

*Elina Rybakova**

*Natalia Novikova***

RUSIA: PANORAMA MACROECONÓMICO Y PERSPECTIVAS

El reto principal al que se enfrenta actualmente Rusia consiste en liberar su potencial de crecimiento. Es muy poco probable que el crecimiento impulsado por la demanda de consumo vuelva a alcanzar la tasa del 7 por 100 y, a nuestro juicio, tampoco es deseable. Salvo que se produzca un aumento continuado del precio del crudo o una mejora en la productividad nacional, no creemos que el crecimiento supere un 4-4,5 por 100 en los próximos años. Al mismo tiempo, se prevé una moderación de la inflación hasta, aproximadamente, 8 por 100 en 2011 y 5-6 por 100 en los próximos años. En esta situación, un crecimiento algo más lento no es necesariamente malo. Mantener una inflación baja y reducir los crecientes gastos presupuestarios, puede hacer mucho para minimizar los efectos del llamado «mal holandés». Además, si el crecimiento es moderado, el Gobierno puede verse obligado a abordar alguna de las reformas estructurales: esperamos que Rusia ingrese en la OMC en los próximos 1-2 años. Al mismo tiempo, el proceso de la privatización puede decepcionar, ya que las participaciones mayoritarias permanecerán en manos del Gobierno. Las elecciones parlamentarias están previstas para finales del 2011 y las elecciones presidenciales para principios del 2012. Si bien creemos que las autoridades prescindirán de reformas sustanciales durante este período, el reciente anuncio de las 10 iniciativas del presidente Medvedev parece ser un programa preelectoral.

Palabras clave: crecimiento económico, tipo de cambio, inflación, Rusia.

Clasificación JEL: E31, L71, O40.

¿Por qué el retorno al nivel de crecimiento precrisis (7 por 100) no es deseable, ni tampoco probable?

El «mal holandés» surge como consecuencia de un fuerte incremento temporal en la balanza de pagos (ya sea la balanza comercial o la cuenta de capital) que, a su vez, lleva a la apreciación real de la moneda, bien a través de la apreciación nominal

o del aumento de la inflación. Como resultado, los bienes no transables (por ejemplo, los servicios en el mercado nacional o el sector de la construcción, que no se pueden ser exportados) expulsan al sector manufacturero, causando la desindustrialización. Al menos en parte, el «mal holandés» es un fenómeno de carácter macroeconómico, o dicho de otra forma, es una consecuencia de la respuesta de la política macroeconómica. Las fluctuaciones en los precios de las materias primas (*commodities*) también hacen que la economía esté expuesta al riesgo adicional de una excesiva volatilidad. ▷

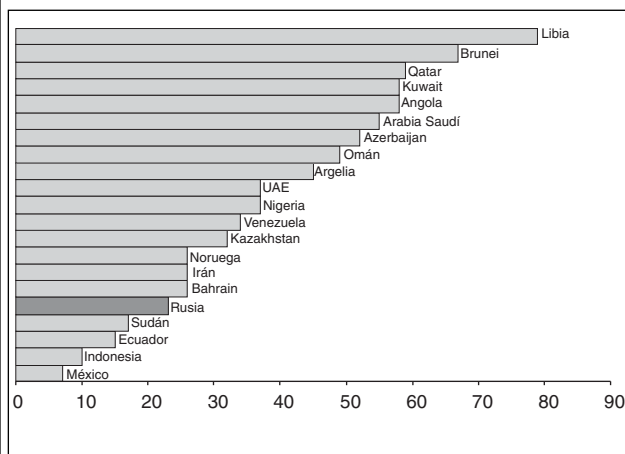
* Economista jefa, Russia and CIS, Citi Investment Research and Analysis.

** Economista senior, Russia and CIS, Citi Investment Research and Analysis.

Versión de abril de 2011.

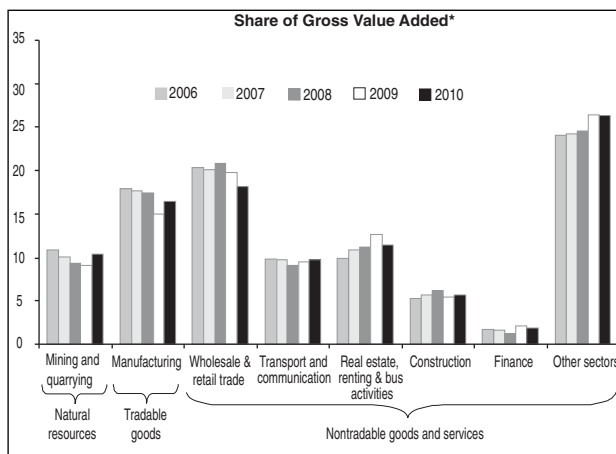
GRÁFICOS 1 y 2

Mientras que la cuota de la industria petrolera no era demasiado grande...



Fuente: Rosstat, Haver.

Rusia sufrió los efectos del «mal holandés», a través de la expansión del sector de los bienes no transables



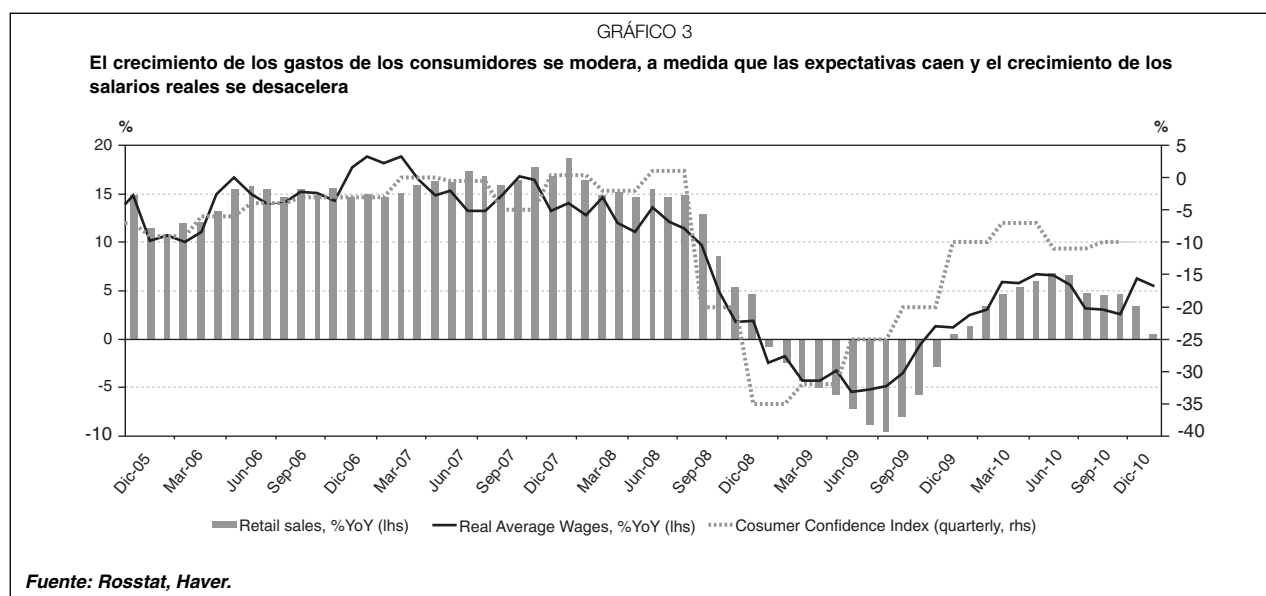
Fuente: IMF Working Paper 10/28.

En Rusia, la dependencia del petróleo se transmite básicamente a través del tipo de cambio real. En gran medida, la apreciación real del tipo de cambio durante los períodos del *boom* petrolero se veía impulsada por una política monetaria acomodativa y, a veces, por una política fiscal expansiva. La participación del sector extractivo y minero (incluye crudo, gas y mineral de hierro) en el valor añadido bruto es aparentemente pequeña y hacia 2009 se había reducido por debajo del 10 por 100 (Rosstat)¹. Teniendo en cuenta el efecto de los precios de transferencia y el hecho de que una gran parte del valor añadido en los sectores relacionados con la extracción de recursos naturales reflejado en los estados financieros no son empresas de minería o estructuras comerciales filiales, la estimación del impacto directo del sector de crudo y gas fue de un 23 por 100 del PIB en los años 2005-2008 (estimación del FMI, febrero del 2010) y de un 18 por 100 en el 2009 (según Gurvich, 2010), que no es muy elevado en comparación con otros importantes exportadores de crudo. No obstante, dadas las políticas acomodaticias, los cuantiosos flujos de entrada no fueron en su mayor parte esterilizados y llevaron a una rápida expansión monetaria, tipos de interés reales negativos en depósitos

y en créditos aumento de la inflación y, de ahí, una rápida apreciación del tipo de cambio efectivo. Como resultado, el crecimiento fue particularmente notable en el sector de los bienes no transables, cuya participación en el PIB creció a ritmo constante, a costa de la industria y de la extracción de recursos naturales.

En los próximos años esperamos un crecimiento de entre 4 y 4,5 por 100 y unos precios del crudo algo inferiores al nivel actual. Tomando como referencia el precio promedio del crudo Ural en 2011, 99 USD por barril, esperamos un crecimiento del 4,3 por 100, debido al aumento del gasto público en el período preelectoral y del consumo privado que, estimamos, será parcialmente compensado por una expansión más rápida de las importaciones. Además, el efecto *catch-up* debería contribuir a que en 2011 la inversión crezca a una tasa próxima a los dos dígitos. Sin embargo, estimamos poco probable que a medio plazo el crecimiento de Rusia supere entre un 4 y un 4,5 por 100, como consecuencia de la caída de la producción de crudo, un bajo nivel de inversiones, la eliminación de incentivos fiscales y la contracción de la oferta laboral. Suponiendo una disminución del 1 por 100 de la población activa (de acuerdo con los pronósticos demográficos de Rosstat hasta el 2030) consideramos que Rusia necesitará aumentar las ▷

¹ Servicio Federal de Estadística Estatal - Nota de la traductora.



inversiones en torno a 7-10 por 100 anual para mantener el crecimiento de la producción alrededor del 4 por 100.

El crecimiento impulsado por el consumo parece haberse agotado, a menos que la expansión de créditos mejore de manera significativa. En comparación con el final de 2007, tanto el PIB como el consumo privado (ajustados estacionalmente) volvieron en el 2010 al nivel anterior a la crisis y vemos escaso margen para una futura expansión. La economía alcanzó su punto máximo en el segundo trimestre de 2008 y ya mostraba signos de recalentamiento. Esperamos que el consumo privado aumente un 5 por 100 en conjunto de 2011. En el pasado el aumento de las pensiones y de los salarios de los funcionarios era una importante fuente de ingresos más altos, dado que el Gobierno emplea en torno al 30 por 100 de la población activa (y eso excluyendo a las empresas públicas). Sin embargo, en 2011 el aumento nominal de las pensiones no excederá de 9 por 100 y el de los salarios el 5 por 100. Suponiendo que los salarios nominales en el sector privado crecerán en un 10 por 100 y el promedio de inflación será de un 8 por 100, en 2011, estimamos que el crecimiento medio de los ingresos reales de los consumidores será prácticamente nulo. Mientras tanto, la relajación de las normas de suscripción de emisiones y el descenso

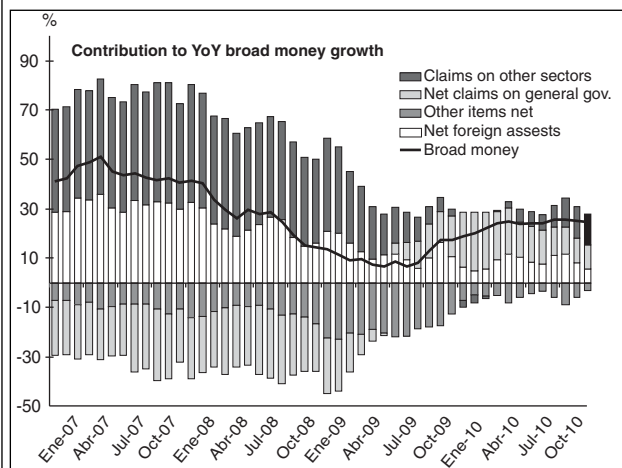
del tipo del interés de los créditos están estimulando a los consumidores a financiar sus compras mediante créditos bancarios. La reducción de los ahorros familiares podría potenciar esta tendencia. Con los tipos de interés reales de los depósitos negativos, la participación del ahorro en los riesgos mensuales disponibles ya empezó a descender a mediados de 2010.

La inflación sigue siendo un motivo de preocupación, pero probablemente se mantendrá en un solo dígito.

Durante los períodos de gran afluencia de ingresos en la balanza de pagos el BCR (Banco Central de Rusia) se enfrenta a un reto tremendamente difícil, ya que su principal objetivo por ley, mantener el tipo de cambio estable, entra en conflicto con el deseo de mantener la inflación bajo control. De acuerdo con la Ley del BCR, su objetivo primordial es la estabilidad de la moneda en términos nominales, lo cual puede ser interpretado de distintas maneras, ya que puede referirse tanto a la inflación, como al tipo de cambio nominal. En la práctica, el BCR fija el tipo de cambio frente a una cesta de divisas (55 por 100 dólar y 45 por 100 euro) y desde que estalló la crisis permite fluctuaciones significativas en el tipo de cambio. A nivel técnico, el BCR se ha estado preparando para pasar a un objetivo de inflación. Sin embargo, ▷

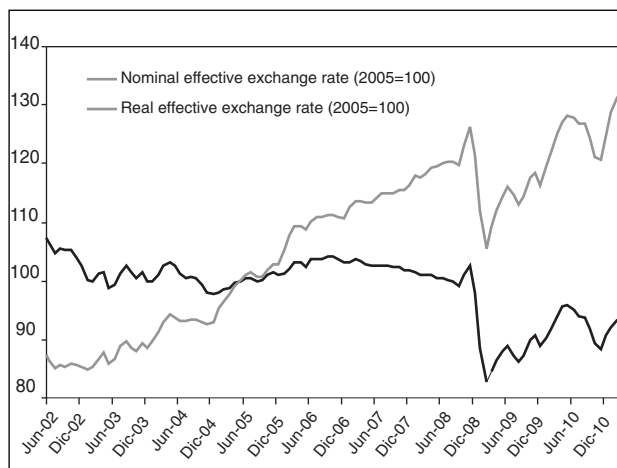
GRÁFICOS 4 y 5

Las intervenciones sin esterilizar y la expansión crediticia llevaron a un rápido aumento de la cantidad de dinero



Fuente: BCR, Citi estimates.

La apreciación real del tipo de cambio fue el resultado de una inflación alta y persistente



Fuente: BCR, Citi estimates.

el plazo para este cambio se ha pospuesto en varias ocasiones. Durante las fases de grandes flujos de entrada por cuenta corriente o en la cuenta de capital, el BCR acumulaba con frecuencia reservas a través de intervenciones no esterilizadas a fin de frenar la apreciación nominal. Si las reservas acumuladas se esterilizan, contribuyen directamente a la creación de dinero a través del balance del BCR según identidad contable:

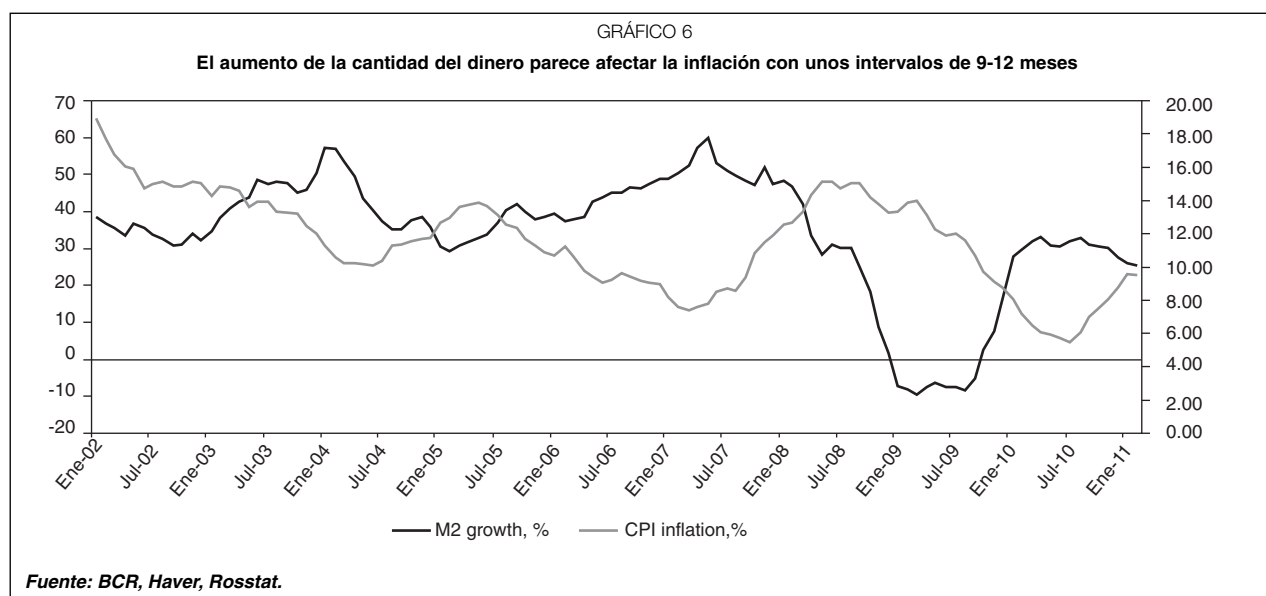
$$\begin{aligned} &\text{Activos netos extranjeros (NFA)} + \\ &+ \text{activos netos nacionales (NDA)} = \\ &= \text{dinero de reserva (R)} \end{aligned}$$

Esta identidad pone de relieve que si un aumento de los activos netos extranjeros (NFA) no se ve compensado por una acumulación de dinero en las cuentas públicas, por ejemplo, mediante transferencias a los fondos de estabilización (lo cual reduciría los activos netos nacionales, NDA), el dinero de reserva aumenta y, como resultado, también la oferta monetaria, si suponemos que no varía el multiplicador del dinero. Este fenómeno tuvo lugar en Rusia durante el período anterior a la crisis. Como resultado de la rápida creación de dinero, la inflación se mantuvo en una cifra de dos dígitos y a través de la apreciación en términos reales llevó a

una pérdida de competitividad. Con el fin de mantener la inflación bajo control el BCR tenía que permitir, de vez en cuando, una apreciación gradual en términos nominales. Sin embargo, si el BCR hubiera intentado llevar a cabo una esterilización, esto habría dado lugar probablemente a mayores flujos especulativos.

El tipo de cambio sigue siendo la herramienta principal del Banco Central a la hora de controlar la inflación. Nuestro análisis empírico de las fuentes de la inflación muestra que a lo largo plazo la inflación está causada básicamente por factores de coste (*post-push*) y el tipo de cambio². En particular, la inflación a largo plazo se explica por la depreciación del tipo de cambio nominal (35 por 100), el incremento en los costes laborales (41 por 100) y el efecto transmisión (*pass-through*) de los precios de producción (24 por 100). Aunque la cuestión de si la inflación era resultado de factores no monetarios, tales como los cambios en los precios administrados, fue un tema importante en los debates sobre política económica, según muestran estimaciones la importancia de la inflación por ▷

² El análisis está basado en un modelo «Vector Error-Correction». Para más detalles, véase Russia Macro View: Year-End Inflation Likely to Exceed 9 por 100 (September 8, 2010) <http://www.citigroupgeo.com/pdf/SEM06876.pdf>



los precios administrados ha disminuido desde el comienzo de la década de 2000. A corto plazo, el tipo de cambio sigue siendo uno de los factores claves de la inflación, mientras que los precios de producción parecen ser un buen indicador de los precios al consumo. La inflación está además mostrando un alto grado de persistencia y los factores monetarios parecen influir en la inflación con unos desfases muy largos.

Creemos que a corto plazo la inflación se moderará en torno al 8 por 100 en 2011 y 5-6 por 100 en los próximos años. Mientras que la tasa de inflación medida por IPC se mantuvo en 9,5 por 100 en el primer trimestre de 2011, la inflación de precios de producción continuó acelerándose y superó el 20 por 100 en febrero. De acuerdo con nuestras estimaciones, los valores de la inflación en la producción (IPP) anticipan con bastante precisión la tendencia del IPC. Hemos calculado que un aumento de la inflación IPP en 10 puntos porcentuales provoca un aumento de 2,42 puntos porcentuales en la inflación del IPC. Es más, consideramos que el PIB y el consumo privado ya están a punto de alcanzar los niveles de la fase precrisis (finales del 2007, principios del 2008), lo cual significa que ahora hay más presión creciente sobre la inflación subyacente. Sin embargo, pronosticamos una inflación ligeramente por debajo del 8 por

100 para finales de año, pues creemos que el crecimiento de los precios comenzará a desacelerarse a mediados del año debido: a la apreciación del rublo, a una indexación por debajo de la cifra habitual de los precios en los productos regulados por el Estado y de primera necesidad, y a un crecimiento lento de los salarios reales.

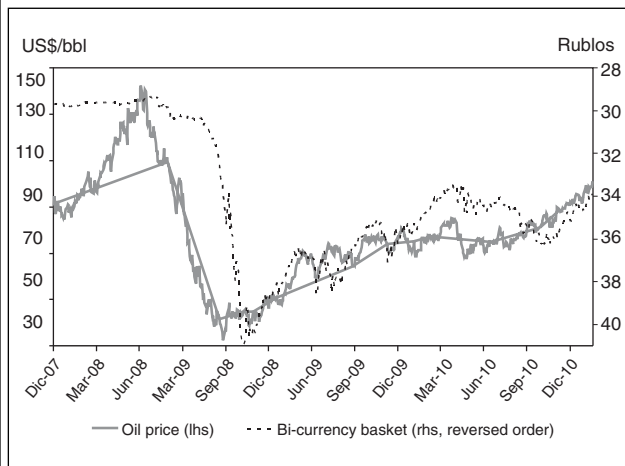
El BCR está permitiendo una mayor flexibilidad del tipo de cambio y avanzando con cautela hacia el objetivo de inflación.

Desde la reciente crisis, el BCR ha pasado de ejercer de facto un control estricto sobre el tipo de cambio, a la denominada «flotación sucia» permitiendo una mayor volatilidad en el mercado de divisas. A partir del final de 2008, el BCR amplió los límites de la banda de fluctuación del rublo respecto a la cesta dólar-euro, de menos de 1 rublo a 5 rublos en marzo de 2011. En los límites de esta franja el BCR aumenta gradualmente sus intervenciones. El BCR distingue entre dos tipos de intervenciones: programada, destinada a retirar los excedentes de los flujos de la balanza de pago y la discrecional, cuyo objetivo es conseguir que los movimientos del rublo sean menos predecibles.

Una mayor flexibilidad del rublo permite que ante un *shock* exógeno se ajuste el tipo de cambio antes que la producción nacional. Durante la crisis de 2008 el BCR trató de frenar la devaluación, ▷

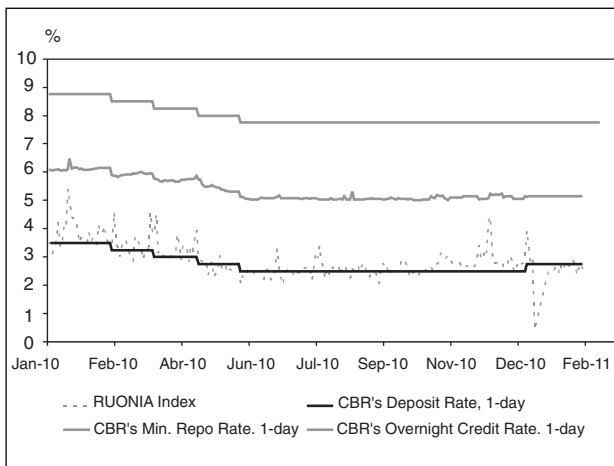
GRÁFICOS 7 y 8

El BCR permite al rublo fluctuar según fundamentos de la economía



Fuente: BCR, Citi estimates.

Es probable que el BCR intente estrechar el corredor de tipos para fortalecer el mecanismo de transmisión



Fuente: BCR, Citi estimates.

perdiendo una tercera parte de sus reservas (unos 200 mil millones de dólares estadounidenses). Al mismo tiempo, la liquidez en el mercado nacional se redujo y los tipos de interés NDF³ (bancos extranjeros y nacionales) se dispararon hasta el 70 por 100, mientras que los tipos del mercado monetario nacional subieron hasta el 20 por 100 (bancos nacionales). La diferencia en los tipos surgió como resultado de los límites más estrictos que el BCR impuso sobre las posiciones de los bancos en activos extranjeros. Al mismo tiempo, el crecimiento de la oferta monetaria se hizo negativo, después de un crecimiento interanual de dos dígitos inmediatamente antes de la crisis. Como resultado, la economía sufrió una importante contracción del crédito y una escasez de liquidez, lo que contribuyó a una drástica caída de la producción. Durante los períodos más recientes de volatilidad en los mercados, el BCR ha permitido una flexibilidad mucho mayor del rublo, por lo que los tipos de financiamiento local se han mantenido a niveles bajos, limitando así el impacto solo a los préstamos nacionales no cubierto en el mercado de divisas. Al mismo tiempo, desde la crisis, el uso de los derivados financieros y otros instrumentos de cobertura se ha incrementado notablemente.

³ Non-deliverable forward – Nota de la traductora.

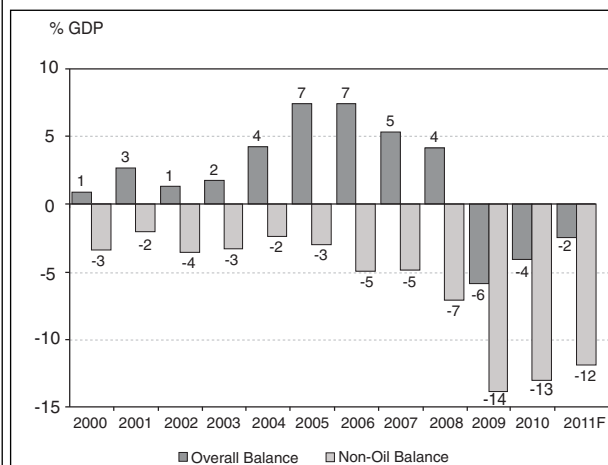
Para mejorar la eficacia de su política de tipos de interés, el BCR está perfilando, poco a poco, sus instrumentos de política monetaria y reduciendo las diferencias entre los tipos. Actualmente el BCR maneja un corredor de tipos que opera para diferentes plazos de vencimiento. En el extremo superior del corredor están las medidas de financiación de emergencia, tales como los préstamos Lombard, la refinanciación y los préstamos sin garantía, que fueron introducidos durante la crisis. En la parte inferior del corredor están los depósitos en el BCR y en el centro las operaciones REPO (operaciones con pacto de recompra) que posibilitan préstamos del BCR sin carácter de emergencia. Con objetivo de reducir el número de instrumentos y plazos de vencimiento, el BCR trata de minimizar las diferencias entre los tipos. Es más, el BCR utiliza los coeficientes de reserva para liberar liquidez durante las crisis y también reducir el recurso a créditos de bancos extranjeros, mediante la aplicación de requisitos de reserva diferenciados.

Volver a una política fiscal frugal será un verdadero reto.

La elevada cuantía de los fondos soberanos ha permitido a Rusia mitigar los efectos de la crisis. Antes de la crisis los flujos de entrada en la balanza de pagos procedentes del petróleo fueron ▷

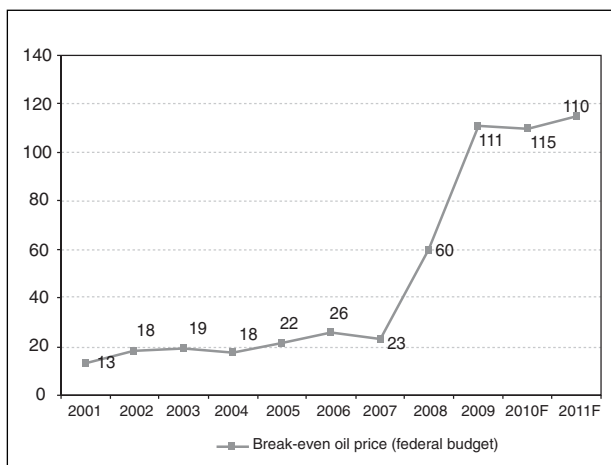
GRÁFICOS 9 y 10

Como resultado de la introducción de amplios estímulos fiscales en 2009 y antes se produce un incremento del gasto



Fuente: MoF, Haver, Citi estimates.

Es probable que el punto de equilibrio del precio del petróleo para el presupuesto se mantenga por encima de 100 \$/b



Fuente: MoF, Haver, Citi estimates.

parcialmente esterilizados por los fondos de estabilización, reduciendo así el crecimiento de la cantidad de dinero y suavizando el impacto de los precios mayores del crudo sobre la economía. Esta política fiscal funcionó bien y Rusia pudo permitirse durante la crisis uno de los mayores estímulos fiscales entre los países del G 20, manteniendo la ratio deuda/PIB inferior al 10 por 100. La revista *Euromoney* decidió reconocer los éxitos del Ministerio de Finanzas ruso, nombrando a Kudrin Ministro de Finanzas del año en 2010. Sin embargo, el estímulo fiscal se introdujo un poco tarde (los desembolsos reales en efectivo comenzaron en otoño de 2009) y, por lo tanto, no pudo detener la fuerte contracción de 2009.

El déficit presupuestario del 3,6 por 100 del PIB previsto para 2011 no presenta grandes riesgos, pero hay ciertos motivos de preocupación en materia fiscal. La crisis financiera obligó al Gobierno a abandonar los planes de aumento de gastos, por otra parte muy necesarios, en infraestructura y optar, en su lugar, por mayor gasto en beneficios sociales: el gasto público en pensiones representa ahora el 10 por 100 del PIB y no parece haber intención de modificarlo, especialmente en condiciones de escaso crecimiento. El segundo problema fiscal es la ausencia de reglas o de un «ancla»

de política fiscal, teniendo en cuenta que el precio del crudo que asegura el equilibrio presupuestario va amantenerse en torno a 100 USD/b en los próximos años. Antes de la crisis el Gobierno parecía decidido a aplicar una norma fiscal que limitara el déficit no petrolero al 4,7 por 100 del PIB, pero ya en 2011 el déficit no petrolero será de alrededor de 10 por 100 del PIB. Un último problema del presupuesto para el próximo año es el aumento de la carga fiscal sobre el sector empresarial, que podría ser inoportuno en condiciones de crecimiento ralentizado.

Creemos que la limitación del gasto es un factor clave para la diversificación de la economía. La política fiscal tiene un efecto negativo desproporcionadamente mayor en el tipo de cambio efectivo real, que es el canal de la dependencia respecto del crudo. En los últimos 10 años, el precio del petróleo necesario para equilibrar el presupuesto federal aumentó de 13 USD/b 10 USD/b y el gasto del presupuesto consolidado se elevó del 27 por 100 del PIB al 41 por 100. Esto demuestra que la acumulación de los fondos de estabilización puede haber sido insuficiente.

El endurecimiento de la política fiscal supondría unos recortes de gastos difícilmente asumibles, dadas las elecciones parlamentarias de 2011 y las pre- ▷

sidenciales de 2012. Los ingresos relacionados con el crudo y el gas representan aproximadamente la mitad de los ingresos del presupuesto federal y un tercio de los ingresos del presupuesto consolidado. El aumento de las cotizaciones sociales, del 26 al 34 por 100, supondrá en 2011 sólo un pequeño cambio en la situación general. Los presupuestos locales que dependen, en gran medida, de las transferencias del presupuesto federal y las posibles mejoras en la administración tributaria, normalmente tardan en dar resultados. En cuanto al gasto, la participación estatal en la economía es significativa, con un gasto público consolidado de alrededor de 40 por 100 del PIB. El gasto corriente supone más del 90 por 100 del total, y está dirigido principalmente a los gastos de naturaleza social. El Ministerio de Economía y el Fondo Monetario Internacional estiman que los gastos establecidos por ley suponen entre un 70 y un 75 por 100 del gasto público total. Como resultado, si bien reducir el gasto público puede parecer fácil (por ser un elevado porcentaje del PIB y tratarse principalmente de gasto corriente), es poco probable que el Gobierno dé marcha atrás en sus promesas sociales en años de elecciones.

Más allá de las políticas macroeconómicas hay una gran necesidad de reformas a medida que el crecimiento se modere, las autoridades quizás vuelvan a abordar algunos de los problemas estructurales de la economía. A pesar de posibles retrasos en las negociaciones, creemos que la integración en la Organización Mundial del Comercio (OMC) es posible en los próximos 1 o 2 años. Paralelamente, el proceso de privatización puede resultar decepcionante, ya que paquetes accionariales mayoritarios permanecerán en manos del estado. Las elecciones parlamentarias están previstas para finales de 2011 y las elecciones presidenciales para principios de 2012. Si bien creemos que las autoridades evitarán llevar a cabo reformas sustanciales durante este período, el reciente anuncio de las 10 medidas del presidente Medvedev se parece mucho a un programa preelectoral.

El efecto económico inmediato y directo de la integración en la OMC será reducido. La adhesión

a la OMC como tal no implicará un aumento sustancial de las exportaciones. Según los acuerdos preliminares, los derechos sobre la exportación de la mayoría de productos energéticos se mantendrán en los niveles actuales. Los precios internos del petróleo y del gas no cambiarán, pues las reglas de la OMC estipulan sólo que las empresas pueden obtener beneficios a nivel nacional. El sector de metales ferrosos podría beneficiarse denunciando las restricciones extranjeras *antidumping*, pero no es una cuestión importante, debido a la orientación de la industria rusa hacia el mercado interno y la baja calidad del acero. En la industria de la madera, Rusia no va a subir los derechos sobre la exportación de la madera en bruto al 80 por 100 ni sobre la madera sin procesar, sino que los va a reducir desde el nivel actual del 25 por 100 (este fue el tema principal de las negociaciones con la Unión Europea).

Mientras tanto, la competencia debería aumentar, lo que a medio plazo podría perjudicar a los importadores y a las industrias orientadas al consumo interno. En cuanto a las importaciones, los fabricantes de automóviles están en el punto de mira, pero solamente después de un largo período de transición. La integración en la OMC implica que los derechos de importación de los vehículos nuevos disminuirán del 30 al 25 por 100 en los primeros 4 años y del 25 al 15 por 100 en los siguientes 3 años. Por otra parte, en el caso de que haya un fuerte crecimiento de las importaciones que perjudique a los fabricantes nacionales de automóviles, Rusia podrá imponer restricciones adicionales o contingentes durante un período de hasta ocho años. Teniendo en cuenta que los derechos sobre la importación de vehículos usados no van a cambiar, el impacto sobre el mercado a medio plazo es limitado. Los derechos de importación sobre aeronaves se mantendrán constantes y no dañarán a los productores nacionales. Por último, el sector de servicios no se beneficiará demasiado y el acceso de empresas extranjeras (por ejemplo, en los sectores de banca y seguros) seguirá siendo restringido. ▷

Es probable que la adhesión a la OMC estimule la inversión extranjera directa, pero el efecto probablemente no se hará sentir hasta después de 2012. La experiencia de los últimos 15 años muestra que la integración en la OMC atrae la inversión extranjera directa. Los sectores de importación serían atractivos gracias a la prevista liberalización y al crecimiento del mercado interno. A pesar de que el beneficio directo para los exportadores será limitado, el acceso a los mecanismos multilaterales de solución de conflictos, hará que corran menos riesgos. Además, el aumento de la confian-

za de los inversores podría llevar a la aceleración de las inversiones por parte de las empresas extranjeras que ya operan en el mercado. En nuestra opinión, con un superávit por cuenta corriente cada vez más pequeño, los operadores del mercado ya no podrán contar con esta «garantía» y se verán obligados a prestar más atención a la política nacional y a los flujos de capital. Respecto a la cuenta de capital la certidumbre es mucho menor, pero la aceleración de los flujos de IED (inversión extranjera directa) debería ser beneficiosa para el rublo a medio plazo.