

RUSIA

en la cuerda floja

Madrid: 17 de diciembre de 2014



La combinación de una fuerte caída del precio del crudo, unido a las sanciones de Occidente y a la incertidumbre y pesimismo sobre las perspectivas económicas han provocado un colapso del rublo que ha forzado al Banco Central a aumentar los tipos de interés hasta niveles no registrados desde la crisis de finales de los noventa.

RUSIA EN LA CUERDA FLOJA

El Banco Central ruso ha subido los tipos de interés del 10,5% al 17% la madrugada del martes 15 de diciembre en un intento desesperado de frenar la caída libre que sufre el rublo y contener la escalada de la tasa de inflación. Se trata de la sexta subida de tipos de este año y sitúa el tipo de interés en su nivel más alto desde la crisis rusa en 1998. Esta decisión, cuya intensidad ha sorprendido a los mercados, no es sino reflejo de la necesidad de priorizar la estabilidad financiera en un contexto de fuertes presiones sobre la divisa de una economía lastrada por la intensa caída del precio del petróleo y el impacto de las sanciones derivadas de su participación en la crisis de Ucrania. El Banco Central ha empleado en lo que va de año 80.000 mill.\$ en reservas internacionales en un intento de frenar la depreciación del rublo, que marcó este lunes nuevos mínimos históricos al descender hasta los 80 rublos por euro y 64,2 por dólar, lo que supone una depreciación de cerca del 50%, la mayor de todas las divisas del mundo en 2014. La salida neta de capitales podría alcanzar este año los 134.000 mill.\$, más del doble que el año pasado.

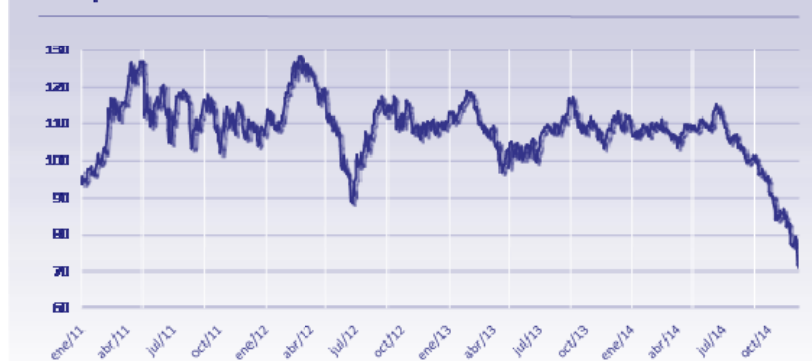


El punto de inflexión de la jornada del lunes, calificada por algunos como el “lunes rojo”, fue el reconocimiento público por parte del Banco Central, tras marcar el petróleo un nuevo mínimo desde 2009 al situarse en 61 dólares el barril, de que la economía podría contraerse hasta un 4,7% en 2015. Esta previsión está muy por debajo de la última revisión a la baja que realizó el Kremlin, el pasado 2 de diciembre, en que estimaba que el país caería un 0,8%. La reacción inicial de los mercados a la subida de tipos ha sido volátil: en un primer momento el rublo reaccionó de inmediato con subidas frente a las principales divisas, pero a medida que avanzó esa mañana volvió a caer hasta cerca de los 80 rublos por dólar. La bolsa de Moscú se mostró también inmune a las maniobras desesperadas del gobierno de Putin y ha llegado a desplomarse más de un 11%.

Dejando de lado las primeras reacciones movidas por puro sentimiento de mercado, el análisis a corto-medio plazo presenta gran complejidad y es motivo de preocupación. Varias incógnitas de difícil respuesta marcarán la evolución económica del Kremlin: ¿cuál será el precio medio en que se moverá el barril de petróleo los próximos meses? ¿Se aprobarán nuevas sanciones en caso de no avanzarse en la estabilización y resolución del conflicto en Ucrania? ¿Es sostenible una tasa de interés a semejantes niveles en una economía en depresión? ¿Será suficiente esta última subida para contener la salida de capitales?

La caída del precio del petróleo es el principal factor desestabilizador, dada la fuerte dependencia de la economía rusa del sector de los hidrocarburos. En lo que va del año el precio del crudo acumula una caída de cerca del 50% y tan solo en el último mes del 25%. 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. Rusia ha gozado en los últimos años de un elevado superávit por cuenta corriente (en 2005 llegó a alcanzar el 11% del PIB), si bien ha ido disminuyendo hasta cerrar en 2013 en un 1,6% del PIB. No hay todavía estimaciones para 2014 que recojan la evolución reciente de los precios del crudo que indudablemente deteriorarán el saldo corriente, si bien la previsible caída de las importaciones contrarrestará parte de este efecto. En cuanto a las finanzas públicas, las autoridades señalaron que podrían equilibrar el presupuesto del año próximo con un barril por debajo de los 90 dólares, si bien algunas estimaciones fijan el precio de equilibrio por encima de los 100 dólares. De mantenerse la tendencia bajista del crudo, Putin habrá de hacer malabares para equilibrar las cuentas públicas: no olvidemos que en los ingresos del presupuesto para el año 2015 el gobierno partía del supuesto de un precio de 96 dólares por barril. Por lo pronto ya se ha aprobado una reforma fiscal que incluye, entre otras medidas, una subida del IRPF.

Evolución del precio del petróleo
Dólares por barril de Brent

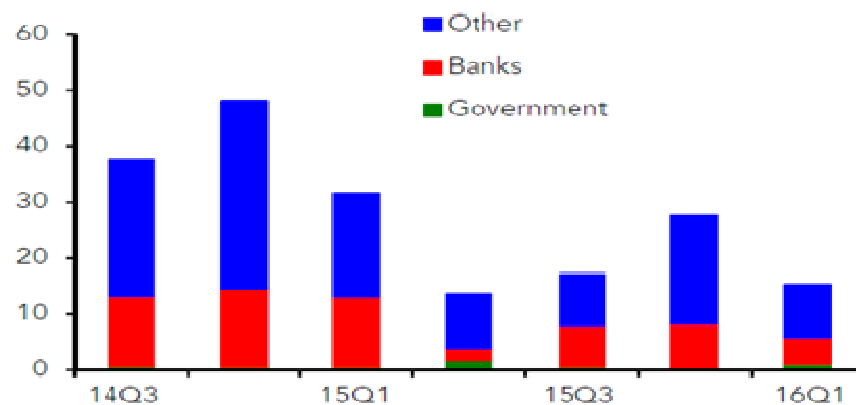


No obstante, la previsión de un posible déficit público no revestiría especial gravedad en cuanto que la deuda pública por el momento es reducida (por debajo del 15% del PIB) y el país cuenta todavía con elevadas reservas. Por lo tanto, en el corto plazo la solvencia del soberano no debería estar en riesgo. El montante global de las reservas es superior a 400.000 mill.\$, es decir, capaces de cubrir en torno a nueve meses de importaciones, si bien al excluir el oro y gastos ya comprometidos estarían por debajo de los 300.000 mill.\$. Ahora bien, no se puede descartar que la situación se complique, y Rusia pierda su grado de inversión, de prolongarse la actual coyuntura de bajos precios del petróleo, rublo frágil, elevada inflación, o en el caso de que se intensifiquen las sanciones internacionales.

Más preocupación despierta la solvencia del sector privado, cuyos problemas pueden manifestarse a más corto plazo. La deuda externa rusa está principalmente en manos de bancos y empresas privadas (el gobierno solo detenta en torno al 10% de la misma), si bien la mayor parte es a medio largo plazo y en torno al 50% de la misma está denominada en rublos. No obstante, las sanciones financieras ya están haciendo mella en empresas como Rosneft o Gazprombank, que han solicitado ayuda al gobierno. El aumento de los costes de financiación internos sumado a las sanciones financieras, que prohíben a un listado de empresas financiarse en los mercados europeos y americanos a plazos superiores a los 30 días, podría generar problemas de liquidez que podrían desencadenarse a finales de 2015 o principios del 2016. Putin ha manifestado que apoyaría a las empresas en dificultades y declaró su intención de que el Fondo de Bienestar Social (FBS) invierta en capitalizar los principales bancos rusos para que éstos, a su vez, concedan créditos asequibles a proyectos importantes de la economía real. No obstante, los recursos del FBS son moderados (en torno a los 80.000 mill.\$), máxime teniendo en cuenta las obligaciones de pago que el sector privado debe afrontar en el corto-medio plazo.

External Repayments Due

\$ billion



Source: Central Bank of Russia.

La coyuntura actual de precios bajos del petróleo y sanciones de Occidente no ha hecho sino exacerbar problemas de origen doméstico que la economía rusa ya padecía desde hacía años. Ya desde 2011 había entrado en una fase de desaceleración, como consecuencia del agotamiento de su modelo de crecimiento. La extrema dependencia de los hidrocarburos, el problemático entorno de negocios junto con la fragilidad y poca eficiencia del sistema financiero exigían la puesta en práctica de reformas de calado. En este contexto, la crisis geopolítica y poco después la caída sostenida de los precios del crudo han puesto a la economía rusa contra las cuerdas.

En este dramático escenario las opciones de política económica son escasas. El endurecimiento de la política monetaria no necesariamente frenará el deterioro del sentimiento inversor, al tiempo que ahogará todavía más los balances del sector privado y lastrará la demanda interna, en una economía ya fuertemente deprimida. No es descartable que el Kremlin finalmente se vea forzado a imponer controles de capitales. Por el momento, ha aprobado un proyecto de ley que propone seis meses de amnistía fiscal a cambio de repatriar y legalizar los activos ocultos actualmente en diversos paraísos tributarios. Tanto dicha amnistía fiscal como la reciente subida drástica de tipos de interés no hacen sino dar señales a los mercados de cierta desesperación por estabilizar una situación que difícilmente logrará reconducirse mientras no remita la bajada de precios de petróleo o se supriman las sanciones financieras, ambas cosas poco probables a corto plazo. Es difícil anticipar cuál será la evolución de las próximas semanas. Es previsible que parte de la sobre-reacción de mercado se disipe, si bien es poco probable que Rusia escape de una fuerte y dolorosa recesión anticipada por una intensa tormenta financiera.

