

INFORME RIESGO PAÍS

RUSIA

Madrid: 23 de abril de 2013



A destacar

Putin obtiene un nuevo mandato hasta 2018.

Aunque ha perdido popularidad, el presidente Putin ejerce todavía un claro dominio sobre el sistema político. No obstante, tras su reciente victoria electoral está muy presionado para emprender reformas que afronten los graves problemas estructurales del país.

Problemático clima de negocios.

A diferencia de la solvencia del soberano el sector privado presenta serios problemas para operar debido a la falta de seguridad jurídica, el poco transparente funcionamiento de la administración, la debilidad de algunas entidades de crédito y la extendida corrupción.

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, bajo crecimiento potencial.

Rusia se recuperó rápidamente de la crisis de 2009. No obstante, está registrando una preocupante desaceleración del crecimiento hasta el entorno del 2% en contraste con la media del 7% registrada en los diez años anteriores a la crisis. El deficiente desarrollo del sector privado y el pésimo clima de negocios, junto con las características de la población configuran un crecimiento potencial bajo en comparación con otros países emergentes, algo que choca con las pretensiones del ejecutivo.

Deficiente política económica.

La falta de reformas estructurales y la política fiscal y monetaria expansiva en vez de mitigar los riesgos derivados de la dependencia de los hidrocarburos están agravando su vulnerabilidad. El precio de equilibrio del presupuesto se ha elevado a 110 \$ el barril y el de la balanza por cuenta corriente a 78 \$.

Favorable perfil de solvencia externa.

A pesar de todos los puntos negativos antes señalados, la solvencia externa del soberano es indudable. El auge del petróleo ha permitido una reducción drástica del endeudamiento y una fuerte acumulación de reservas.

Población: 141,93 mill.habs.
Rpc: 10.400 \$ (2011)

SITUACIÓN POLÍTICA

- Vladimir Putin cuenta con un nuevo mandato hasta 2018 y una sólida mayoría en el legislativo. Aunque no se plantean problemas serios para la estabilidad política, se ha producido un notable cambio en el clima político en los últimos años y la hegemonía del Presidente y su partido ya no está garantizada.
- Pésimo 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.

CAMBIO EN EL CLIMA POLÍTICO

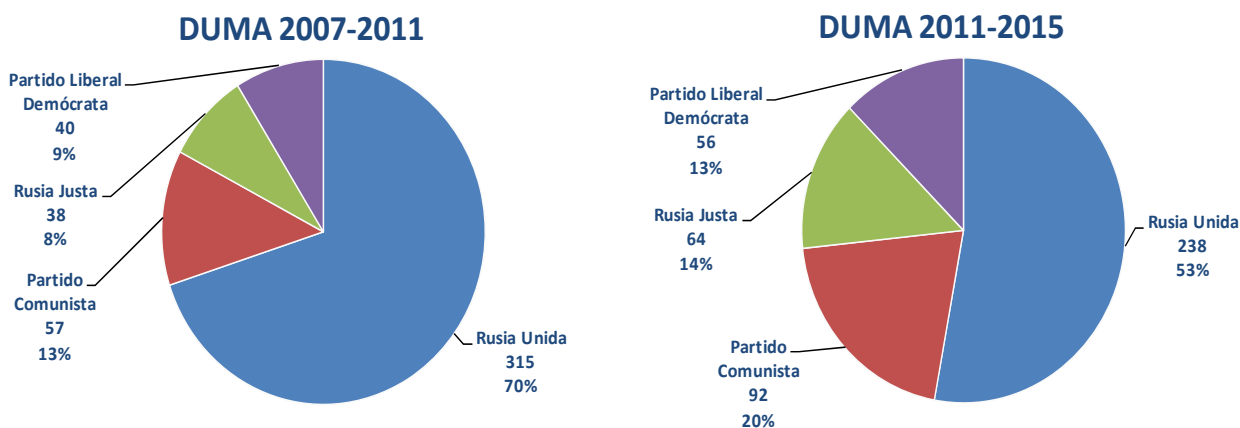
El ex agente del KGB Vladimir Putin controla de forma estrecha el destino político de Rusia desde 1999. Tras dos mandatos consecutivos de cuatro años, en 2008 tuvo que dejar la presidencia por imperativo constitucional, e intercambió entonces el cargo con su primer ministro y protegido Dimitri Medvedev. En 2012, terminado este periodo, ha vuelto nominalmente a la presidencia tras unas controvertidas elecciones. Aunque como consecuencia del reciente ciclo electoral su posición política ha quedado debilitada, lo cierto es que Putin cuenta todavía con mayoría absoluta en la Duma, un notable control sobre los medios y enfrente una oposición segmentada y poco influyente. Así pues, tiene la posibilidad de presidir durante otros dos mandatos, ahora extendidos a seis años cada uno, con lo que gobernará hasta 2018 y podría hacerlo hasta 2024, superando al propio Brezhnev en permanencia en el cargo.

POBLACIÓN	141.930 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	10.400 \$
EXTENSIÓN	17.075.400 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	REP.PRESIDENCIALISTA
CORRUPCIÓN	133/176
DOING BUSINESS	112/185

Putin y su partido, Rusia Unida, no cuentan con un ideario muy definido. Aunque está considerado como de centro derecha, en realidad su presidencia se basa más en un estilo de gobierno firme, con tintes autoritarios y la idea básica de liderar una Rusia fuerte en el panorama internacional. En sus orígenes esto le valió una elevada popularidad por la convulsa y

deteriorada situación que vivía el país cuando llegó al poder. Todavía hoy está extendida la idea de que Putin y Rusia Unida garantizan la estabilidad política y económica, aunque su éxito en este sentido radica más en la coyuntura de los precios de los hidrocarburos que en sus políticas. Sin embargo, su liderazgo empieza a ser cuestionado de forma abierta entre buena parte de la población, lo que resultaba algo impensable hace pocos años.

En el plano estrictamente económico, aunque Putin no es contrario a las reformas de mercado y frecuentemente ha anunciado nuevos planes en este sentido, lo cierto es que en la práctica, pasados los primeros años de corte más reformista, ha ejercido una política inmovilista o de tímidos cambios, especialmente en cuanto a liberalización de mercados, privatizaciones o apertura comercial exterior, lo que favorece en última instancia el mantenimiento de una fuerte presencia del Estado en la economía y la protección de los grandes conglomerados empresariales, especialmente el de los hidrocarburos. Esta falta de avances económicos y sobre todo, la extendida corrupción, ambos muy relacionados, es algo que empieza a erosionar su apoyo entre las clases medias, su tradicional bastión de votos. Así, en las legislativas de diciembre de 2011, aunque Rusia Unida obtuvo 238 de los 450 escaños, perdió más de 12 mill. de votos respecto a 2007, y su mayoría de dos tercios en la Duma. Además, las denuncias por irregularidades⁽¹⁾ provocaron un fenómeno de protestas multitudinarias que han roto con la tradicional idea de una población dócil e incluso llegó a temerse una revuelta inspirada en la Primavera Árabe. Las manifestaciones siguieron durante y después de las presidenciales de marzo, ganadas confortablemente con el 63,6% de los votos tras una campaña plagada de generosas promesas. Sin embargo, el movimiento popular fue perdiendo fuerza en los meses siguientes. Por otra parte, Putin respondió con dureza a las protestas post electorales, con numerosas detenciones y una batería de leyes contra ONGs y organizaciones opositoras que dejaron al movimiento muy debilitado, algo que quedó patente en las elecciones locales y estatales de octubre. No se registraron protestas y una vez más, el oficialismo ganó claramente, aunque, eso sí, se registró una muy baja participación, cercana al 25%.



(1) Tanto en las legislativas como en las Presidenciales de marzo se produjeron irregularidades según los observadores internacionales de la OSCE. Sin embargo, el impacto de las mismas sobre el resultado final se considera muy pequeño, estimado en torno al 1% del voto, por lo que los observadores también coinciden en que no se habría alterado el resultado final.

La continuidad del gobierno de momento no está en juego. No obstante, en el último año el Presidente ha dado signos de entender que está perdiendo terreno político (una encuesta de febrero 2013 le da un apoyo de tan sólo el 32%) y, al menos en su discurso, parece querer afrontar de forma más decidida las reformas estructurales y luchar contra la epidémica lacra de la corrupción. El ejecutivo ha emprendido recientemente una campaña para controlar y limitar las propiedades y activos en el extranjero de los miembros del gobierno y altos funcionarios, algo que ha destapado numerosos casos de corrupción que han provocado una batería de dimisiones⁽²⁾. No obstante, cabe albergar un importante escepticismo sobre este aparente ímpetu reformador. El propio Putin es el representante de los intereses económicos del statu quo y la élite política y económica, por lo que parece difícil que quiera o incluso pueda permitirse romper estos vínculos. Cambios profundos en este sentido podrían desencadenar una fuerte oposición entre sus tradicionales aliados en un momento en que su posición política es más débil.

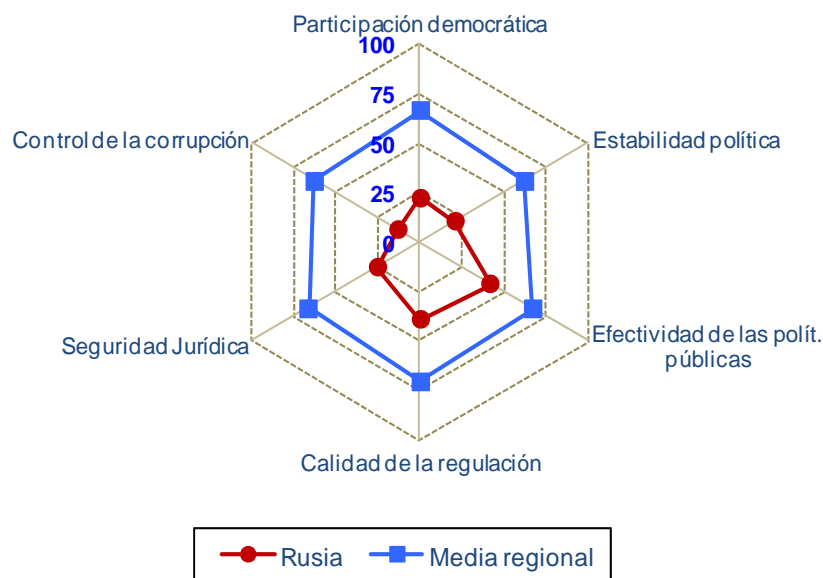
Por otra parte, el riesgo de luchas internas tampoco es desdeñable dentro del propio gabinete de Ministros. Son conocidas las tensiones entre el Presidente y el nuevamente primer ministro Medvedev, a quien se le considera un tecnócrata más abierto a reformas de corte liberal, pero del que se cree que Putin también recela porque podría albergar ambiciones de sucederle. Recientemente se han cruzado críticas veladas según la prensa, en los avales políticos se especula con que Putin podría cesarlo. No obstante, Medvedev demostró su fidelidad cumpliendo con el acuerdo de permuta de cargos, por lo que resulta dudoso que Putin se arriesgue en estos momentos a prescindir de él. Así pues, a corto plazo sería extraño un cambio en la jefatura de gobierno, más si no se produce un severo deterioro de la situación económica o algún evento que justifique el cese de Medvedev.

PROBLEMÁTICO ENTORNO DE NEGOCIOS

El deficiente entorno de negocios es uno de los elementos más negativos en la valoración del riesgo-país y puede provocar numerosos problemas tanto a las empresas instaladas en Rusia como a los exportadores. El origen del problema radica en el rápido e irregular proceso de privatización sin un marco legal adecuado y en los ingentes ingresos por hidrocarburos que han engrasado una pesada maquinaria estatal en estrecha relación con las élites económicas. La cultura de respeto legal de las empresas es endeble, lo que se ve reforzado por una deficiente regulación, un débil y poco independiente sistema judicial, frecuentes decisiones administrativas arbitrarias, además de la extendida corrupción a todos los niveles.

- (2) El caso más llamativo es el reciente de Vladimir Pekhtin, que aunque ya no era una figura relevante del gobierno se trata del fundador de Rusia Unida y jefe de la Comisión Ética de la Duma que dimitió el pasado mes de febrero de 2013, después de que la prensa destapara su gran fortuna personal y varias propiedades de lujo en el extranjero sin un origen claro.

Indicadores de buen Gobierno 2011



Estos problemas se reflejan en numerosos indicadores internacionales. Los índices de buen gobierno del Banco Mundial son especialmente negativos en cuanto a seguridad jurídica y control de la corrupción (ver gráfico). Transparencia Internacional coloca a Rusia en el puesto 133 de 176 en su índice de corrupción y en el peor en cuanto a sobornos de los 23 países que analiza. En este sentido, la magnitud del problema lo ilustra un estudio del BERD (Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo), que indica que las compañías deben presupuestar un 2% de sus ventas al Estado en concepto de soborno y un 1% en el resto de transacciones. En cuanto al clima general de negocios, el informe Doing Business 2013 coloca al país en el puesto 112 y resalta especialmente los problemas en el comercio transfronterizo (puesto 162), donde especifica que el exportar un contenedor lleva de media 36 días y se calcula en un coste cercano a los 3.000 \$, tres veces más que en la OCDE.

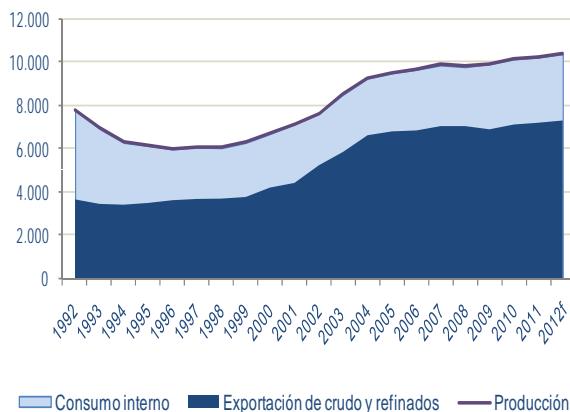
EVOLUCIÓN ECONÓMICA

- Las enormes reservas energéticas del país han provocado que, en paralelo al auge del precio del crudo, Rusia se haya transformado en un país casi monoexportador y su crecimiento sea extremadamente dependiente del sector de los hidrocarburos.
- Tras el fuerte impacto de la crisis en 2009 Rusia se ha recuperado rápidamente, pero registrando tasas de crecimiento relativamente bajas, y amenaza con caer hasta el entorno del 2% en 2013. El deficiente desarrollo del sector privado y el pésimo clima de negocios junto con las características de la población otorgan a Rusia un crecimiento potencial bajo en comparación con otros países emergentes (aprox.3%), algo que choca con las pretensiones del ejecutivo.
- Sistema financiero atomizado y con problemas de gestión y supervisión. El fuerte crecimiento del crédito y los ratios de solvencia son relativamente buenos pero muy sensibles a cambios en la coyuntura.

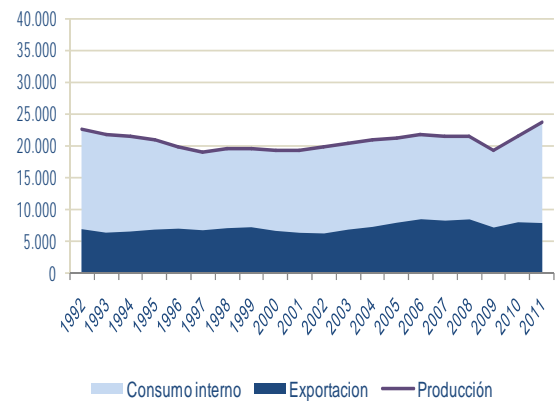
TRANSFORMACIÓN EN UNA ECONOMÍA PETROLERA

Rusia rivaliza con Arabia Saudí por el primer puesto mundial como productor de petróleo y con EE.UU. por el de gas. En su conjunto el sector de los hidrocarburos supone aproximadamente una cuarta parte del PIB, más de una tercera de los ingresos públicos y cerca de dos tercios de las exportaciones. Esta dependencia del crudo ha resultado en una drástica mejora en los indicadores de solvencia en la última década gracias al incremento de la producción, pero, sobre todo, al auge del precio internacional de la energía, evidentemente con el paréntesis de la crisis de 2009. Esta coyuntura tan favorable ha contribuido, no obstante, a aplazar las reformas estructurales y a un estancamiento del resto del sistema productivo, algo que suscita dudas sobre la sostenibilidad a largo plazo de la economía rusa.

Producción de petróleo (miles b/d)



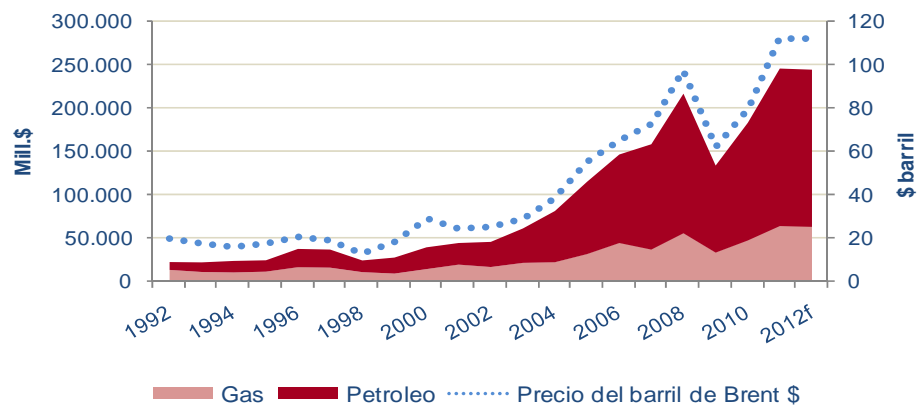
Producción de gas (millardos de pies cúbicos)



Fuente: Energy Information Administration

Resulta difícil exagerar el creciente impacto de los hidrocarburos en la evaluación de riesgo-país de Rusia. La producción de crudo creció desde los más de 6 mill. de b/d a finales de los noventa y 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 al gas, la producción también está en torno a una colosal cifra de 24 billones de pies cúbicos. Sin embargo, Rusia consume internamente más de la mitad del gas a precios subvencionados (el precio del petróleo, en cambio, se consume muy en línea con la cotización internacional), por lo que el impacto sobre la solvencia externa de este último es considerablemente menor.

Ingresos externos y precio del barril

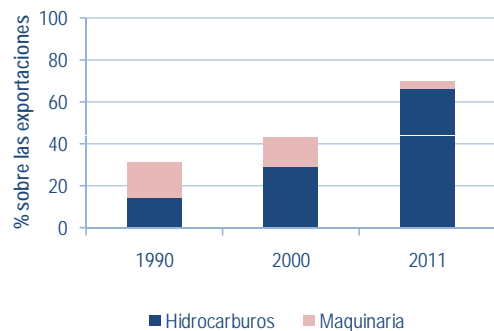


Fuente: EIA

El petróleo supone actualmente unos ingresos por exportaciones de más de 250.000 mill.\$.

Esta espectacular cifra contrasta con la registrada hace poco más de una década, cuando todavía la industria pesada y de maquinaria era un pilar de la economía casi más importante que el energético. En concreto, en los años noventa los ingresos por hidrocarburos promediaron algo menos de 30.000 mill.\$ anuales, aproximadamente una décima parte de los ingresos actuales. Así pues, desde el fin de la crisis de 1998, Rusia ha experimentado una transformación productiva, Particularmente del sector exterior, impulsada por un incremento del volumen de crudo exportado de unos 2,5 mill. b/d, pero sobre todo por el ascenso del precio medio en más de 80\$ por barril (sobre el valor final exportado han supuesto incrementos del 90% y del 521%, respectivamente). Como veremos, esto ha permitido un notable crecimiento y un rápido fortalecimiento del riesgo soberano (reducción de deuda, incremento de reservas, acceso a los mercados), pero evidentemente sujeto a la favorable coyuntura del precio del barril, al que es más sensible que nunca.

La transformación petrolera



Fuente: Institute International Finance

En cuanto a las reservas, Rusia cuenta con 60.000 mill. de barriles de crudo convencional, las octavas mayores del mundo. Aun siendo notables, durarían únicamente para unos 16 años al ritmo de producción actual. Buena parte de los yacimientos (se trata del 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. No obstante, todavía no han tenido un impacto muy notable en los niveles de producción y de no cumplir con las expectativas Rusia podría sufrir una importante caída de la producción en los próximos años (algunas estimaciones hablan de una caída por debajo de los 7 mill.b/d para 2020). Está, pues, justificada la preocupación en la administración, que está intensificando la exploración en estas zonas. Sin embargo, el coste de muchos de estos proyectos resulta prohibitivo por la falta de infraestructuras y las condiciones extremas donde están localizadas. Así, comienza a plantearse también como alternativa la aplicación en las zonas ya explotadas de Siberia occidental las tecnologías de fraccionamiento de roca y perforación horizontal que han permitido el renacer de la industria energética en EE.UU. Sin embargo, esto obligaría a la búsqueda de inversores y tecnologías de compañías extranjeras, para lo que serían necesarios cambios fiscales y una mejora de la seguridad jurídica.

PIB (mill.\$)	1.848,4
CRECIMIENTO PIB	4,3
INFLACIÓN	6,1
SALDO FISCAL	0,3
SALDO POR C/C	5,3

Datos a 2011

En Rusia no existe un monopolio formal para la producción y exportación de petróleo y algunas multinacionales tienen o han tenido una fuerte presencia, como BP o Conocco-Phillips, aunque su entrada data de principios de los noventa, cuando se privatizó buena parte del sector. En realidad, existen muchas barreras de entrada de carácter administrativo y político, además del evidente riesgo jurídico⁽³⁾, 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. Rosneft también controla el sistema de transporte (mayoritariamente mediante oleoductos), que está gestionado en régimen de monopolio por la compañía pública Transneft.

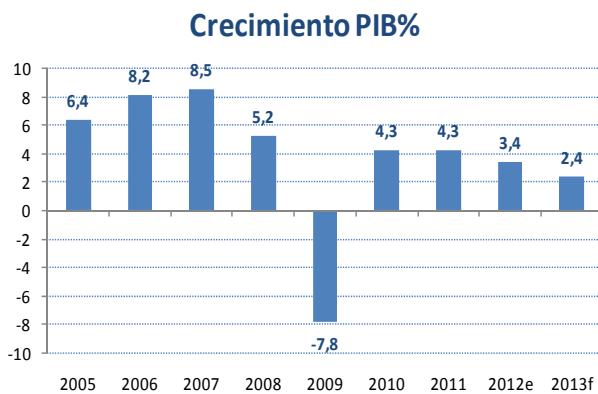
En cuanto al gas, Rusia cuenta con diferencia con las mayores reservas del mundo, con un 23,7% de las totales, suficientes para unos 70 años de producción al ritmo actual. En este caso, el dominio de la estatal Gazprom es abrumador, ya que aglutina más del 80% de la producción y el 65% de las reservas, 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. 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.

- (3) El pasado 21 de 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.\$, elevando su control de 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.

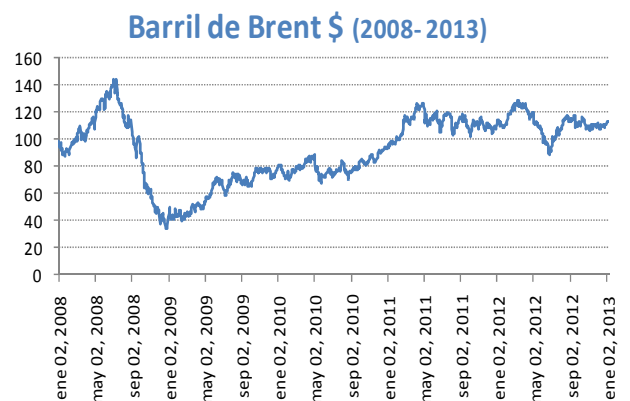


COYUNTURA: CRISIS, RECUPERACIÓN Y DESACELERACIÓN

El crecimiento económico durante la etapa anterior a la crisis internacional fue uno de los más intensos que ha registrado Rusia en muchas décadas. Entre 1999 y 2008 el PIB creció en promedio un 6,9%. Sin embargo, la enorme dependencia del sector de los hidrocarburos se puso de manifiesto con el estallido de la crisis. La abrupta caída del precio del barril hasta mínimos de 32\$ fue el factor clave en la aguda recesión que sufrió el país. Además, la restricción financiera internacional 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. Al mismo tiempo, la tradicional vulnerabilidad al sentimiento inversor provocó un shock en el ya de por sí frágil sistema bancario. De este modo, Rusia experimentó una de las mayores caídas del PIB registrada por ningún país durante 2009 (-7,8%) y un alarmante proceso de fuga de capitales. De todas formas, afrontó esta difícil situación con un perfil de endeudamiento y posición de reservas holgado, que permitió al gobierno introducir medidas anticíclicas, frenar la caída del rublo y contener las quiebras bancarias. A pesar de todo, de nuevo la recuperación del precio del crudo en 2010 fue la clave para que la situación se estabilizara de forma relativamente rápida.



Fuente: IIF

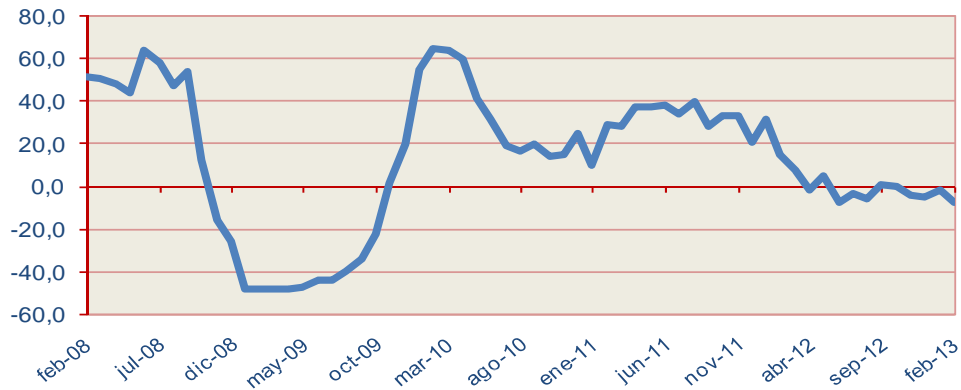


Fuente: EIA

En los últimos años, a pesar de que el precio del petróleo se ha mantenido en niveles relativamente altos, el crecimiento ha estado lastrado por la atonía de la demanda externa (Europa) y el mantenimiento de la incertidumbre internacional sobre el sector financiero. Así, el crecimiento se recuperó hasta el entorno del 4% en 2010-11, cifra relativamente baja teniendo en cuenta la magnitud de la caída previa. En 2012 incluso se ha comenzado a registrar una preocupante desaceleración⁽⁴⁾.

(4) La caída del crecimiento tiene también su explicación en una natural corrección hacia la tendencia de largo plazo o de crecimiento potencial, toda vez que la producción y el precio del crudo se mantienen estables. Algunos estudios sitúan el crecimiento potencial de Rusia en torno al 3%, nivel relativamente bajo en comparación a otros mercados emergentes. Lo cierto es que Rusia tiene en muchos sentidos más semejanzas con economías maduras, sobre todo en cuanto a su población envejecida y con tendencia a decrecer.

Producción industrial (%var. anual)

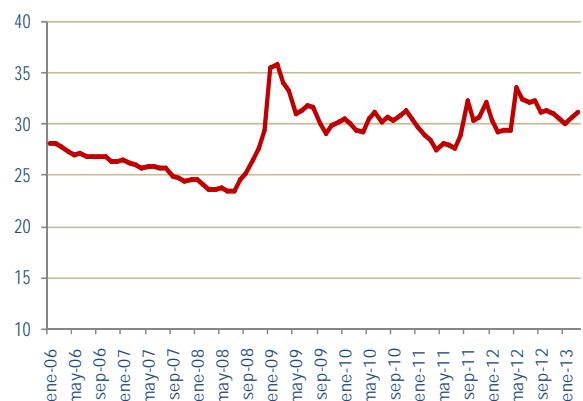


Fuente: IIF

En 2012, a pesar de que la política fiscal y monetaria ha continuado teniendo un tono relativamente expansivo, el PIB redujo su crecimiento al 3,4%. No obstante, la demanda interna creció a un ritmo notable, con las ventas minoristas aumentando un 5,9% y la inversión un 6%. La desaceleración ha sido más aguda en la última parte del año, en línea con Europa, algo que se ha notado especialmente en la producción industrial, que ha comenzado a registrar tasas negativas. Así, las perspectivas para 2013-14 son poco favorables. Recientemente se ha revisado a la baja la previsión oficial de crecimiento para este año hasta el 2,4%, lo que presiona al gobierno para tomar medidas de cara a alcanzar el objetivo marcado del 5%, que parece poco realista.

En este sentido se espera que la nueva gobernadora del Banco Central, Elvira Nabiullina, una estrecha colaboradora de Putin, lleve a cabo una política monetaria más agresiva (el reciente cese de su predecesor se debe a su reticencia a bajar los tipos de interés). Rusia corre, pues, el riesgo de crear un problema inflacionario. Tradicionalmente las autoridades han permitido tasas de inflación elevadas y han centrado sus esfuerzos en mantener la estabilidad cambiaria del rublo y proporcionar liquidez al sistema financiero, especialmente durante la crisis⁽⁵⁾.

Rublos/\$

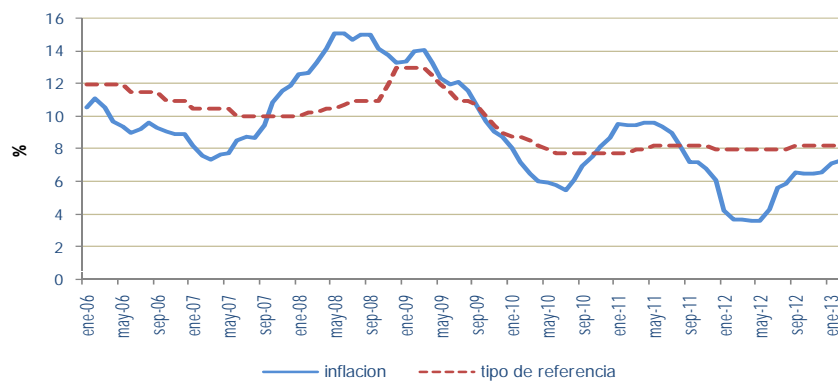


Fuente: IIF, Banco Central de Rusia

(5) Rusia ha cambiado frecuentemente su sistema de intervención cambiaria. En 2009 estableció unas bandas de fluctuación en referencia a una cesta de monedas a partir de las cuales se intervenía de forma automática cantidades prefijadas de reservas. Una vez agotadas estas cantidades las bandas se desplazaban. Posteriormente fue ampliando esas bandas de fluctuación, acercándose cada vez más a un funcionamiento de tipo flexible.

En los últimos años esto había comenzado a cambiar. Rusia fue adoptando cada vez más una política de tipo cambio flexible y estableciendo objetivos de inflación (actualmente una banda de 5-6%). Ahora se podría trancar esta mejoría de la credibilidad e independencia del Banco Central, que había llevado la inflación a registrar en abril su mínimo histórico post soviético (3,6%). La inflación se cerró finalmente en 2012 seis décimas por encima del objetivo y alcanzó en marzo de 2013 el 7,2%. Es cierto que este rebrote se debe en buena parte a los efectos de la mala cosecha del año pasado, pero, 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, es dudoso la política monetaria sea la herramienta adecuada para estimular el crecimiento.

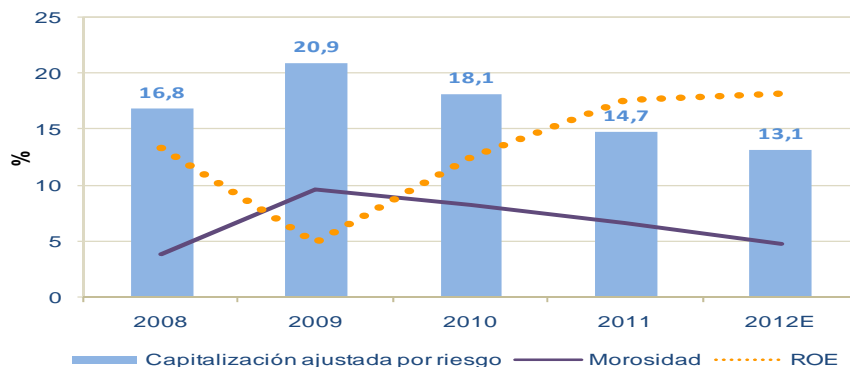
Inflación y tipos de interés



Fuente: IIF y Banco Central de Rusia

SISTEMA FINANCIERO FRÁGIL

Pese a las mejoras realizadas en la supervisión y a la inyección de fondos públicos en los últimos años, el sistema financiero sigue siendo uno de los puntos débiles de la economía rusa. Su deficiente labor de intermediación financiera impide el desarrollo de un sector privado competitivo. Se caracteriza por una gran participación pública (que controla, aproximadamente, el 50% del sector, mientras que la participación extranjera apenas llega al 25% del total) y por una gran atomización (existen cerca de 1.100 bancos, aunque los 200 mayores representan el 90% de los activos, ya que muchos apenas funcionan como un mero departamento de tesorería de las grandes empresas).



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Con posterioridad a la crisis el crecimiento del crédito ha vuelto a registrar tasas elevadas y tanto la morosidad como la rentabilidad de los activos han seguido una trayectoria muy positiva. En concreto, la morosidad, que alcanzó el 10% en 2009, ha caído en 2012 hasta el 4,75%, mientras que la ROA y el ROE han pasado en ese mismo periodo del 0,9% y 4,9%, al 2,4% y 18,2%, respectivamente. También parece haberse reducido la exposición a una caída del rublo, con los préstamos en moneda extranjera reduciéndose al 17% de los totales y siendo incluso ligeramente positivos en términos netos. Sin embargo, el fuerte crecimiento del crédito, cercano a tasas del 20-25% (el crédito al consumo lo hizo en un 40% en 2012) y la deficiente gestión del riesgo crediticio en las entidades de menor tamaño siguen creando serias dudas ante un shock externo. En este sentido, el ratio de capitalización fue el 13,1% (octubre 2012), cifra suficiente pero algo preocupante en relación con otros países emergentes y con la extrema interdependencia entre el valor de los activos y el precio del crudo. Así, el FMI alertaba en su último informe de los riesgos en el sistema financiero e indicaba la necesidad de fortalecer el marco de supervisión y los poderes del Banco Central.

SECTOR PÚBLICO

SITUACIÓN FISCAL FAVORABLE, PERO CON NECESIDAD DE REFORMAS

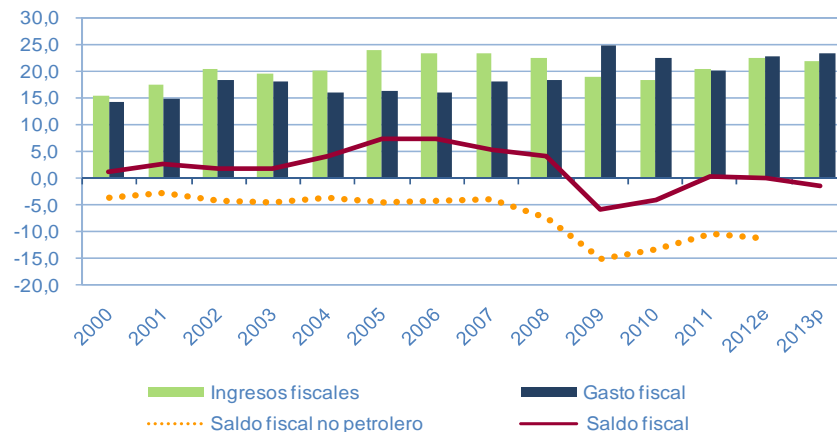
- **Política fiscal excesivamente expansiva y dependiente de los ingresos energéticos.**
- **El fuerte incremento del gasto público coloca a las cuentas públicas en situación de riesgo en caso de un shock petrolero, ya que a pesar de los elevados ingresos el presupuesto registra ya incluso ligeros déficits.**
- **No obstante, el peso de la deuda pública es mínimo, por lo que el riesgo de impago soberano es por el momento reducido. Grado de inversión.**

La política fiscal ha seguido una tendencia excesivamente procíclica en las etapas expansivas y presenta un perfil muy sensible a la evolución de los hidrocarburos (sólo en términos directos éstos suponen el 50% de los ingresos). A pesar de los distintos intentos por mantener reglas de prudencia fiscal basadas en el balance no petrolero, en la práctica Rusia ha llevado a cabo fuertes incrementos del gasto tanto en la pasada crisis como en momentos favorables, lo que ha limitado el volumen destinado a los fondos de estabilización y pone en duda su capacidad de resistir un impacto negativo prolongado en el futuro⁽⁶⁾.

(6) 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.



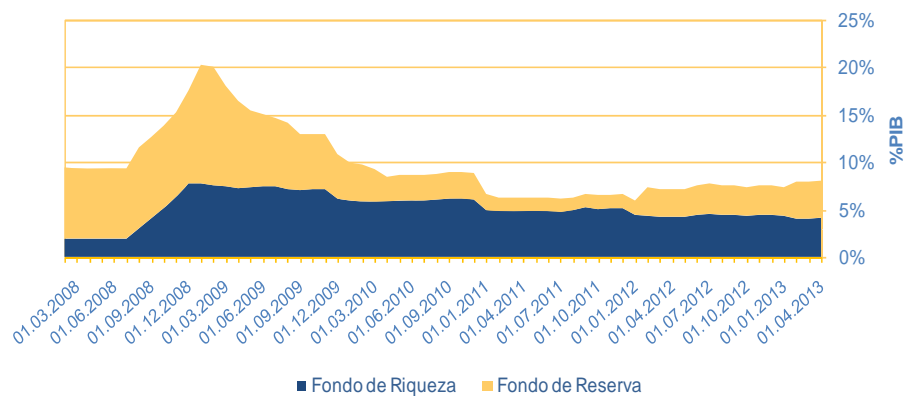
Cuentas públicas



Fuente: IIF

En los últimos años esto se ha traducido en el mantenimiento una política fiscal muy expansiva a pesar de la recuperación del crecimiento. El gasto público ha pasado en la última década de representar cerca del 15% hasta el 23% del PIB. La mejoría de los ingresos fiscales derivada de los altos precios del crudo ha impedido que se produzcan desequilibrios finales muy elevados (el saldo presupuestario fue prácticamente equilibrado en 2012), pero la amplitud del déficit no petrolero, estimado en el 11,3% en 2012, refleja la creciente vulnerabilidad a una eventual caída en el precio del crudo (el precio de equilibrio está ahora ligeramente por encima de los 100 \$ el barril). El gobierno acaba de aprobar una nueva regla fiscal basada precisamente en el precio del barril que, sin ser excesivamente exigente⁽⁷⁾, de cumplirse sí podría favorecer un mayor control del gasto y con ello, volver a registrar ligeros superávits a partir de 2014. De todas formas, en 2009 Rusia no tuvo problemas en abandonar la anterior regla fiscal (límite de déficit no petrolero de 4,7%), y teniendo en cuenta las promesas electorales del Presidente en relación con las pensiones y salarios públicos, así como la preocupación por la caída del crecimiento, es muy posible que la política fiscal continúe teniendo un tono expansivo. En 2013 el déficit estará seguramente en torno al 1% del PIB.

Fondo de estabilización

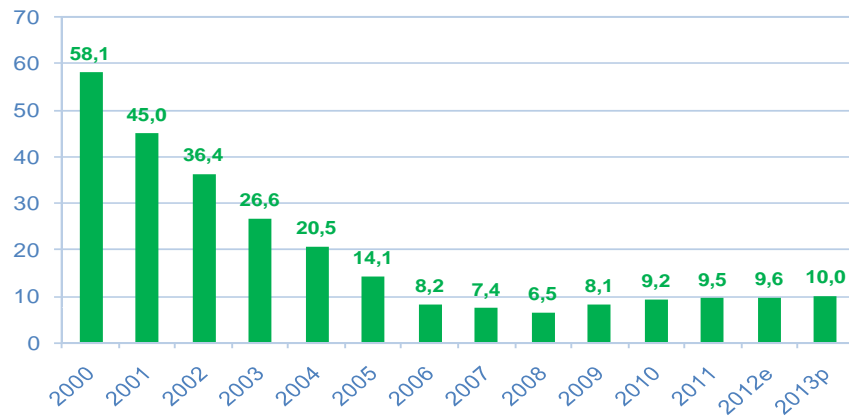


Fuente: Banco Central de Rusia

(7) 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.

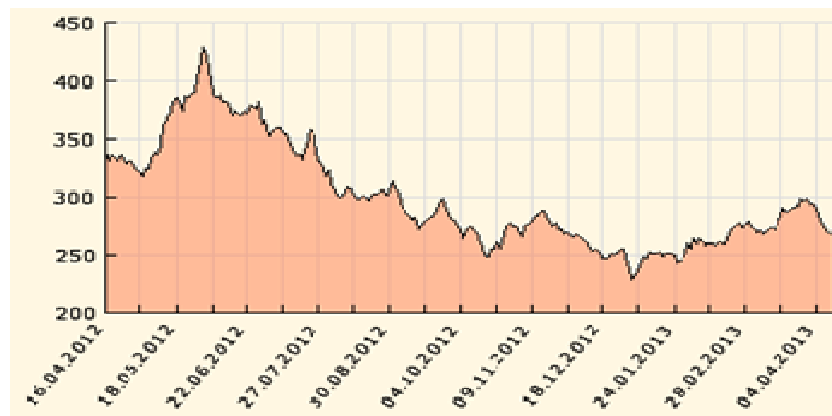
De todas formas, estos temores pierden relevancia al comprobar el reducido peso de la deuda pública, así como la mejora del acceso al mercado internacional de capitales del soberano. El peso de la deuda pública ha caído hasta el 9,6% del PIB, la mayor parte es doméstica y el pago de la misma no supone un problema. En cuanto al spread de deuda, tras alcanzar en 2009 los 850 puntos básicos, ha caído hasta el entorno de los 280 puntos. Por otra parte, Rusia cuenta con la calificación de grado de inversión por parte de las principales compañías de rating (BBB por parte de Fitch y S&P, y Baa1 por parte de Moody's).

Deuda pública %PIB



Fuente: IIF

SPREAD EMBI+



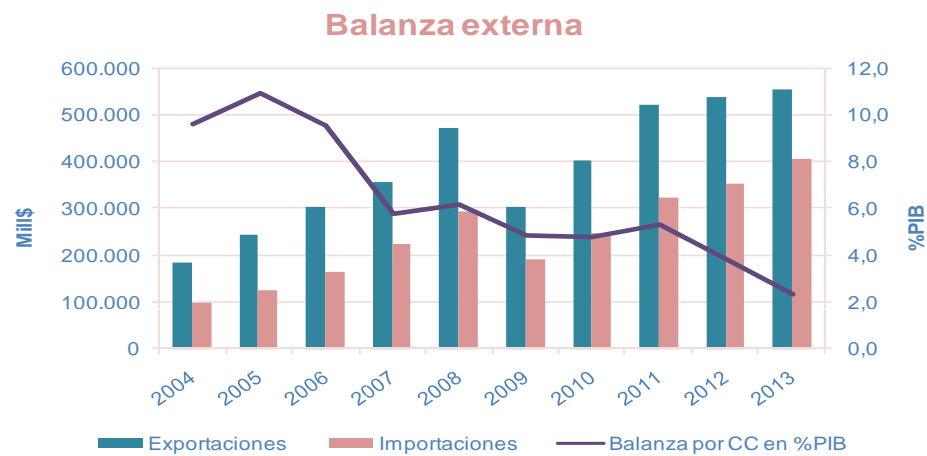
Fuente: JP Morgan

SECTOR EXTERIOR

SOLVENCIA EXTERNA FAVORABLE

- **Reducción de los superávits corrientes externos a pesar de los altos precios del crudo por el fuerte crecimiento de las compras al exterior. El precio de equilibrio de la balanza externa se ha elevado a 78 \$/b.**
- **Crónico proceso de salida de capitales y limitada capacidad de atracción de IDE, lo que merma la capacidad de acumulación de reservas.**
- **Elevado nivel de reservas. Escaso endeudamiento externo.**

Gracias a los hidrocarburos, Rusia ha sido capaz de expandir con fuerza sus exportaciones y de disfrutar de amplios superávits comerciales y por cuenta corriente. No obstante, las políticas expansivas y el rápido crecimiento del crédito han provocado un continuo incremento de las importaciones de bienes y servicios. Al haberse estabilizado el volumen de crudo exportado en torno a 7 mill. b/d y el precio en torno a 110 \$/b en los dos últimos años, se ha producido un significativo estrechamiento del superávit corriente. Así mismo, se ha elevado progresivamente el precio de equilibrio de la balanza desde 44 \$/b en 2007 hasta 78 \$/b actualmente. De continuar esta tendencia, puede provocar problemas a largo plazo, especialmente si tenemos en cuenta el intenso proceso de salida de capitales provocado por el pésimo clima inversor. De todas formas, las reservas acumuladas y el bajo endeudamiento externo continúan por el momento arrojando un perfil de solvencia externa muy favorable.

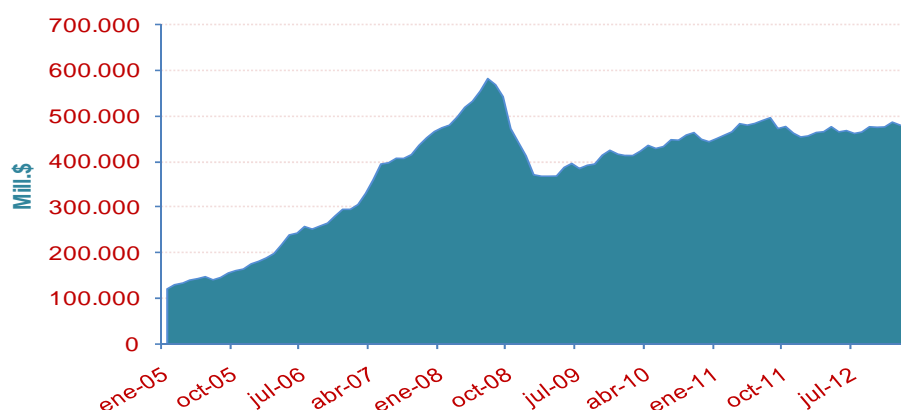


Fuente: IIF

En 2012 las exportaciones de bienes crecieron un escaso 2% hasta 536.000 mill.\$, de los cuales dos tercios fueron hidrocarburos, seguidos muy de lejos por exportaciones de maquinaria (3,4%). Las importaciones crecieron un 9%, hasta 353.500 mill.\$. El saldo comercial arrojó todavía un abultado superávit de más de 180.000 mill.\$. Sin embargo, al igual que el año pasado el déficit de la balanza de servicios, rentas y transferencias fue muy voluminoso, en torno a los 100.000 mill.\$, lo que redujo el superávit por cuenta corriente hasta 81.300 mill.\$, lo que supone todavía un cómodo 4% del PIB. De todas formas, llama la atención que este superávit sea inferior al registrado en 2009 con un precio medio del barril de Brent que entonces fue de 62 \$.

En cuanto a la balanza de capitales, los abultados saldos negativos reflejan la deficiente seguridad jurídica y los graves problemas de confianza en el sector privado. Rusia experimenta un agudo proceso de salida de capitales que en parte podría pensarse que responde a un normal proceso de reinversión en el exterior de sus superávits petroleros, pero teniendo en cuenta las relativamente bajas tasas de inversión interna y el pésimo clima de negocios, parece más bien obedecer a un crónico fenómeno de fuga de capitales. En 2012 la salida neta de capitales alcanzó los 56.800 mill.\$; teniendo en cuenta el sector empresarial no financiero la cifra ascendió a 80.400 mill.\$.

Reservas



Fuente: IIF

La fuga de capitales y la reducción del superávit corriente explican por qué la recuperación de los altos precios del crudo no se ha traducido en un ritmo mayor de acumulación de reservas desde 2009 y que todavía no se haya recuperado el máximo alcanzado en 2008 (en pleno proceso de descenso del rublo, entre julio de 2008 y marzo de 2009, las reservas cayeron en más de 200.000 mill.\$). De todas formas, Rusia sigue contando con un espectacular fondo de reservas de 475.000 mill.\$ a febrero de 2013, lo que supone aproximadamente diez meses de importaciones de bienes y servicios, y nueve veces la deuda externa de corto plazo.

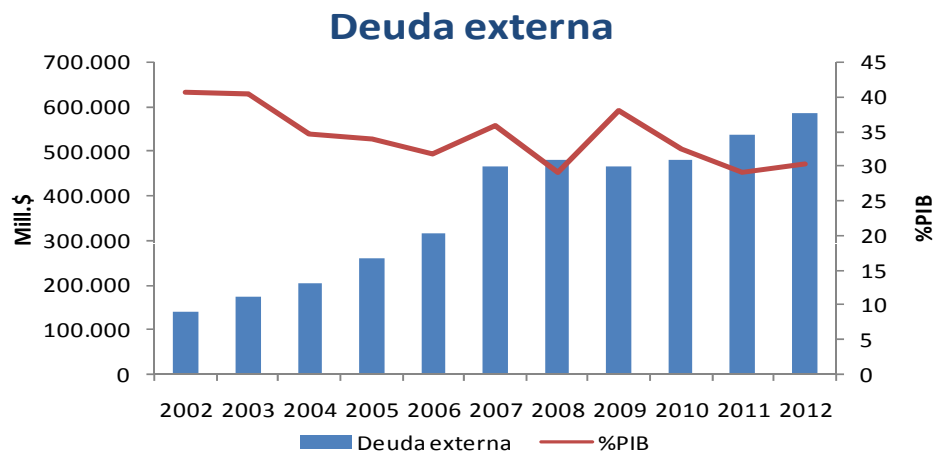
Tras la disolución de la Unión Soviética, Rusia asumió la totalidad de la deuda externa, que ascendía a 67.500 mill.\$.

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⁽⁸⁾. A mediados de la actual década, aprovechando la bonanza petrolera, Rusia canceló sus deudas tanto con el Club de París (prepagando 15.000 mill.\$ en 2005) como con el FMI (3.300 mill.\$).

De este modo, la deuda externa pública se ha reducido hasta poco más de 35.000 mill.\$.

Sin embargo, la deuda externa privada ha crecido muy rápidamente en la pasada década, un fenómeno que una vez más sugiere problemas en el sector privado ruso, multiplicándose por cinco términos nominales.

A pesar de todo, en relación al PIB la deuda externa total que asciende a 584.274 mill.\$, supone todavía un manejable 30,2% del PIB en 2012.



Fuente: IIF

El servicio de la deuda tampoco resulta excesivo. En 2012 ascendió a un moderado 13,5% de las exportaciones, si bien este ratio se ve muy favorecido por el alto volumen de exportaciones de crudo.

En cuanto a la composición de los acreedores, tras los prepagos de deuda apenas queda deuda oficial externa. El grueso la forman la banca comercial (28,6%) y otros acreedores privados (67,1%). Su estructura de amortización también es relativamente favorable, siendo el 87,5% deuda a medio y largo plazo.

(8) 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 en unos 28.000 mill.\$) en términos bilaterales, algo que rompe la disciplina del Club. No han trascendido los detalles de dicho acuerdo, aunque se supone que comporta una amplia condonación.

