

## La crisis también llega a Rusia

Rafael Fernández \*

**Tema:** La vulnerabilidad del crecimiento económico ruso se ha puesto finalmente de manifiesto, de manera tardía pero con mayor virulencia de la esperada.

**Resumen:** Rusia es una economía que todavía arrastra importantes debilidades estructurales, pero que al mismo tiempo presenta un gran potencial de crecimiento. La caída de los precios de la energía ha truncado el dinamismo de los últimos años, pero el país cuenta con amplios colchones de seguridad –heredados de los años de bonanza energética– que permiten ser optimistas con respecto a la pronta salida de la situación recesiva en la que se encuentra.

### **Análisis:** *Crisis tardía, pero inevitable*

La vulnerabilidad del crecimiento económico ruso se ha puesto finalmente de manifiesto, de manera tardía pero con mayor virulencia de la esperada. A mediados de 2008, la economía parecía estar a salvo de las turbulencias financieras iniciadas en el verano de 2007, pero la brusca caída de los precios del petróleo que tuvo lugar en octubre de 2008 puso fin al optimismo. El último trimestre del año se cerró con tasas negativas y los primeros meses de 2009 han confirmado las peores expectativas. La producción continúa su tendencia descendente y para final de año se anuncia una contracción del PIB que, según las distintas fuentes consultadas, varía entre el -2,2% y el -5,6%, en duro contraste con la tasa promedio de crecimiento del 6% registrada a lo largo de los últimos 10 años.

En septiembre de 2008, el informe anual del Fondo Monetario Internacional todavía aseguraba que la recuperación de la economía rusa se estaba fortaleciendo, cada vez más basada en el dinamismo de la demanda interna, cuya tasa de crecimiento en 2007 fue del 15%. Por ello, auguraba un crecimiento del PIB superior al 7%, tanto en 2008 como en 2009. Los análisis del *Economist Intelligence Unit* (EIU), en su informe del tercer trimestre (octubre), y del Observatorio del Banco de Finlandia (BOFIT), eran igualmente optimistas. Ambos coincidían en afirmar que el vigoroso crecimiento de la inversión, cuya participación en el PIB se situó por primera vez por encima del 20% en 2007, estaba dando paso a una nueva etapa de crecimiento más consistente que la anterior, excesivamente dependiente del sector externo, la reutilización de capacidad ociosa y la recuperación de los salarios. En el diagnóstico de estos organismos, la inflación y la amenaza de un sobrecalentamiento de la demanda eran los riesgos más acuciantes a los que se enfrentaba la economía rusa.

La crisis financiera, la restricción del crédito y el debilitamiento de la demanda externa se pensaba que no eran problemas que pudieran perjudicar excesivamente a una economía

---

\* *Profesor del Departamento de Economía Aplicada 1 (Economía Internacional y Desarrollo), Universidad Complutense de Madrid (UCM)*

con un amplio superávit comercial, una deuda externa en descenso, tímidamente conectada a los mercados financieros internacionales y en la que las exportaciones de manufacturas apenas representan el 6% del producto interior bruto. La desconfianza y la incertidumbre que habían hecho mella en las economías más desarrolladas tampoco debían afectar demasiado al auge de la inversión, toda vez que sus expectativas de rentabilidad se basaban sobre todo en el gran potencial de crecimiento del mercado interno.

Sin embargo, la brusca e inesperada caída de los precios de la energía, y de otras materias primas, sumada a los factores anteriores, ha modificado por completo ese escenario, revelando las debilidades de una economía todavía en exceso dependiente de las rentas energéticas. Éstas aportan más del 40% de los ingresos fiscales y suponen más del 60% de los ingresos por exportación. El sector energético genera más de la cuarta parte del PIB y, aunque apenas crea el 2% del empleo, actúa como una bomba que inyecta liquidez a todo el sistema económico. De esta forma, la economía rusa se mueve en buena medida al ritmo que marcan los precios del petróleo, por más que en su interior quepan muchas más cosas que la pura producción de hidrocarburos.

#### *La caída de los precios del crudo acaba con la bonanza económica*

Así lo demuestra la recuperación de la economía iniciada en 1999, que, por más que se haya visto también favorecida por otros factores (tanto políticos como económicos), ha estado indisociablemente ligada al comienzo del período alcista en la cotización de los precios del crudo. La fulgurante acumulación de reservas, el rápido crecimiento de las importaciones y el pago del abultado endeudamiento acumulado durante los 90 no habrían sido posibles sin el continuo aumento de los ingresos por exportación. Esos ingresos permitieron que desde 2000 el saldo de la balanza por cuenta corriente se mantuviera siempre por encima del 6% del PIB y que las cuentas públicas exhibieran continuos superávit fiscales, que en algunos años llegaron incluso a elevarse por encima del 7% del PIB.

La escalada alcista de los precios se hizo especialmente pronunciada a partir de 2004, y desde ese año las tasas de crecimiento han sido siempre superiores al 6%, llegando en 2007 al 8,1%. Por sectores, los servicios y la construcción han sido los más favorecidos, pero también las manufacturas se han beneficiado de la bonanza energética. A pesar del temor a la enfermedad holandesa, la continua entrada de divisas, aunque provocara una paulatina (y controlada) apreciación del tipo de cambio, facilitó el continuo aumento de las importaciones, en especial de bienes de equipo, lo que lejos de restringir el crecimiento de la industria permitió la renovación y ampliación de su *stock* de capital, con el que se pudo atender a un mercado interno en expansión y relativamente protegido por el encarecimiento de la moneda.

Paradójicamente, el sector que durante estos años se ha mostrado menos dinámico ha sido el energético. La producción de gas siempre ha avanzado con lentitud y la de petróleo comenzó a crecer a tasas muy moderadas (un 2% anual) a partir de 2004, después de haber pasado por un período (2000-2004) de fuerte aceleración, con tasas anuales de crecimiento del *output* cercanas al 8%. Durante el primer semestre de 2008, la producción de crudo incluso registró tasas negativas (-0,6%) y los volúmenes de exportación comenzaron a reducirse. Sin embargo, en esos meses, el precio internacional de ambos hidrocarburos alcanzó máximos históricos, por lo que los ingresos por la venta al exterior de gas y petróleo continuaron aumentando a buen ritmo.

Pero en octubre de 2008 todo cambió. El Ural pasó a cotizarse a 70,5 dólares por barril, justo la mitad del nivel máximo que se había alcanzado en el mes de julio (140,7 dólares). Dos meses después, el Ural se vendía a 39 dólares, pasando a estabilizarse durante el primer trimestre de 2009 en torno a los 43 dólares. En consecuencia, los ingresos por exportación han pasado del máximo registrado en julio (47.300 millones de dólares) a 28.500 millones de dólares en diciembre, siendo la cantidad recaudada en 2008 de 469.000 millones, todavía un 32% más que en 2007 gracias al extraordinario crecimiento registrado durante la primera parte del año. Para 2009, se estima que el precio del crudo se sitúe entre los 40 y los 50 dólares, y que la exportación registre una caída cercana al 35%, lo que dejaría los ingresos al mismo nivel que el obtenido en 2006.

#### *La dinámica recesiva golpea con fuerza*

Como era de esperar, esa brusca modificación de la relación de intercambio no sólo ha afectado a los ingresos por exportación, sino que ha golpeado con fuerza sobre todos los resortes internos del crecimiento, de forma incluso más rápida y contundente de lo esperado, debido a que la caída de los precios de la energía se ha producido en un contexto en el que apenas existen otros factores de compensación. Al contrario, aquellos peligros que hasta hace poco aparecían lejanos en el horizonte se observan ahora como graves amenazas que contribuyen a deteriorar aún más las expectativas, alimentando el círculo recesivo en el que ha entrado la economía rusa.

Así, el PIB en enero de 2009 ha sido un 8,8% inferior al del mismo mes del año pasado, arrastrado por el derrumbe de la inversión y las importaciones de maquinaria, que en este intervalo han registrado caídas del 15,5% y el 47%, respectivamente. Por el lado de la oferta, la producción industrial y la construcción han sido los sectores más castigados, con retrocesos del 16% y el 17%, llegando hasta el 24% la caída sufrida por las manufacturas. También los salarios reales empezaron a retroceder a comienzos del último trimestre de 2008 y su tasa interanual (de enero a enero) ha sido del -9,2%. Igualmente, la creación de empleo se ha detenido y en enero de 2009 el desempleo ya alcanzaba el 8,2% frente al 6,6% del mismo mes en el año anterior. Así, aunque el retroceso del consumo no ha sido tan intenso, con una tasa interanual en enero (2,4%) todavía positiva, la demanda interna ha puesto fin a su tendencia expansiva.

La previsión del EIU en su informe del primer trimestre es que para el año 2009 la demanda interna caiga por encima del 5%, cuando en el mismo informe del trimestre anterior se esperaba un aumento superior al 4%. Este organismo confía en que ese retroceso se vea compensado por un incremento cercano al 3% del saldo neto exterior, merced al derrumbe de las importaciones, cuya caída de más del 8% permitirá que el PIB de 2009 “sólo” retroceda un 3% con respecto al de 2008. BOFIT pronostica una caída aún más intensa de las importaciones, que pasarían de un aumento del 18% en 2008 a un descenso del 13% en 2009, y una disminución del producto interior bruto próxima al 2%, lo que igualmente obliga a presuponer un descenso de la demanda interna superior al 5%.

Las medidas de apoyo al sector bancario y de impulso de la demanda, recientemente anunciadas por el gobierno, unidas a la caída de los ingresos por el debilitamiento de la actividad productiva, la bajada de los precios de la energía y el anuncio de rebajas de impuestos, también obligarán a despedirse de los superávits fiscales hasta al menos 2013, según cálculos del gobierno. El presupuesto aprobado por el parlamento para 2009 preveía un amplio programa de inversiones en educación, salud, agricultura, infraestructuras y defensa, compatible con un saldo positivo entre ingresos y gastos, pero lo cierto es que esa previsión no sólo no contemplaba la dureza de la recesión sino que

además se fundaba en una estimación bastante generosa con respecto a la evolución de los precios del crudo, a los que se situaba en torno a los 95 dólares por barril. Después de que las cuentas de la administración central ya arrojaran saldos negativos durante los dos últimos meses de 2008, el gobierno se ha visto obligado a corregir sus anteriores previsiones, anunciando la posibilidad de que el déficit público alcance en 2009 el 8% del PIB.

La magnitud que finalmente alcance ese déficit dependerá no sólo de la auténtica profundidad de la crisis, sino también de cómo se dirima el debate actualmente existente en el seno del gobierno en torno a la oportunidad (tanto desde un punto de vista de corto como de largo plazo) de continuar adelante con el ambicioso programa de inversiones aprobado en el ejercicio anterior. Si éste se mantiene, el déficit podría llegar a superar los dos dígitos, teniendo en cuenta que la previsión ministerial es que los ingresos en 2009 experimenten un recorte del 40% con respecto a lo recaudado en 2008.

#### *Armas y limitaciones frente a la crisis*

La buena noticia para Rusia es que actualmente la deuda pública apenas representa el 6% del PIB y que los nuevos déficit podrán financiarse en su mayor parte a través del Fondo de Estabilización inaugurado en 2004, precisamente con el objetivo de hacer frente a caídas bruscas en el precio de las materias primas. Desde entonces, aproximadamente el 90% de los aumentos en los ingresos por exportación derivados de las continuas subidas de precios han sido recaudados por el Estado, para ser casi íntegramente destinados al fondo de reserva, que en 2008 acumulaba una cantidad de dólares superior al 13% del PIB. Esta política de previsión de riesgos, junto a la gestión prudencial del presupuesto de la que ha hecho gala el gobierno ruso a lo largo de estos años de bonanza, concede al gobierno un generoso margen de maniobra para la gestión de la crisis actual.

Asimismo, el gran volumen de reservas que se ha ido acumulando a lo largo de estos años ha permitido combatir con relativo éxito la depreciación del rublo iniciada tras la caída de los precios del crudo y los movimientos especulativos que siguieron a ese descenso. El rublo ha perdido más del 30% de su valor con respecto al dólar entre agosto de 2008 y febrero de 2009, pero las medidas de intervención por parte del Banco Central, que en estos meses ha hecho uso de 215.000 millones de dólares, parecen haber surtido efecto. Desde febrero, la cotización se ha estabilizado en torno a los 35 rublos por dólar, las salidas netas de capital se han reducido y la demanda de depósitos en moneda extranjera se ha controlado. Para futuras intervenciones, el Banco Central todavía cuenta con 375.000 millones de dólares, una cantidad muy superior a la disponible a comienzos de 2007 y que representa cerca del 25% del PIB.

El tercer punto de apoyo con el que cuenta la economía rusa para no salir excesivamente tocada de la crisis actual es la amplitud de su saldo comercial y su moderado endeudamiento con el exterior. Aunque para 2009 se espera que los ingresos por exportación se reduzcan en más de un 30%, el déficit por cuenta corriente posiblemente no rebase el 3% del PIB. Es de esperar una moderada reapreciación de la moneda y, sobre todo, una recuperación de la demanda, que reimpulse el crecimiento de las importaciones, por lo que es probable que ese saldo se mantenga en cifras negativas, pero moderadas, a lo largo de los próximos años.

A pesar de que la devaluación del rublo y las dificultades de acceso al crédito internacional ponen límites al endeudamiento, el déficit previsto, no siendo excesivo, es conveniente desde el punto de vista productivo y afrontable desde el punto de vista

financiero. Ello es así porque la deuda externa pública apenas supera el 2% del PIB, si bien la deuda total es considerablemente más alta, aunque inferior al 30% del PIB. Estos niveles, aunque obligan a destinar una parte no despreciable de recursos al pago de amortizaciones e intereses (cerca de 140.000 millones de dólares en 2008), todavía ofrecen margen suficiente para recurrir a nueva financiación internacional.

No obstante, la gestión de la crisis también presenta limitaciones. En el debe del gobierno se encuentra la política monetaria. Durante los últimos años, esa política ha tenido un carácter acomodaticio, con tipos de interés nominales que se han mantenido estables en torno al 10%, próximos a la tasa de crecimiento de los precios. Con tipos reales cercanos a cero o incluso negativos, se pudo mantener la política de apreciación controlada del tipo de cambio y favorecer el acceso al crédito en una economía en la que el sector financiero canaliza ahorro hacia hogares y empresas de forma muy precaria y costosa. En los momentos de mayor auge, la abundancia de liquidez facilitó el aumento de la demanda de préstamos bancarios, pero en la actualidad esos tipos de interés es difícil que surtan el mismo efecto y el margen de maniobra con el que cuenta el Banco Central para seguir reduciéndolos es inexistente. Por el contrario, en los últimos meses, los tipos nominales se han elevado varios puntos, como mecanismo de freno contra la devaluación del rublo y como medida de compensación por el repunte de la inflación que se ha elevado hasta el 14%. De esta forma, en la actualidad los tipos oficiales son ligeramente positivos, pero el acceso real al crédito se encuentra en tasas estimadas superiores al 25%, lo que resulta prohibitivo para la mayor parte de los agentes.

En el fondo de esta situación, que hace escasamente operativa la política monetaria, se encuentra la debilidad del sistema bancario, una de las mayores deficiencias de la economía rusa, que arrastra desde los primeros años de la transición y que no se ha sabido resolver durante esta última época de expansión. La escasez de depósitos (mal remunerados) y los crecientes problemas de hogares y empresas para reembolsar los préstamos, unida a las dificultades de acceso a la financiación externa, han agravado aún más la débil situación de los bancos, por lo que el gobierno se ha visto obligado a introducir sucesivos paquetes de medidas para inyectar liquidez y facilitar el acceso al mercado interbancario a las pequeñas y frágiles entidades que abundan en la economía rusa, cuya subsistencia sería difícil si se aplicaran mecanismos de supervisión más rigurosos y métodos más realistas de valorización de los activos.

#### *Balance y previsiones*

Así pues, la eficacia de la política fiscal se presenta decisiva para salir lo antes posible de la actual dinámica recesiva. Esa expansión fiscal, combinada con la devaluación de la moneda, podría generar mayores tensiones inflacionistas, pero esa posibilidad resulta poco probable teniendo en cuenta el desplome de la demanda y la caída que han registrado los precios de las principales *commodities*. Por otro lado, el equipo económico del gobierno ha dado sobradas muestras de madurez en la gestión de la política económica a lo largo de estos últimos años, por lo que es difícil pensar que vuelvan a repetirse los desajustes de liquidez (por exceso y por defecto) que fueron característicos de la década de los 90.

**Conclusión:** En suma, Rusia es una economía que todavía arrastra importantes debilidades estructurales, pero que al mismo tiempo presenta un gran potencial de crecimiento. La caída de los precios de la energía ha truncado el dinamismo de los últimos años, pero el país cuenta con amplios colchones de seguridad –heredados de los años de bonanza energética– que permiten ser optimistas con respecto a la pronta salida de la situación recesiva en la que se encuentra.

La estabilización de los precios del crudo en torno a 40-55 dólares por barril ha de permitir, después del necesario tiempo de ajuste de los agentes a estos nuevos parámetros, que la economía recupere en 2010 la senda de crecimiento, siempre dependiendo de los ritmos a los que se vaya recuperando la economía mundial en su conjunto. Debe tenerse en cuenta que esos niveles de precios (los más probables si se atiende al actual comportamiento de los mercados de futuros) no son bajos. La caída en picado de la cotización del crudo ha causado un derrumbe de las expectativas y una crisis de liquidez de efectos similares a los que se han vivido en otras partes del mundo como consecuencia de la desvalorización de los activos y la restricción del crédito; pero si el barril se paga a más de 40 dólares, la rentabilidad de las futuras inversiones en el sector energético estarán más que garantizadas y la economía en su conjunto seguirá contando con una fuente segura y abundante de obtención de divisas con la que alimentar todo el circuito productivo.

En línea con esto diagnóstico, todas las previsiones coinciden en señalar que en 2010 el PIB volverá a registrar tasas positivas de crecimiento. EIU apunta un tasa media del 2%, condicionada a un escenario en el que el precio del barril se sitúe en torno a los 50 dólares, la economía mundial crezca al 2,2% y la de la OCDE al 0,4%. BOFIT es más prudente y pronostica un crecimiento del 1% en 2010, mientras que la OCDE lo rebaja al 0,7%. Por el momento, los datos más recientes muestran que las caídas interanuales de febrero a febrero ya no son tan intensas como las que se registraron en enero.

*Rafael Fernández*

*Profesor del Departamento de Economía Aplicada 1 (Economía Internacional y Desarrollo), Universidad Complutense de Madrid (UCM)*