y un precio de 50\$ el barril. La combinación del desplome del precio del crudo y la recesión económica están haciendo mella sobre las finanzas públicas del Kremlin, que adolecen de una tendencia excesivamente expansiva y una elevada dependencia del petróleo lo que, en el contexto actual de precios bajos, se está traduciendo en una caída de los fondos de reservas a los que se recurre como vía de financiación.

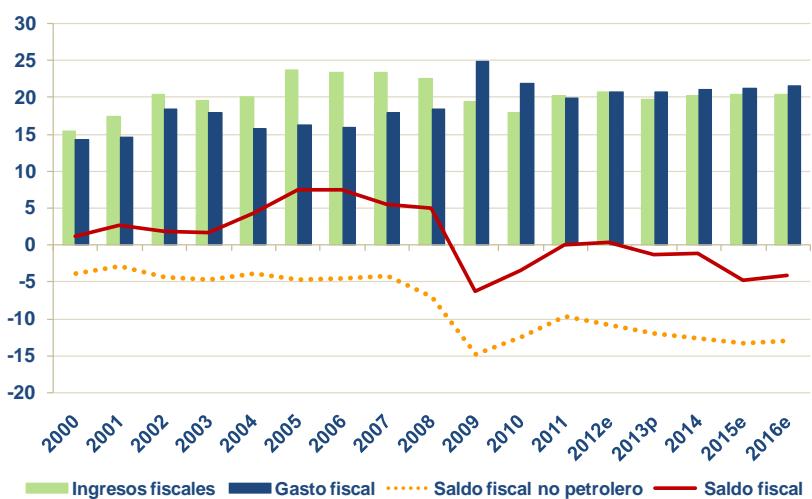
En Rusia los hidrocarburos suponen el 50% de los ingresos y los intentos por mantener reglas de prudencia fiscal basadas en el balance no petrolero han dado pocos frutos. A lo anterior se suma la tendencia excesivamente procíclica en las etapas expansivas, lo que ha limitado el volumen

(15) Los recientes test de estrés sugieren que el apoyo es suficiente incluso en el escenario más adverso en que el ratio de morosidad alcance el 18%.

destinado a los fondos de estabilización⁽¹⁶⁾. El gobierno aprobó una nueva regla fiscal en 2012, basada precisamente en el precio del barril que, sin ser excesivamente exigente⁽¹⁷⁾, de cumplirse podría favorecer un mayor control del gasto. De todas formas, en 2009 el Kremlin no tuvo problemas en abandonar la anterior regla fiscal (límite de déficit no petrolero de 4,7%) con lo que no es descartable que ocurra lo mismo ahora, dado el entorno recesivo y la debilidad de la demanda interna.

El fuerte incremento del gasto en 2009 (concentrado en los salarios públicos y en el sistema de pensiones) para hacer frente a la crisis se tradujo en un déficit superior al 6%. Entre 2010 y 2013, gracias a un crecimiento medio del PIB superior al 4%, se logró cierta consolidación presupuestaria, si bien el saldo fiscal siguió estando en números rojos. En este contexto estalló en 2014 la crisis ucraniana, que ha disparado los gastos de defensa y, además, ha implicado asumir el coste de la anexión de Crimea, que se estima en un 1,5% del PIB. Los gastos de defensa de 2014 han ascendido a cerca de 80.000 mill. \$ lo que representa más de un 6% del PIB y en torno al 35% del gasto público; se trata de la mayor partida de gasto del presupuesto. A ello se suma el efecto del desplome del precio del petróleo, que, aunque no ha sido muy acusado en 2014, según las previsiones del FMI, en 2015 implicará una caída de los ingresos petroleros de cerca del 25%. 2014 ha cerrado con un déficit del -1,2% del PIB (con un saldo no petrolero del -12,6%).

Cuentas públicas - % del PIB



Fuente: FMI y IIF

-
- (16) En 2008 el Fondo de Estabilización se dividió en el Fondo de Reserva, destinado a inversiones líquidas de bajo rendimiento, y el Fondo de Riqueza, dedicado a inversiones de perfil de riesgo más alto, largo plazo y mayor rendimiento. En conjunto ambos se han mantenido estables en los últimos años en torno a un 8% del PIB, a pesar del alza del precio del crudo.
- (17) La regla limita el gasto en función de una previsión del precio del crudo basada en el promedio de los últimos cinco años, y de diez años a partir de 2018. Por encima de estos precios, los ingresos extras se destinarán a los fondos de estabilización. Si bien la regla evita en principio grandes variaciones del gasto, sí permite que se consoliden niveles altos tras un periodo de bonanza de precios como el actual.

Ante este escenario el gobierno se ha visto forzado a aprobar un nuevo presupuesto con previsiones macroeconómicas y del precio del crudo más realistas. Ha recortado ciertos gastos (especialmente los subsidios), ha priorizado el apoyo al sector manufacturero y limitado la indexación de los salarios públicos a la inflación. La partida de gasto militar y defensa no ha sufrido recortes, ya que Putin ha priorizado la modernización del ejército en respuesta a las crecientes tensiones geopolíticas. El gobierno estima un déficit del 3,7% para 2015, si bien el FMI lo eleva hasta un 5,7% (con un déficit no energético superior al 13% del PIB).

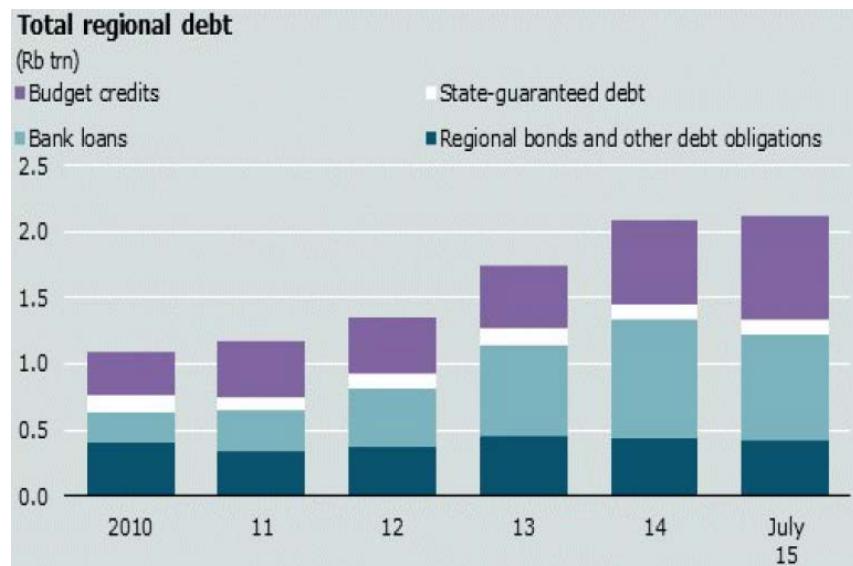
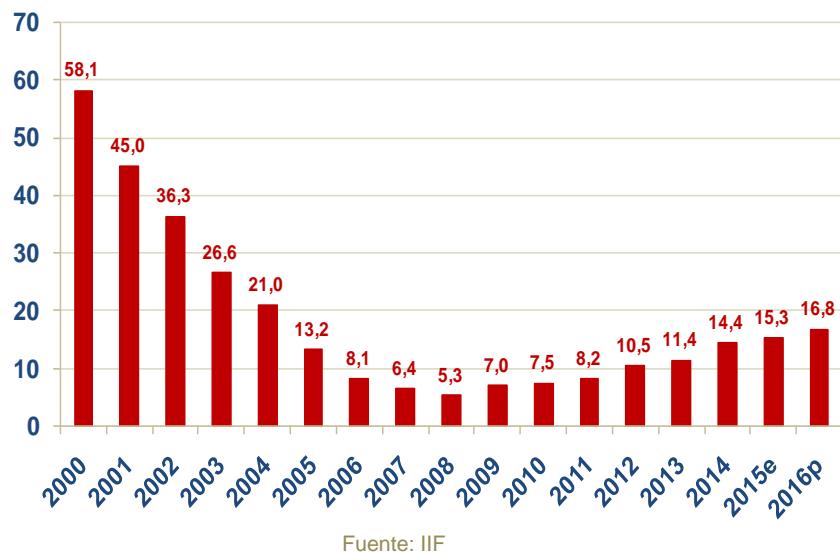
Gran parte del déficit se ha financiado con el Fondo de Reserva y la emisión de deuda doméstica, en vista de las restricciones a la financiación exterior derivadas de las sanciones de la UE. El gobierno está autorizado a emplear hasta 70.000 mill. \$ (en torno al 4% del PIB) del Fondo de Reserva⁽¹⁸⁾, si bien se espera que este año se emplee en torno al 2% y el resto se cubra con financiación doméstica. La emisión de obligaciones a interés variable representa actualmente el 21% de la deuda doméstica. El gobierno se está financiando a plazo más cortos para evitar apalancarse a largo plazo a tipos demasiado altos. Además, el Kremlin cuenta con 48.000 mill. \$ en oro. En todo caso, los niveles de deuda pública son muy moderados: 2014 cerró con una deuda del 14,5% del PIB y el país, tan solo entre los dos fondos de estabilización, cuenta con activos equivalentes a cerca del 12% de PIB.

Especial mención merece el fuerte aumento de la deuda regional: entre 2010 y 2014 se ha doblado, hasta superar el 2% del PIB. Este aumento se debe a los "Decretos de Mayo" aprobados en 2012, por los cuales se exigía un aumento de los salarios a muchas categorías de empleados públicos así como aumentos en gastos sociales. Al mismo tiempo, el Kremlin recortó las transferencias a los gobiernos regionales. Como resultado, en algunas regiones (como es el caso de Chukotka) la deuda ha llegado a equivaler al 144% de los ingresos anuales. En vista de las restricciones a la financiación, todo parece apuntar a que el Gobierno Central tendrá que apoyar a las regiones, lo que podría aumentar el déficit en un 0,5%. Teniendo en cuenta la reducida deuda del sector público, este apoyo financiero no supone una amenaza. Sin embargo, de continuar los recortes es posible que ello acabe desembocando en un descontento de la población, lo que podría conducir a un replanteamiento de los compromisos de gastos, máxime teniendo en cuenta que el próximo año se celebran elecciones.

Las tres agencias de calificación han rebajado entre enero y marzo de este año la nota de la deuda soberana. Dos de ellas la sitúan a nivel del bono basura y Fitch todavía lo mantiene en el nivel más bajo del grado de inversión (BBB-) sobre la base, entre otros factores, del bajo nivel de deuda pública y la existencia de reservas para hacer frente a los pagos a corto y medio plazo.

(18) El Fondo de Riqueza se está empleando para proyectos de inversión y para ayudar financieramente a empresas públicas con problemas de liquidez.

Deuda pública % del PIB



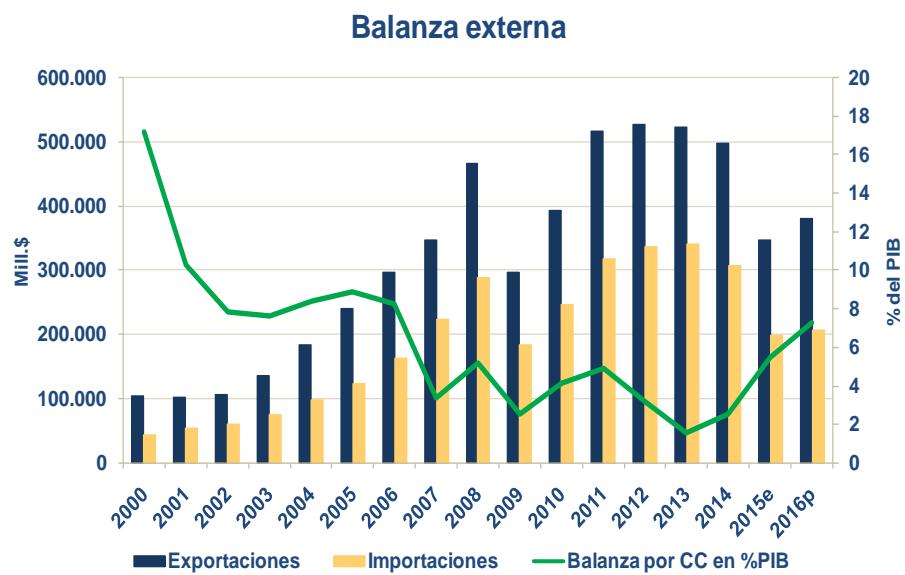
Fuente: Economist Intelligence Unit; Mº de Finanzas

4. SECTOR EXTERIOR

SOLVENCIA EXTERNA FAVORABLE

- ➡ Balanza por cuenta corriente tradicionalmente superavitaria gracias al amplio superávit comercial. Excesiva dependencia de las exportaciones de hidrocarburos y elevada concentración de los compradores.
- ➡ Crónico proceso de salida de capitales (que se ha exacerbado con la crisis en Ucrania) y limitada capacidad de atracción de IDE.
- ➡ Elevado nivel de reservas, pero con tendencia decreciente. Escaso endeudamiento externo.

Rusia presenta una balanza por cuenta corriente tradicionalmente superavitaria gracias al saldo positivo que sistemáticamente registra la balanza comercial desde principios de los noventa. Entre 2000 y 2008 las exportaciones de bienes se multiplicaron por cuatro (pasaron de unos 100.000 mill.\$ a superar los 450.000 mill.\$), en línea con la apertura del país al exterior, que culminó en 2012 con su ingreso en la OMC, si bien es cierto que las políticas expansivas y el rápido crecimiento del crédito han provocado también un continuo incremento de las importaciones de bienes y servicios. Actualmente, Rusia es una economía abierta (la exportaciones e importaciones representan alrededor del 50% del PIB), a pesar del discurso nacionalista de sus dirigentes y una legislación y una política arancelaria restrictivas.



Fuente: IIF

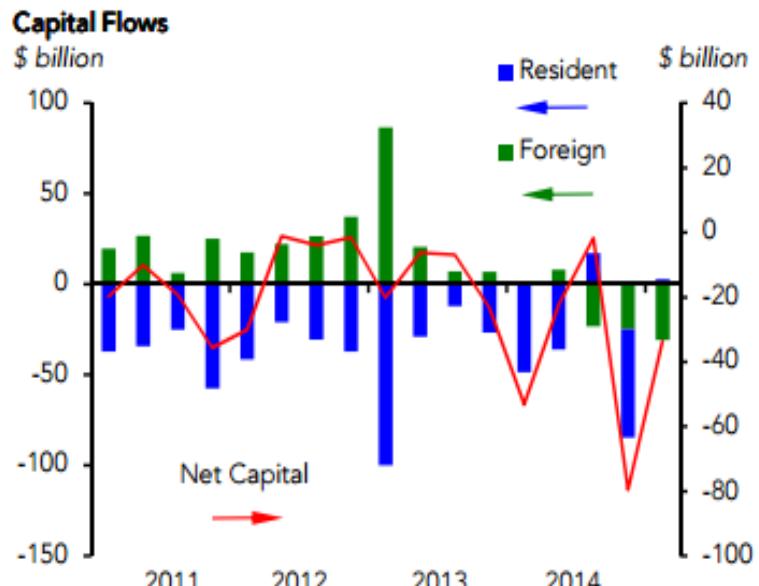
La balanza comercial adolece, sin embargo, de una reducida diversificación, que la hace muy susceptible a una caída de los precios del petróleo. Los hidrocarburos representan en torno a dos tercios de las exportaciones y tan solo el petróleo un 30%. A la escasa diversificación de los productos se añade una fuerte concentración en los compradores. En 2014 más del 70% de las

exportaciones de crudo y casi un 90% de las de gas natural tuvieron como destino Europa. A su vez, para Europa casi el 30% del petróleo y gas importado proviene de Rusia. La fuerte interdependencia constituye un factor de vulnerabilidad para ambos bloques en el contexto actual de tensiones geopolíticas.

En 2014 la balanza comercial cerró con un superávit de 189.000 mill.\$, similar al del año anterior. No obstante, las previsiones apuntan a que en 2015 se reducirá en torno a un 25% (hasta 143.000 mill.\$) fundamentalmente, aunque no solo, por el descenso de los ingresos por exportaciones energéticas. En el primer trimestre del año los ingresos cayeron un 30%; las partidas no energéticas lo hicieron un 13%, al reducirse a la mitad las ventas a Ucrania. En cuanto a las importaciones, se prevé que el desplome del rublo junto con la fuerte caída de la demanda interna reduzcan a la mitad su valor en 2015 (en el primer trimestre han sido un 37% menores que en el mismo período de 2014). A lo anterior se añade la restricción impuesta por Moscú a las importaciones de alimentos provenientes de países que se hayan unido a las sanciones occidentales. Las importaciones de alimentos entre enero y abril de este año se redujeron de 7.000 a 3.200 millones de dólares.

El resto de sub-balanzas son tradicionalmente deficitarias. La de servicios cerró 2014 con un déficit de 55.000 mill.\$. Al igual que ocurre con la balanza de bienes, en 2015 la depreciación del rublo hará mella en las importaciones, a lo que hay que añadir el efecto de las sanciones, que afectan especialmente a los servicios financieros. Como consecuencia, el déficit de la balanza de servicios podría reducirse a la mitad este año. Por último, se prevé que se reduzca significativamente el saldo negativo de la balanza de rentas, como resultado del desapalancamiento de las empresas y bancos rusos. Los pasivos exteriores han caído en 177.000 mill.\$ desde que se impusieron las sanciones financieras.

Como resultado de lo anterior, se prevé que el superávit de la balanza de pagos se amplíe (hasta superar en 2015 los 60.000 mill.\$, lo que equivale a más de un 5% del PIB), si bien es una mejora derivada del desplome de las importaciones y el desapalancamiento de los agentes y no de la mejora de la competitividad.



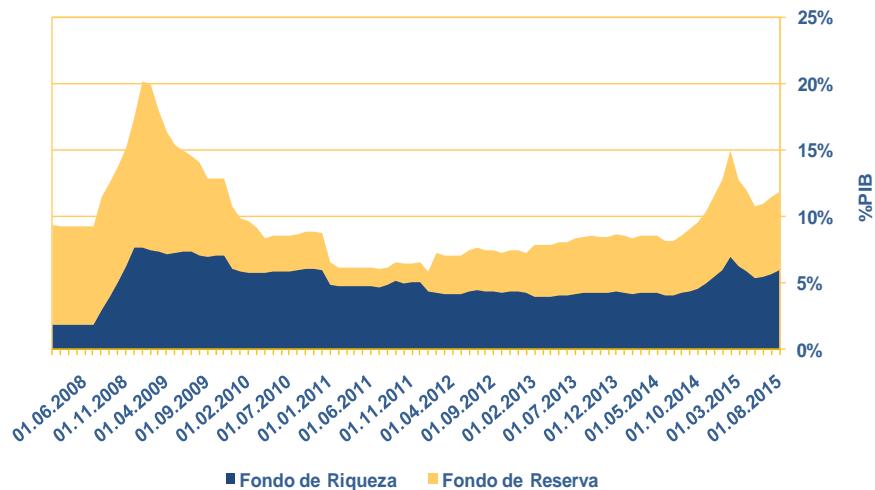
Fuente: Banco de Rusia

La fuerte incertidumbre ligada al conflicto de Ucrania también se está dejando sentir en la balanza financiera. Según el Banco Central de Rusia, la fuga de capitales⁽¹⁹⁾ ascendió a 151.000 mill. \$ en 2014. En comparación, este dato en 2013 fue de 61.000 mill. \$, e incluso durante la crisis de 2008 fue considerablemente inferior (133.600 mill. \$). Este fenómeno, recurrente en Rusia como resultado del deficiente entorno de negocios, se ha exacerbado al hilo de la anexión de Crimea y la imposición de sanciones, que no ha hecho sino minar todavía más la negativa percepción de los inversores en la seguridad jurídica del régimen de Putin. El incremento de los depósitos en dólares y la amortización de la deuda externa por parte del sector privado ruso, que ha visto limitadas sus posibilidades de refinanciación por causa de las sanciones financieras, explican gran parte de esta evolución. Además, en los últimos meses gran parte de las salidas de capitales corresponden a capital extranjero. En 2015 el Banco Central prevé una fuga de capital de unos 118.000 mill. \$, si bien esto dependerá de las perspectivas de las sanciones, los precios del petróleo y la estabilidad del rublo.

Esta fortísima salida de capitales ha absorbido sobradamente la mejora del saldo comercial y de rentas. El Banco Central ha cubierto la brecha vía reservas (en torno a 130.000 mill. \$). Al cierre de 2014 éstas se situaban 340.000 mill. \$, lo que cubre en torno a 7,5 meses de importaciones. Se trata de un nivel holgado, si bien muestran una evolución algo preocupante. En 2010 ascendían a 440.000 mill. \$ (13 meses de importaciones). Es significativo que el Banco Central incluya en el cómputo de las reservas la mayor parte de los Fondos soberanos. De esta forma, a Septiembre de este año las reservas ascienden a 365.000 mill. \$, pero dentro de éstas se incluyen el Fondo de Riqueza y el Fondo de Reserva, cada uno de ellos con unos 73.000 mill. \$, o lo que es lo mismo, que suponen conjuntamente un 40% de las reservas totales. El Fondo de Reserva se está empleando para cubrir parte del déficit público y el de Riqueza para recapitalizar empresas públicas con problemas de liquidez y apoyar proyectos de inversión "cuidadosamente" seleccionados por el Gobierno. Ambos fondos han caído en torno a un 15% en los últimos 12 meses. Es previsible que el de Reserva disminuya nuevamente este año, dado que el déficit público será superior y continúan las limitaciones de financiación exterior. En cuanto al de Riqueza, se desconoce cuál será el retorno de estas inversiones, cuya selección se ha regido por decisiones políticas más que por criterios de mercado. Por otra parte, otros 48.000 mill. \$ de las reservas de Rusia son tenencias de oro, cuyo valor ha caído un 7,5% en los últimos 12 meses. Excluyendo ambos fondos y el oro (aplicando el criterio de reservas de fácil liquidez) las reservas se sitúan en torno a los 170.000 mill. \$, con lo que se cubrirían en torno a 3,8 meses de importaciones. Las reservas acumuladas y el bajo endeudamiento externo continúan por el momento arrojando un perfil de solvencia externa muy favorable. En caso de necesidad, además, podrían lógicamente hacerse líquidos los mencionados fondos; pero, en cualquier caso, es conveniente tener presente que el cálculo del banco central incluye todos los activos mencionados.

(19) Al valorar las cifras debe tenerse en cuenta que gran parte de la Inversión Directa Extranjera (IDE), proviene de las Bahamas, las Islas Vírgenes británicas, Luxemburgo y Chipre, que en conjunto suponen en torno al 35% de la IDE en Rusia. Es muy probable que esta inversión sea de empresarios rusos que mantiene parte de sus fondos en paraísos fiscales para evitar impuestos.

Fondo de estabilización



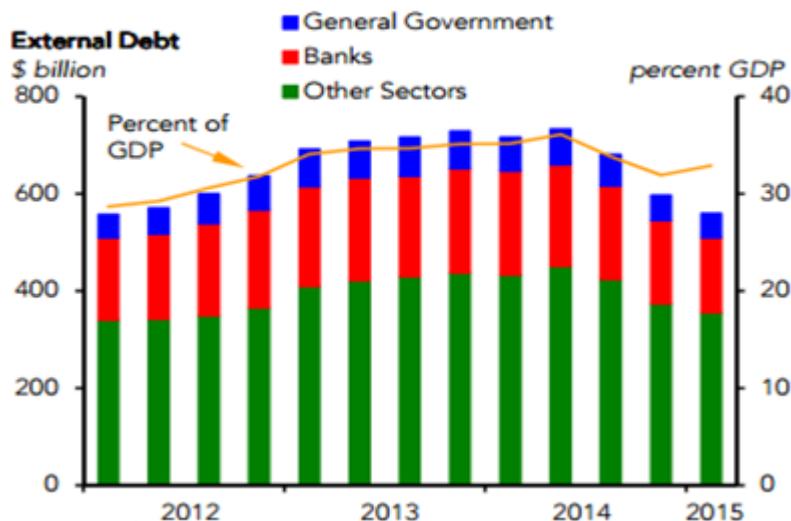
Fuente: Banco Central de Rusia

DEUDA EXTERNA

Tras la disolución de la Unión Soviética, Rusia asumió la totalidad de la deuda externa, que ascendía a 67.500 mill. \$. Rusia refinanció en cinco ocasiones con el Club de París, la última en agosto de 1999, tras la suspensión de pagos de 1998, y en otras cinco con el Club de Londres, la última en el año 2008⁽²⁰⁾. A mediados de la pasada década, aprovechando la bonanza petrolera, Rusia canceló su deuda tanto con el Club de París (prepago de 15.000 mill. \$ en 2005) como con el FMI (3.300 mill. \$), con lo que la deuda externa pública se redujo considerablemente. Entre 2011 y 2013 creció hasta duplicarse (pasó de 35.000 mill. \$ a más de 77.000 mill. \$ en 2013). Por otra parte, la deuda externa privada creció muy rápidamente en la pasada década: en el año 2000 era inferior a los 3.000 mill. \$ y en 2013 alcanzó 641.000 mill. \$. De esa cifra, casi el 70% era deuda corporativa.

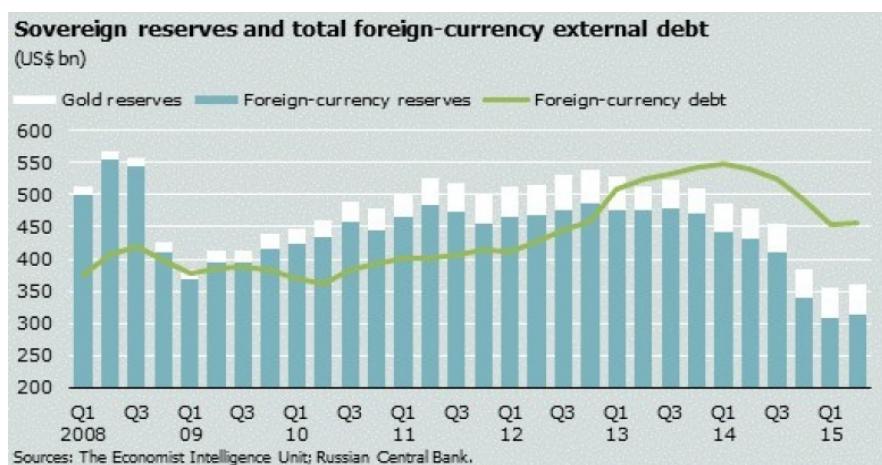
No obstante, a partir de 2014 las sanciones financieras han forzado a empresas y bancos a desapalancarse y recurrir a la financiación interna. Como resultado, la deuda externa ha caído hasta 560.000 mill. \$ a mediados de 2015. La deuda la ostenta fundamentalmente el sector privado (la pública es inferior al 10%). En cuanto a la composición por acreedores, tras los prepagos de deuda apenas queda deuda oficial externa. El grueso la forman la banca comercial (29%) y otros acreedores privados (70%).

(20) Con relación al Club de París, si bien esta vez como acreedor, cabe mencionar por su relevancia para España que Rusia ha renegociado recientemente la deuda a medio y largo plazo de Cuba (valorada según Rusia en unos 35.000 mill. \$) en términos bilaterales, algo que rompe la disciplina del Club. El acuerdo supone la condonación del 90% de dicha deuda.



Fuente: Banco Central de Rusia e IIF

El servicio de la deuda tampoco resulta excesivo. En 2014 ascendió a un moderado 15% de las exportaciones. Su estructura de amortización también es relativamente favorable, siendo el 90% deuda a medio y largo plazo. La agencia de calificación Moody's estima que tan solo un 7% de las empresas que monitoriza tendrán problemas para el pago del servicio de su deuda a finales de 2015. Por tanto, no se espera que haya problemas graves de insolvencia en el corto plazo. No obstante, dado que el calendario de amortización de la deuda para la segunda mitad de este año es abultado (tan solo entre julio y diciembre los pagos ascienden a 66.000 mill.\$), es probable que la salida de capitales aumente lo que queda del año y ello presione el rublo a la baja. De mantenerse las sanciones y la adversa coyuntura económica, en el medio plazo muchas empresas pueden verse obligadas a solicitar apoyo financiero del gobierno. Es cuestionable hasta qué punto podrá el Kremlin proveer de fondos al sector privado de continuar la caída en el nivel de sus reservas.



Fuente: EIU y Banco Central de Rusia