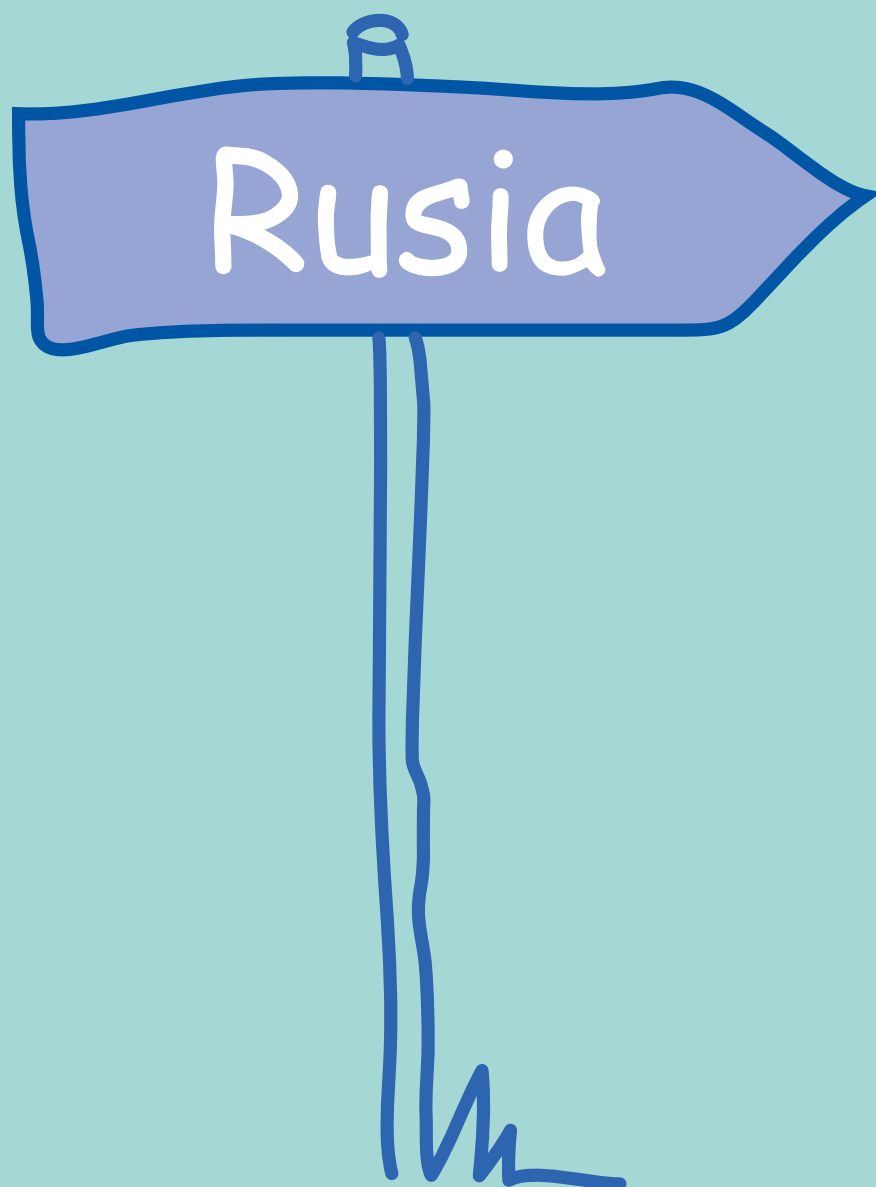


Informe País

Servicio de Estudios Económicos

Primer semestre 2008



Indice

Fecha de cierre: 13 de agosto de 2008

I. ECONOMÍA	2
II. SECTOR FINANCIERO	9
III. DEMOGRAFÍA	16
IV. MERCADO DE TRABAJO	19
V. ENERGÍA	21

Coordinación:

Alicia García-Herrero

Joaquín Vial

Sonsoles Castillo Delgado

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

jvial@grupobbva.com

s.castillo@grupobbva.com

Contribuciones:

Tatiana Alonso

Clara Barrabés

David Mathieson

Ángel Melguizo

José Ramon Perea

tatiana.alonso@grupobbva.com

cvictoria.barrabes@grupobbva.com

david.mathieson@grupobbva.com

angel.melguizo@grupobbva.com

jramon.perea@grupobbva.com



Economía

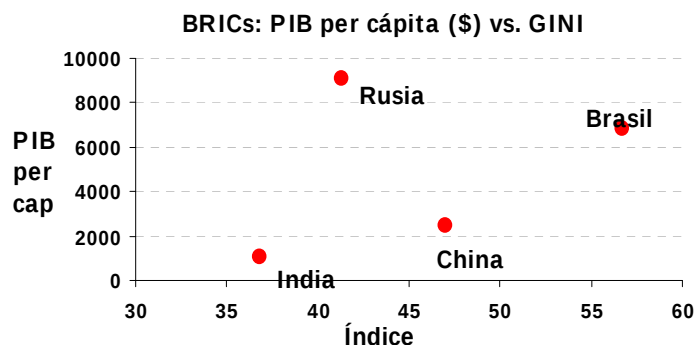
Julio 2008

ESTRUCTURA ECONÓMICA

Con 17 millones de kilómetros cuadrados y 142 millones de habitantes, Rusia es el país más extenso geográficamente, y el séptimo en número de habitantes. Sin embargo, en términos de ingreso por habitante Rusia se ubica entre los países de Ingreso Medio con niveles cercanos a US\$ 10.000 en 2007 (US\$ 14.000 en ppp).

El país se ha destacado en los últimos años por el intenso crecimiento que registra desde el principio de esta década. Por todo ello, además de su poderío militar, Rusia, es una referencia fundamental dentro de las economías emergentes.

En comparación con el resto de los BRIC, el tamaño de la economía rusa es equiparable a la de Brasil o India. En términos de desarrollo económico medido a través de la renta per cápita, Rusia presenta niveles acordes con los de Brasil y muy por encima de los de China o India. Si bien la desigualdad de su renta ha aumentado en los últimos años, todavía es más equitativa que para la media de estos países.



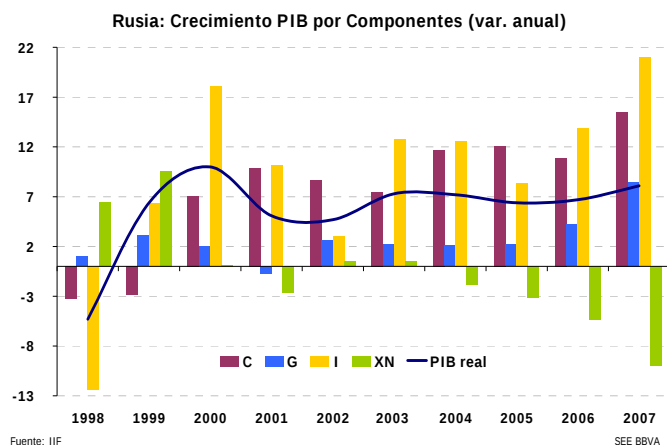
Fuente: IIE: CIA World Fact Book

SFF

Un prolongado ciclo de expansión, con diferentes motores

2007 ha marcado en Rusia el noveno año consecutivo de intenso crecimiento, con una variación media en el PIB próxima al 7% anual en el período 1999-2007. Este ritmo de crecimiento se ha sustentado en varios factores, los cuales han variado en importancia con el paso del tiempo. Inicialmente, el colapso del sistema socialista de planificación centralizada provocó una sub-utilización masiva tanto de trabajadores como de instalaciones productivas, lo que unido a la introducción de propiedad privada, precios libres e incipientes instituciones de mercado, permitió la reubicación de los factores de producción hacia los sectores más productivo. Luego la severa depreciación del rublo tras la crisis de 1998, la fuerte caída en los salarios reales y una mayor receptividad a la Inversión Extranjera Directa permitió una mejora en la competitividad de las empresas rusas. .

Con el tiempo, el fin del proceso de reubicación de factores productivos, la recuperación de los salarios reales, y la apreciación real del rublo, ha reducido la importancia de los motores iniciales del crecimiento ruso. Sin embargo, y muy especialmente desde 2003, el ciclo alcista de precios de materias primas ha permitido un aumento muy importante de los ingresos por exportaciones y un fuerte incremento de los ingresos fiscales. Todo ello ha facilitado una expansión del consumo y la inversión, que ha repercutido en un fuerte aumento de las importaciones.



Retos para asegurar el crecimiento a largo plazo

En definitiva, el rápido crecimiento del ingreso que se ha producido durante esta década responde en gran medida al proceso de reconversión que la economía rusa tuvo que acometer en los años noventa, y que facilitó aumentos en la **productividad total de los factores (TFP)** sin grandes compromisos en materia de inversión, gracias a la existencia de amplia capacidad ociosa. La productividad ha seguido mostrando un crecimiento favorable, pero todo apunta a que la sostenibilidad del crecimiento actual pasa necesariamente por una mayor acumulación de factores. Rusia crece sin duda a tasas por encima de su crecimiento potencial, que según varias estimaciones se ubica en torno al 6% (FMI, 2006). Situación que, dado el estado de los factores de producción, depara varios desafíos a tener en cuenta. Por lo que respecta al **factor trabajo**, la previsible evolución de la demografía rusa genera incertidumbre sobre su capacidad para contribuir al crecimiento futuro (ver sección sobre demografía). De hecho, especialmente en aquellas industrias y áreas del país con mayor crecimiento, ya aparecen cuellos de botella en el mercado laboral, que se están traduciendo en aumentos, tanto de la tasa de utilización de este factor, como de los salarios reales. Otro desajuste que presenta el mercado laboral, y que puede verse agravado en el futuro, tiene que ver con la relativa escasez de mano de obra cualificada. El alto estándar de educación se ha deteriorado desde el final de la era soviética, principalmente por la crónica infradotación de recursos, hasta el

punto de que según el Ministerio de Educación sólo entre el 10 y el 20% de las instituciones de educación superior mantienen los altos niveles de la época soviética.

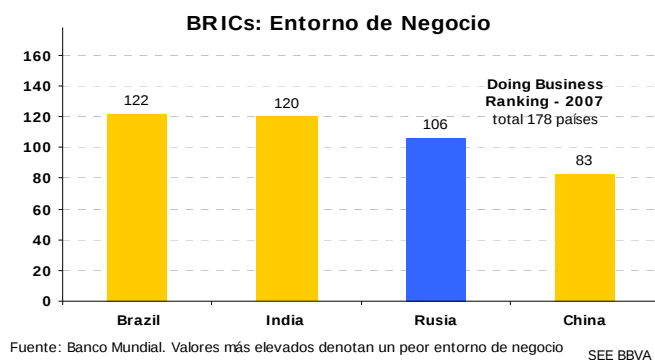
Con respecto al papel del **capital** en el crecimiento futuro, los ratios de inversión se mantienen en niveles bajos (en torno al 24% del PIB), sobre todo si los comparamos con los encontrados en Asia emergente. Buena parte de dicha inversión no representa adiciones a la capacidad productiva, ya que va a reemplazar instalaciones y equipos en el sector energético que se encuentran obsoletos o en grave estado de deterioro (ver sección sobre energía). Esta menor inversión ha venido dada, en primer lugar, por el largo período de planificación económica bajo la tutela soviética, que cortaba de raíz la inversión privada. Más tarde, la entrada de Rusia en la economía de mercado estuvo marcada por una alta volatilidad económica, que desincentivó el ahorro y la inversión doméstica. A estos factores se suman impedimentos regulatorios que han lastrado el desarrollo del tejido empresarial.

Pero a pesar de estos antecedentes, el período actual de estabilidad macroeconómica está permitiendo una intensa aceleración de la inversión, con incrementos interanuales en torno al 20% a finales de 2007. La favorable coyuntura macroeconómica ha permitido un marco más predecible para la inversión, que ha incentivado el retorno de una proporción importante del capital evadido durante los años de crisis. Por otro lado, el sector público aparece como un agente crucial para mantener la senda creciente de la actividad inversora. En este sentido, el año pasado el Kremlin develó un programa de política industrial que incluye la creación de varias empresas a través de asociaciones público-privadas, en sectores industriales considerados clave para el crecimiento futuro (nanotecnología, aeronáutica, ingeniería naval, etc.). Otra esfera de participación pública en el fomento de la inversión tiene lugar a través de la inversión en infraestructuras, cuya cifra prevista asciende a 100 mil millones de dólares para los próximos años. El objetivo último de estos programas es lograr una mayor diversificación de la

economía, haciéndola menos dependiente de la industria energética. Todos estos elementos positivos para la inversión nacional, se han visto contrarrestados en parte por una mayor arbitrariedad en el trato a los inversionistas extranjeros, especialmente en sectores considerados claves por el gobierno, como son petróleo y gas (ver sección sobre energía).

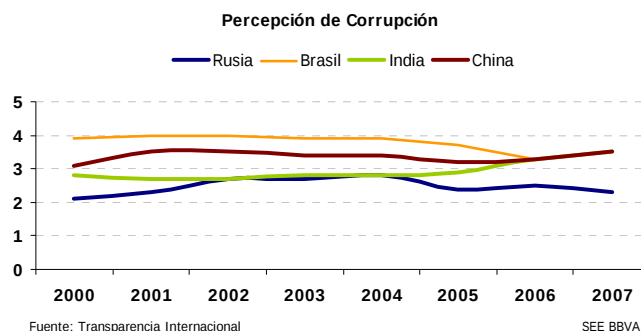
Este programa de inversiones cuenta con una estrategia de financiación en un escenario de precios de petróleo relativamente conservador. Como aspecto más negativo, numerosos analistas advierten que una mayor inversión pública en infraestructuras y sectores industriales seleccionados no bastan para reducir la dependencia exportadora o fiscal del sector energético. Para cumplir este objetivo, son necesarias una serie de reformas complementarias, especialmente aquellas destinadas a mejorar el capital humano o el marco regulador de la actividad empresarial.

Este último punto es fundamental para cualquier estrategia reformadora con visos de éxito. Si nos guiamos por los indicadores institucionales relacionados con la actividad empresarial, y en comparación al resto de BRICs, Rusia queda en clara desventaja en relación a China, aunque supera a Brasil e India. Aspectos como la tramitación de licencias de actividad o la gestión del comercio transfronterizo, son algunas de las actividades que se encuentran con mayores trabas por parte de las instituciones públicas.



Aunque estrechamente relacionada con los anteriores aspectos institucionales, más preocupante resulta la incidencia de la corrupción en el país. El índice de percepción de corrupción¹ en Rusia se ha mantenido prácticamente sin cambios desde el año 2000, para empeorar levemente en 2007. De este modo, y en comparación con los BRIC, el país figura de forma regular como la economía del grupo con mayor corrupción. Entre las principales quejas de los hombres de negocio se encuentra la ingerencia de la burocracia gubernamental en las operaciones de negocio, las barreras no oficiales impuestas por las autoridades regionales y la arbitraria aplicación de las leyes.

Con independencia de la ubicación del país en estos índices, lo cierto es que la consecución de un entorno institucional más adecuado para el desarrollo de la actividad económica parece haberse convertido en una prioridad para el nuevo gobierno ruso: en los últimos meses se han sucedido varias declaraciones del presidente Medvedev acerca de la necesidad de fortalecer “el imperio de la ley” y combatir la corrupción. Y el pasado mes de abril fue aprobado el primer paquete de medidas para proteger a la pequeña y mediana empresa, principal víctima de la corrupción en el ámbito empresarial.



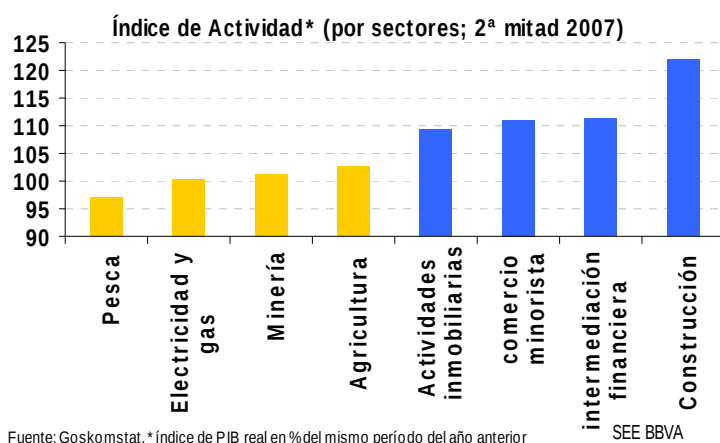
Estas declaraciones políticas permiten comprobar la preocupación del gobierno ruso por la mejora del entorno institucional. En segundo lugar, el tipo de medidas reseñadas

¹ El índice de percepción de corrupción mide la extensión de prácticas corruptas en el sector público y la política, a través de encuestas a agencias de riesgos y analistas del país (residentes y no residentes). Calificaciones más bajas implican una mayor incidencia de la

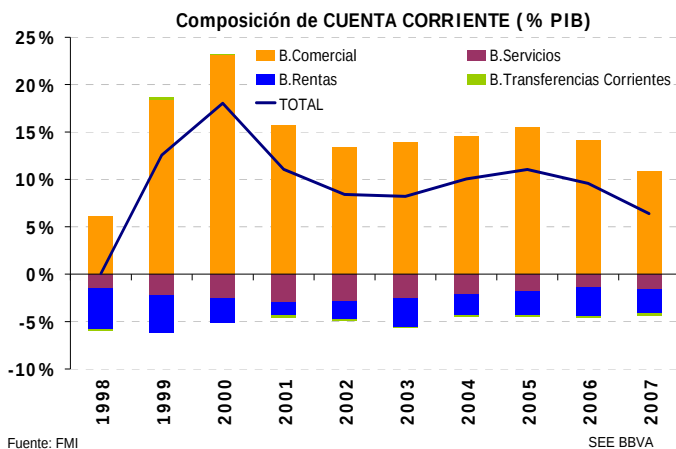
son también indicativas del nuevo *modus operandi* del Ejecutivo, que previsiblemente irá implementando mejoras marginales de forma paulatina, en lugar de acometer una drástica transformación de la regulación empresarial. La experiencia de muchos países sugiere la conveniencia de esperar a ver los resultados concretos de estas iniciativas antes de emitir un juicio.

SITUACIÓN MACROECONÓMICA ACTUAL

El año 2007 cerró con una tasa de crecimiento (8.1%) que sorprendió al alza, y que se mantiene durante la primera mitad de 2008.



Continúa asimismo el mayor peso de la demanda interna en la contribución al crecimiento, y el dinamismo de los sectores no transables. Así, los mayores incrementos tienen lugar en Construcción (16,4% en 2007), Comercio (12,1%) y Sector Financiero (11,4%). Es importante destacar el rápido y continuado desarrollo de industrias de servicios, prácticamente inexistentes durante la época soviética y el mandato de Yeltsin.

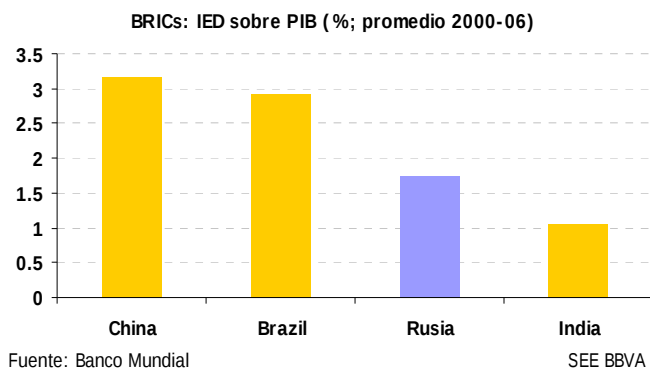


La menor importancia relativa que la demanda externa ha tenido en el crecimiento más reciente de la economía se refleja también en la rápida reducción del superávit por cuenta corriente, que pasa de un 11% del PIB en 2005 a un 6% en 2007, a pesar de los aumentos en los precios de la energía. Esta tendencia probablemente continuará en el futuro, aumentando la probabilidad de que aparezcan saldos deficitarios por cuenta corriente, especialmente ante una baja en los precios de los combustibles. De hecho, varios analistas apuntan a la aparición de un déficit por cuenta corriente en 2011. En este proceso, las exportaciones, concentradas en materias primas energéticas², se han visto favorecidas por la revalorización de sus precios. No obstante, el ritmo de crecimiento de las importaciones ha sido mucho más dinámico, al abrigo del incremento de las rentas y la apreciación real del rublo. La tendencia en los mercados cambiarios no parece favorecer el cuadro comercial de Rusia, ya que la moneda de referencia para la mayoría de las exportaciones es el dólar, mientras que el euro lo es para las importaciones.

Como contrapartida, el saldo de la cuenta financiera ha crecido intensamente durante el pasado año, proceso en el que podemos destacar los siguientes aspectos: la Inversión Extranjera Directa (IED) experimenta un incremento notable en los últimos dos años, a pesar de que Rusia ha sido generalmente un país poco atractivo para el capital exterior (en

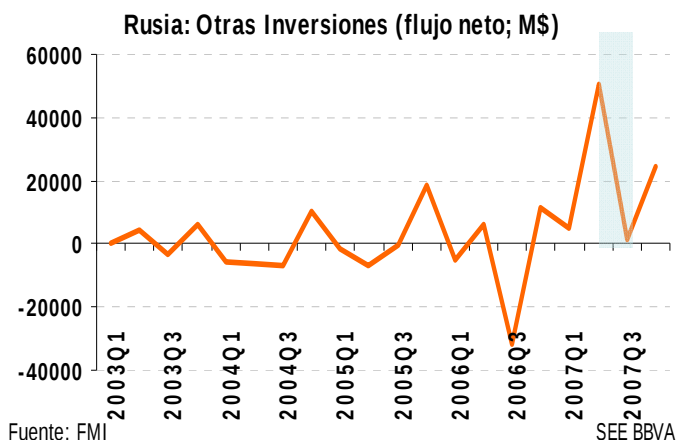
² Aproximadamente 2/3 de los ingresos por exportaciones provienen del petróleo y gas.

comparación con el resto de BRIC, Rusia sólo queda por delante de India en la recepción de flujos de IED sobre PIB).



¿A qué sectores se dirige la IED en Rusia? Claramente, las industrias de servicios copan el interés del capital internacional, ya que han recibido algo más de la mitad de los flujos de IED de los últimos años. Aparte del sector terciario, los recursos naturales concentran en la actualidad el 17% de los flujos de IED, después de una evolución marcada por la volatilidad. Si en 2004 la proporción de IED en el sector extractivo llegaba al 24%, un año después se desplomó hasta el 11%³. Por último, una cuarta parte de los flujos de inversión se dirigen a manufacturas, con la industria siderúrgica como la receptora de flujos principal.

Otro contribuyente importante al saldo de la cuenta financiera viene del lado del endeudamiento privado en el exterior, especialmente de instituciones financieras, y hasta la primera mitad de 2007. La llegada de la crisis de liquidez a los mercados financieros internacionales cortó momentáneamente los flujos de deuda comercial hacia Rusia, que no obstante se han recuperado hacia finales de 2007. La alta proporción de deuda comercial en la cuenta financiera, si bien es sintomática de la solvencia de la economía rusa, también la ha expuesto a una mayor volatilidad en los últimos meses, dada la situación actual en los mercados financieros internacionales.

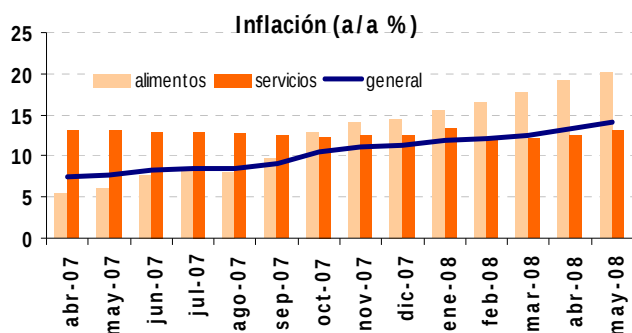


Inflación y Política Monetaria

Hasta hace poco, una de las manifestaciones más evidentes de la nueva senda de estabilidad económica hacia la que Rusia se encaminaba, había sido una reducción gradual de la inflación. Desde mediados de 2005 se produjo una prolongada reducción de este indicador, hasta llegar a una tasa interanual del 7,4% en marzo de 2007. A partir de entonces, la inflación se ha duplicado, llegando a 15,1% en mayo de 2008.

Con la inflación convertida en la principal preocupación económica de la sociedad, la postura oficial ha señalado al *shock* global de precios de materias primas como principal responsable de la aceleración de la inflación en Rusia. Para atajarla, el gobierno adoptó durante 2007 una serie de medidas de control de precios de alimentos a través de acuerdos con cadenas de supermercados, con efectos mínimos sobre la inflación. Los factores causantes van más allá del alza global de materias primas: junto al choque de precios de materias primas y el intenso ritmo de la demanda interna, la política económica ha influido de forma decisiva en el deterioro de la inflación.

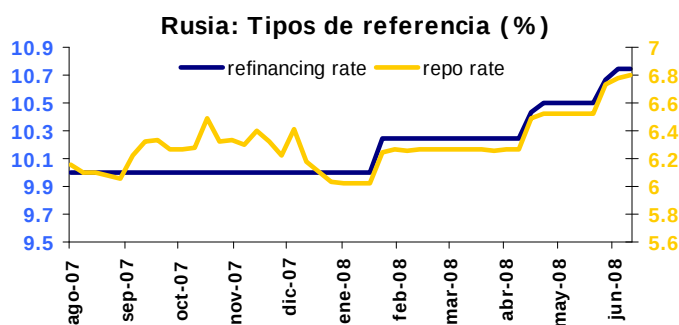
³ En 2004 tiene lugar la quiebra de la mayor compañía petrolífera en aquel momento (Yukos), cuyos activos fueron transferidos principalmente a empresas públicas.



Fuente: Bloomberg

SEE BBVA

En primer lugar, la efectividad de la política monetaria se ha visto limitada por el dilema con el que se encontró el Banco Central de Rusia tras la restricción de crédito iniciada en el verano de 2007. La autoridad monetaria tuvo la necesidad de, por un lado, contener la inflación que iba en aumento. Pero al mismo tiempo, la crisis desató una situación de iliquidez en el sistema financiero. Ante esta situación, el Banco Central ha incrementado en 75 pbs. el tipo *refi* desde agosto de 2007.



Fuente: Bloomberg

SEE BBVA

Es necesario recordar que el tipo de intervención en Rusia (*refi rate*) juega un papel indicativo de la posición del Banco Central sobre la inflación, sin constituir una herramienta directa para afectar los tipos de mercado. Los tipos repo son mucho más importantes en esta labor, ya que imponen un suelo sobre los tipos aplicados en el mercado interbancario. Así, el hecho de que éstos últimos se encuentren alrededor de 400 pbs. por debajo de los tipos *refi* es un ejemplo de la política de compromiso entre los dos objetivos (inflación vs. liquidez) que el Banco Central ha aplicado desde el inicio de la crisis.

Como complemento a una política de tipos de interés claramente insuficiente para frenar las alzas de precios, el Banco Central se ha apoyado en la política cambiaria. Medida que también ha tenido un impacto limitado, ya que la apreciación del rublo ha incentivado la continuación del endeudamiento externo privado y la llegada de flujos de capital, responsables adicionales de la expansión de la demanda agregada.

Ante el limitado margen de maniobra de la política monetaria, y con la inflación situándose en un 15,1%, la consecución del objetivo de inflación para finales de 2008 (10,5%) es a todas luces inalcanzable. No obstante, esperamos una ligera desaceleración de la inflación a lo largo de la segunda mitad de 2008, gracias a la moderación que se empieza a registrar en el crecimiento de algunos agregados domésticos (fundamentalmente oferta monetaria y crédito doméstico).

Política Fiscal.

Como hemos mencionado, la política fiscal seguida por el Kremlin ha constituido un estímulo evidente a la inflación. La combinación de unos ingresos fiscales altamente dependientes del petróleo (y por tanto al alza), con las elecciones presidenciales del pasado marzo, incentivaron una fuerte aceleración del gasto público durante 2007 y primer trimestre de 2008, dejando una variación interanual del gasto federal de 46%.

A pesar de esta relajación fiscal, Rusia ha sido capaz de traducir sus mayores ingresos derivados del petróleo en una notable mejora de sus ratios de solvencia. En la actualidad, el país se coloca como tercer reservista mundial, con un saldo de reservas en torno a 545 mil millones de dólares. El superávit público, a finales de mayo de 2008, ronda los 550 mil millones de rublos (6,6% del PIB). Por último, el ratio de deuda pública sobre PIB muestra una impresionante reducción, pasando del 140% en 1998, a 7% en 2007.

Una vez materializado el fortalecimiento de las cuentas públicas, el papel futuro de los ingresos fiscales se dirige con toda probabilidad a

sostener el crecimiento de la economía, y a favorecer su diversificación a través del ambicioso programa de infraestructuras anteriormente mencionado. En definitiva, si al saneamiento financiero que el Estado disfruta en la actualidad unimos el déficit de infraestructuras que el país padece, o las presiones políticas a favor de canalizar los ingresos petroleros hacia una política industrial activa, no encontramos razones que justifiquen un retorno de la austeridad fiscal que vimos a principios de la presente década.

Riesgos

Dada la dependencia fiscal y exportadora de los combustibles, el principal riesgo económico con el que Rusia se enfrenta es una bajada brusca de sus precios. Una caída significativa del petróleo podría ser amortiguada por un tiempo, echando mano a las cuantiosas reservas internacionales y a la capacidad de endeudamiento público generados en los últimos años, para financiar un mantenimiento de los niveles del gasto público.

Junto al previsible deterioro de las cuentas públicas, otro de los damnificados por una reducción rápida del precio de petróleo sería el sector exterior. Los actuales precios de petróleo han permitido una reducción paulatina del superávit por cuenta corriente, estimándose que estaría en equilibrio alrededor de 2011. Una brusca caída de los precios haría mucho más rápido el camino del saldo por cuenta corriente hacia niveles deficitarios. Esta situación también propiciaría un debilitamiento del rublo, lo que además de alimentar presiones inflacionistas, empeoraría las condiciones de repago de la deuda externa.

A un plazo más largo, el verdadero reto al que la economía rusa se enfrenta es la necesidad de diversificar su economía. El aumento del peso relativo que los sectores no relacionados con la energía han experimentado en el actual ciclo expansivo está dirigiendo la estructura productiva hacia un mayor peso del sector terciario. Pero esta mayor diversificación sigue sin materializarse en el plano exportador o fiscal.

Para lograr que este equilibrio sectorial alcance a todas las áreas de la economía, y aparte del estímulo público en materia de infraestructura o educación, es necesaria una mejora en el marco regulador de la iniciativa empresarial, que fomente la inversión privada. Estas consideraciones nunca figuraron entre las prioridades de la administración Putin, mucho más preocupada con la estabilización de la economía primero, y un mayor control estatal de la misma después. Intervencionismo que, a tenor de lo reflejado por varios índices de organismos (Banco Mundial, Transparencia Internacional, etc.) ha derivado en un deterioro de la calidad del entorno de negocio en Rusia durante los últimos años.

Resumen de Indicadores

Indicadores Macroeconómicos	2003	2004	2005	2006	2007
Producción y Precios - Variación Anual (%) -					
PIB REAL	7.30	7.20	6.40	7.40	8.10
Precios al Consumidor					
Promedio del Período	13.61	10.95	12.50	9.76	9.03
Final del Período	11.99	11.68	10.88	9.02	11.93
Deflactor del PIB	13.96	20.08	19.16	15.43	12.75
Sector Público - Porcentaje del PIB -					
Gobierno Federal					
Balance General	1.71	4.29	7.46	7.51	4.03
Ingresos	19.54	20.10	23.71	23.58	23.24
Gastos	17.83	15.81	16.25	16.07	19.21
Moneda - Variación Anual (%) -					
Crédito doméstico	26.50	18.66	2.65	28.40	-
M2	38.53	33.74	36.28	40.51	-
M2 (velocidad)	-11.74	-3.74	-6.97	-12.35	-
M1	45.61	30.54	35.47	45.09	-
Reservas Monetarias	54.12	24.14	22.39	41.39	-
Sector Externo					
Exportaciones (FOB - en millones de dólares)	135,929	183,207	243,798	303,926	374,400
Importaciones (FOB - en millones de dólares)	-76,070	-97,382	-125,434	-164,692	-236,300
Cuenta Corriente/PIB (%)	7.85	9.61	10.93	9.64	6.15
Exportaciones/PIB (%)	31.50	30.96	31.90	31.04	-
Servicio de la Deuda/exportaciones (%)	13.02	21.88	22.48	18.15	10.93
Deuda Externa/PIB (%)	40.31	34.41	30.64	28.93	30.84
Deuda pública externa/PIB (%)	21.06	15.14	7.81	3.58	0.00
Reservas monetarias/Deuda externa (%)	42.07	59.34	77.84	104.25	115.27
Reservas monetarias/Importaciones (%)	57.43	77.50	90.62	111.47	120.57

Fuente: IIF (Institute of International Finance)

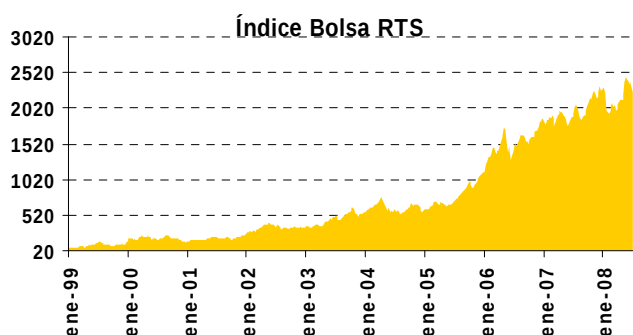


Sector Financiero

Julio 2008

SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero ruso ha estado dominado casi exclusivamente por los bancos. Otro tipo de entidades (fondos de pensiones, compañías de seguros, o inversores institucionales) tienen una relevancia todavía marginal en el escenario financiero ruso. Sin embargo, el mercado de valores ha tenido un fuerte crecimiento, reflejado en la bolsa de Moscú. En 1996, el ratio de capitalización bursátil sobre PIB se situaba en 6%, mientras que en la actualidad, este mismo ratio alcanza el 95%. Dos procesos explican este rápido crecimiento: en primer lugar, y al igual que en la mayoría de países de Europa Oriental, el desarrollo inicial del mercado bursátil vino dado por el proceso de privatización de empresas públicas. En el caso de Rusia, además, el crecimiento reciente de los mercados financieros se ha beneficiado también de la subida de precios de materias primas. Como consecuencia, la bolsa rusa muestra una exposición elevada a las industrias relacionadas con recursos naturales (alrededor del 50% de su capitalización).



Fuente: Bloomberg

SEE BBVA

De forma paralela, el índice de la bolsa registra una revalorización explosiva en los últimos años, con tasas de variación interanual que llegaron al 85% en 2005. En 2008, no obstante, se ha producido una ligera corrección, y el índice RTS pierde 2,3% desde principios de año.

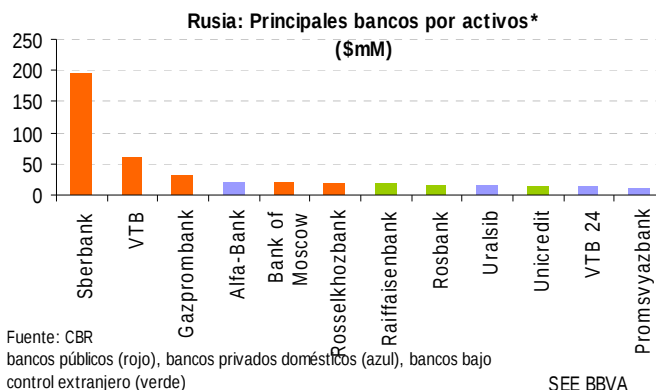
Con el desarrollo del mercado bursátil, se han abierto nuevas vías de financiación para las empresas rusas. Este es el caso de las OPVs, que experimentan un fuerte crecimiento en los últimos años: entre 1996 (año en el que se inauguró el índice RTS) y 2005, tan sólo se producen 28 OPVs. Por el contrario, sólo en 2006 se producen 30.

Otra forma de financiación recientemente disponible son las emisiones de deuda corporativa. El mercado de bonos, originalmente dominado por las emisiones soberanas, se ha desarrollado en los últimos años gracias al fuerte aumento de las emisiones corporativas. Este proceso ha sido influido por la aparición de superávit fiscales, que ha reducido la necesidad de las administraciones públicas de emitir deuda. Al mismo tiempo, la participación extranjera en este mercado se ha visto alentada por la eliminación de restricciones en julio de 2006. Del lado emisor, las compañías locales han podido emitir papel en mejores condiciones que las otorgadas por la banca comercial en sus préstamos, tanto en interés como en plazo.

SECTOR BANCARIO: ESTRUCTURA

Con datos a abril de 2008, el número de bancos operativos en Rusia asciende a 1084¹. Un dato que resulta elevado en comparación con la mayoría de sectores bancarios, reflejando un lento proceso de consolidación, ya que en 2003, el número de bancos era de 1277. Además de esta ligera reducción en el número de bancos, es preciso resaltar que algunas de estas instituciones se limitan a realizar gestiones de tesorería para empresas asociadas, no ofreciendo por tanto un abanico amplio de servicios financieros.

Con todo, y a pesar de estas elevadas cifras, el sector bancario ruso está dominado por un número reducido de instituciones. Destaca en primer lugar la gran banca pública, donde 24 bancos controlados por el Estado concentran el 39,2% de los activos totales de un sistema financiero con claras ventajas para este tipo de instituciones. En primer lugar, los bancos públicos cuentan con la garantía implícita de un sector público con elevada liquidez. Además, y a diferencia de algunos bancos privados, la gran banca estatal posee por lo general una extensa red de oficinas que van más allá de la región de Moscú, y que permite una mejor diversificación del riesgo. Una última ventaja con que cuentan estas instituciones es la predisposición por parte de las empresas estatales para operar con bancos públicos². Dentro de este grupo, el banco público Sberbank mantiene un dominio abrumador del mercado, tanto por sus activos, que suponen aproximadamente la cuarta parte del sector, como por número de oficinas (alrededor de 20.300).



Por lo que respecta a la banca privada doméstica, 147 firmas concentraban el 41% de los activos bancarios a comienzos de 2007, con Alpha Bank y Uralsib como las instituciones más importantes.

Por último, la banca extranjera juega un papel secundario, si bien ha crecido rápidamente durante los últimos años. Según el Banco Central de Rusia, en 2003 existían 41 bancos cuyo capital era total (32) o mayoritariamente extranjero (9). En la actualidad, este número llega a 90 instituciones (63 con capital exclusivamente extranjero, y 27 con participación mayoritaria), que en conjunto poseen el 17,2% de los activos. El aumento de la banca extranjera en Rusia se ha visto favorecido por cambios en la regulación que desde la década de los noventa ha ido facilitando la entrada del capital extranjero en el sector. Actualmente, y aunque no existen límites a la propiedad extranjera en bancos domésticos, el gobierno federal tiene la prerrogativa de limitar la presencia del capital extranjero en el sector si su cuota de mercado supera el 50%.

Gracias a este marco regulador, la principal vía de entrada para el capital extranjero en el sector ha sido a través de operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A). Desde principios de 2006 hasta mediados de 2007, se han producido 46 operaciones corporativas de este tipo. Entre las operaciones más importantes, destaca la adquisición de Impex Bank por parte del banco austriaco Raiffaisen (por un coste de 550 \$M), la compra de Absolut Bank por parte de KBC (957 \$M), o la compra del 20% de Rosbank por parte de Societé Generale (634 \$M). La actividad de M&A en el

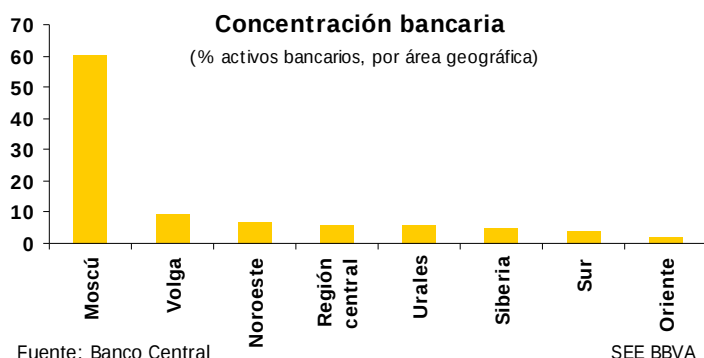
¹ A esta cifra podemos añadir otras 45 instituciones de crédito no asociadas con bancos, que poseen licencia para realizar operaciones financieras.

² Este punto es especialmente relevante en la captación de depósitos. Según Lee (2008), las empresas públicas son la fuente más importante de depósitos corporativos en Rusia.

sector tuvo un frenazo repentino con la llegada de la crisis financiera.

Para finalizar, el resto del sector (929 instituciones) está compuesto por pequeños y medianos bancos que alcanzan conjuntamente el 8,1% del mercado. De ellos, 382 tienen su área de negocio en la región de Moscú.

Esta radiografía es por tanto la de un mercado altamente concentrado. El 42,7% de los activos totales del sistema pertenece a los 5 bancos principales, mientras que los 15 siguientes añaden un 21,6% de activos.



Otra dimensión de la concentración del sector se refleja en su distribución geográfica. El sector bancario aglutina la mayoría de su actividad en el área de Moscú, mientras que las regiones menos desarrolladas tienen una participación trivial en el sector. Una situación que parece revertirse parcialmente, ya que el crédito crece en algunas de estas provincias por encima de la región de Moscú. Asimismo, algunos bancos (Uralsib) están optando por una expansión más agresiva en regiones periféricas (Volga, Siberia Occidental, etc.), para acceder a una población con una disponibilidad de productos de ahorro menor, que entre otras cosas facilita la captación de depósitos.

EVOLUCIÓN RECIENTE

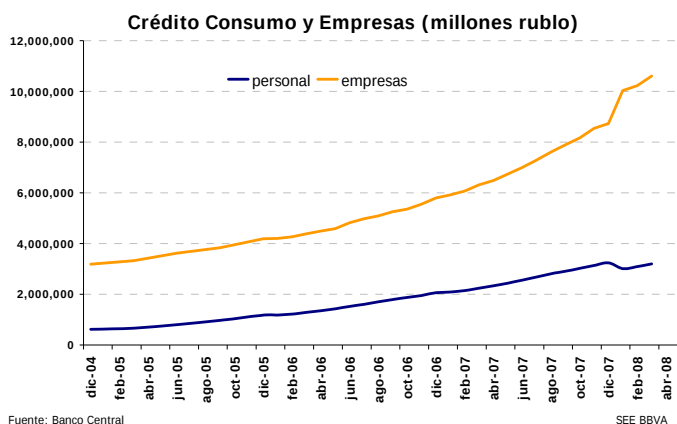
La banca rusa se ha convertido a ojos del Kremlin en una pieza fundamental para lograr una mayor diversificación de la economía. La labor fundamental del sistema financiero en este proceso es la de canalizar el excedente

generado por las industrias extractivas hacia el resto de la economía.

A partir de 2004, el sector ha sido reformado para crear un sistema financiero fiable y prudentemente regulado, después de varios años en los que esta actividad se vio envuelta en escándalos que mermaron la confianza de los agentes económicos en el sector³. Para restaurarla, el Banco Central de Rusia adoptó una política de supervisión más exhaustiva, que resultó en la revocación de licencias para aquellos bancos envueltos en operaciones fraudulentas, introduciendo mayor transparencia en el sector. Al mismo tiempo, la creación de un seguro de depósitos ha permitido que el dominio que la banca pública, y sobre todo Sberbank, se haya reducido, permitiendo una mayor participación de la banca privada en la captación de recursos.

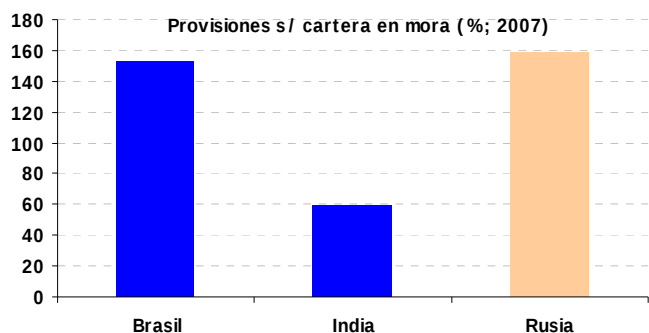
La combinación de una mejor supervisión, y la fuerte expansión que la economía rusa vive desde el inicio de la presente década, ha resultado en un intenso crecimiento del sector. Con datos a finales de marzo de 2008, el crédito al consumo crece al 42% (a/a), mientras que el corporativo lo hace al 62%.

El crédito hipotecario también crece, pero desde unos niveles muy bajos, concentrándose en el mercado de rentas altas, financiando sólo el 5% de las transacciones inmobiliarias.

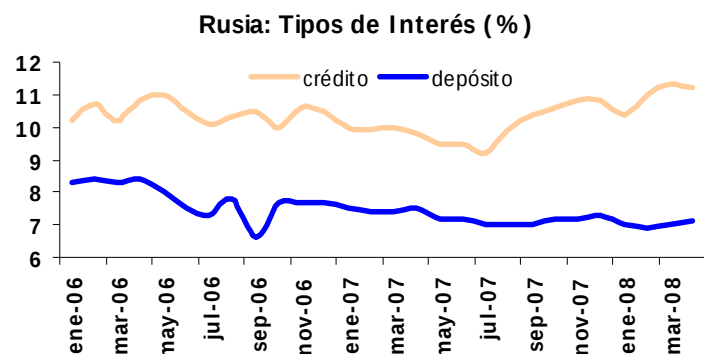


³ Concretamente, varios bancos participaron en operaciones fraudulentas que tenían por objeto aumentar de forma artificial su capital.

Este ritmo de crecimiento ha permitido que el ratio de crédito sobre PIB haya aumentado de forma muy significativa, para situarse actualmente en un ratio de crédito sobre PIB de 60%. Crecimiento que además no se produce a costa de su calidad: si bien es cierto que el crédito en mora ha experimentado un repunte, según las estadísticas del Banco Central de Rusia, ésta no sobrepasa el 1,5% del total de la cartera de crédito. Estimaciones no oficiales aumentan esta cifra hasta alrededor de 5%, debido a una mora considerablemente mayor en el segmento de créditos personales (12%). Si bien existe una elevada dotación de provisiones, han surgido dudas en los últimos tiempos acerca de una posible relajación en el proceso de asignación de créditos.

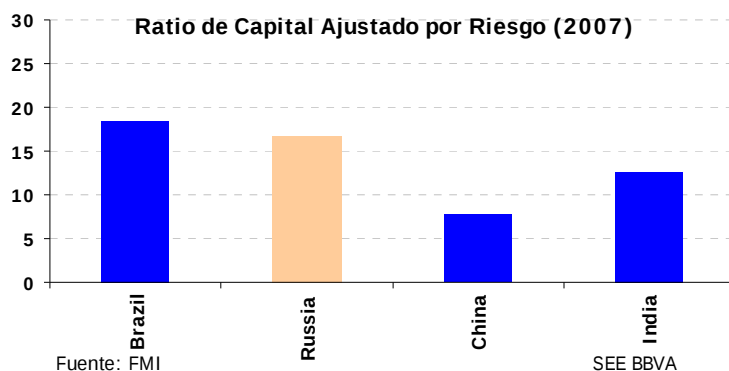
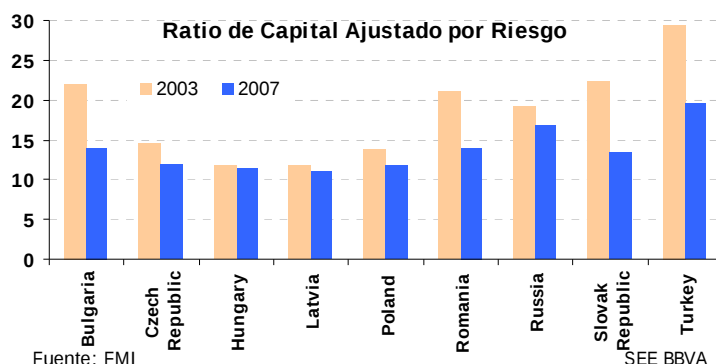


El crecimiento de la cartera de crédito ha sido incentivado también por la tendencia descendente en los tipos de interés, sobre todo en los aplicados al crédito a empresas. Ellos se encontraban en 11,2% en marzo del presente año, muy por debajo de la tasa de inflación, a pesar de una leve alza desde mediados de 2007.



Fuente: Banco Central. Crédito: media ponderada de créditos en rublo a instituciones no financieras (madurez hasta 1año). Depósitos hasta 1año. SEE BBVA.

Del lado de los recursos, los depósitos también han crecido (especialmente los corporativos), fruto del crecimiento general de la economía, aunque a un ritmo menor que el crédito, lo que no sorprende al constatar que los tipos de interés no alcanzan a compensar por la pérdida de valor causada por la inflación. La participación de los depósitos en la base de recursos del sector bancario tiende a la baja. Como consecuencia, nos encontramos con que Rusia presenta un ratio de crédito al consumo sobre depósitos de 85%, muy por encima de los valores encontrados en la mayoría de los países (entre 30% y 50%). La debilidad de los depósitos ha obligado por tanto a las instituciones financieras a buscar fuentes alternativas para sustentar su crecimiento, que han sido encontradas principalmente en préstamos sindicados y eurobonos.

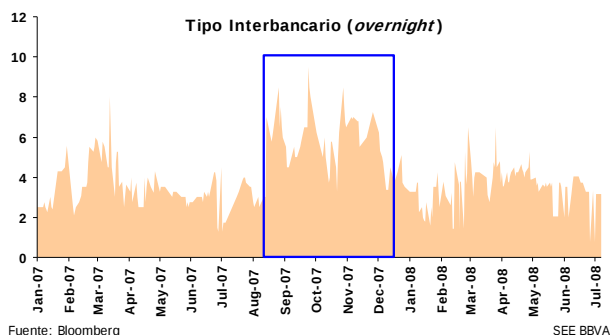


El intenso crecimiento de los activos bancarios durante los últimos años deterioró levemente el ratio de capital ajustado por riesgo, aunque sin llegar a descender por debajo del 10% que estipula el Banco Central. Según datos del FMI, el ratio pasa de un 19,1 en 2003 a 14,9 en 2006, para recuperarse y cerrar 2007 en 16,8.

Niveles que, a pesar de la reducción de los últimos años, caracteriza al marco supervisor del sistema financiero ruso como uno de los más prudentes, tanto si se compara con los BRIC como con el resto de la Europa Emergente.

El sector bancario ruso ante la crisis financiera internacional

En Rusia, al igual que en otros países, la crisis desatada en los mercados financieros a partir de junio de 2007 ha puesto a prueba la fortaleza del sector bancario. Inicialmente, la drástica reducción de liquidez tuvo un impacto negativo sobre el sector bancario ruso, muy dependiente de la financiación exterior. Esto provocó que al inicio de la crisis, varios bancos privados encontraran serias dificultades para refinanciar su deuda en el mercado doméstico, triplicando momentáneamente las tasas del mercado interbancario, hasta un rango en torno al 8%.

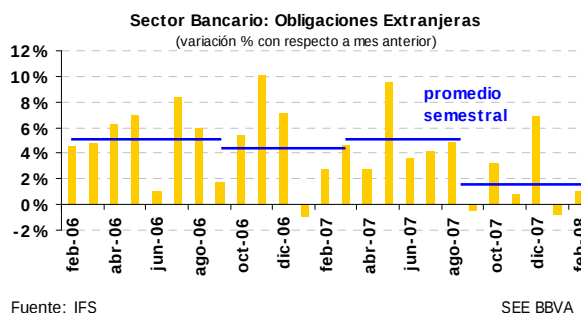


Pero a pesar de este escenario global menos favorable, la solvencia de la economía rusa permitió acotar el impacto de la crisis a un grupo minoritario de bancos en relativamente poco tiempo. Por un lado, el Banco Central de Rusia adoptó una actitud proactiva para evitar el contagio del sistema financiero, aumentando su liquidez a través de operaciones de repos, reducciones en encajes obligatorios (hasta el 3%), la expansión de la lista de instrumentos financieros aceptados como colateral ante créditos, o la reducción de los tipos en *currency swaps* (de 10% a 8%).

Además de estas acciones tendentes a minimizar las consecuencias del cierre de los mercados financieros internacionales, el sector bancario ruso se ha visto favorecido por su estrecha asociación con otras instituciones.

Los grandes bancos públicos contaron con el respaldo del Estado, que proveyó de liquidez a estas instituciones de forma extraordinaria. Algo similar ocurrió con las filiales de bancos privados, apoyadas por casas matriz con limitada exposición a productos *subprime*, o por grupos industriales domésticos.

Ante estos mecanismos de defensa, el impacto de la crisis se ha limitado a un número reducido de bancos de menor tamaño, que habiendo recurrido a los mercados internacionales, no contaban con el apoyo de fuentes de financiación alternativas.



Con esta batería de medidas, en especial las inyecciones de liquidez del Banco Central, que llegan a marcar máximos de 10 mil millones de dólares diarios en operaciones repo, podemos decir que la crisis de confianza en el sistema financiero ruso ha sido breve. Ya en el tercer trimestre de 2007 la salida neta de flujos fue sustancialmente menor a la del segundo trimestre (9,4 \$mM frente a 52,7 \$mM) y a finales de año la liquidez del sistema volvió a niveles normales. De este modo, los tipos interbancario volvieron a caer hasta los niveles anteriores a la crisis (3-4%).

Por el contrario, otro efecto más palpable está siendo la ralentización en el crecimiento de las obligaciones extranjeras asumidas por el sector, que muestra un ritmo medio bastante por debajo del observado en años anteriores.

En este proceso, además, se ha producido un relevo parcial de deuda extranjera a largo plazo por deuda pública a plazos más cortos. Sustitución que genera un desajuste desaconsejable, que puede ser soportado como medida temporal ante las actuales turbulencias, pero que no constituye un pilar adecuado al desarrollo del sistema. Para limitar este descalce entre los plazos de recursos y activo, son necesarias reformas que estimulen el desarrollo del mercado de deuda doméstica, así como el estímulo al ahorro doméstico a través de depósitos.

A pesar del adecuado nivel de capital ajustado por riesgo, el capital bancario en Rusia es sensible a *shocks* adversos. Junto a la elevada exposición a la deuda internacional, los beneficios y los préstamos subordinados constituyen una fuente vital de capitalización (en 2006, estos llegaban a niveles de 50% y 34% del total).

PERSPECTIVAS Y FACTORES DE RIESGO

En un futuro próximo, las expectativas de crecimiento del sector bancario se ven favorecidas por la continuación del ciclo expansivo de la economía, así como por el potencial propio de un sistema financiero al que le queda un largo camino por recorrer hasta lograr un grado de desarrollo equiparable al de países de la OCDE.

Estas expectativas de crecimiento se basan también en un marco supervisor que ha mejorado su control de riesgo, dando lugar a instituciones adecuadamente capitalizadas y provisionadas.

A pesar de estos aspectos positivos, el crecimiento del sector se ve amenazado por algunos factores de riesgo. En primer lugar, genera preocupación el hecho de que el crecimiento del crédito haya venido de la mano de un deterioro de los indicadores de capital ajustado por riesgo, y en un incremento de la tasa de mora, particularmente la asociada al crédito al consumo. En este punto, varias voces, entre ellas las del FMI, han advertido sobre la posibilidad de que el sector bancario haya relajado su política de asignación de créditos para prorrogar el intenso crecimiento del activo bancario.

Encontramos fuentes adicionales de vulnerabilidad en la aparición de algunos desequilibrios por el lado de los recursos del sector. El desarrollo de los activos bancarios se ha sustentado fuertemente en la financiación externa para sostener el crecimiento del crédito denominado en rublos, con el consiguiente descalce cambiario. Otro factor a tener en cuenta es la tendencia decreciente que muestran los depósitos en el porcentaje de recursos, situación que no tiene visos de

mejorar si la inflación no da signos de contención.

Tipos de interés real negativos en un contexto de un elevado crecimiento de la demanda interna y una duplicación de la inflación, permiten anticipar alzas significativas de tipos de interés hacia el futuro, especialmente si las autoridades deciden enfrentar en serio el problema de la inflación. Ello sin duda impactará en los indicadores de desempeño del sector financiero.

A nivel sectorial, los bancos también están sufriendo los efectos de la aparición de cuellos de botella en el mercado laboral, dando lugar a dos efectos: por un lado, una elevada rotación de empleados, que en el sector se sitúa entre el 20% y el 30%, mientras que el incremento de los costes laborales llega al 20% en aquellas áreas donde la escasez de mano de obra cualificada para el sector financiero es mayor⁴.

Más allá de los desequilibrios que tienen lugar en el mercado laboral, es necesario recordar que la percepción de las instituciones rusas se torna más negativa en los últimos años, dejando al país en desventaja con respecto a los principales países emergentes. Sin embargo, la creciente intervención del Estado en la economía ha estado ligada principalmente a la industria energética, y no aparece como una gran amenaza para el sector bancario, donde el Estado goza de una posición dominante heredada de la era soviética. Esto ha permitido que la intromisión de los poderes públicos en el sector haya sido mínima⁵.

Por el contrario, otros factores cuyo efecto no se limita a una industria específica (corrupción, trabas administrativas al desarrollo empresarial, insuficiente protección de los derechos de propiedad, etc.) inciden de igual modo sobre las expectativas de desarrollo del sector financiero. Si reparamos en el mayor interés del nuevo

⁴ Evidencia a favor de ambos efectos aparece en Caplen (2007).

⁵ En agosto de 2007 se produce una de las excepciones más importantes en este sentido, cuando el principal banco privado en el área de crédito al consumo (Russian Standard) tuvo que reducir el interés aplicado a las operaciones de activo y eliminar algunas de sus comisiones, a requerimiento de varias entidades públicas.

gobierno con el entorno institucional, esperamos que algunas de estas consideraciones mejoren durante los próximos años y ayuden a la consecución de una regulación de la actividad empresarial más predecible. Incluso en este caso, y como consecuencia de la actitud del Ejecutivo con respecto a estos procesos, las reformas microeconómicas se caracterizarían por su parsimonia, siendo improbable una profunda – aunque necesaria- transformación del marco institucional durante los próximos años.

Resumen de Indicadores

	2004	2005	2006	2007
Crédito al sector privado / PIB	0.24	0.26	0.31	0.38
Depósitos Sector Bancario / PIB	0.07	0.08	0.10	0.12
Concentración bancaria*	0.20	0.17	0.20	0.20
ROA	2.9	3.2	3.2	0.8
ROE	20.3	24.2	26.3	6.6
Crédito en mora / crédito total	5	3.8	3.2	2.6
Ratio de solvencia (BIS)	17	16	14.9	16.8

*activos de los 3 bancos principales s/total

SEE BBVA

Fuente: FMI, Banco Mundial, fuentes nacionales



Demografía

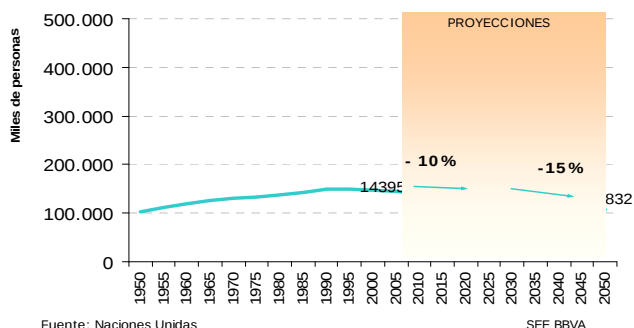
Julio 2008

Proyecciones de la población

Según los últimos datos de oficiales, la población rusa alcanzó 142,2 millones de habitantes en 2007, lo que hace de éste país el séptimo más poblado de la tierra.

Sin embargo, si nos fijamos en la evolución, vemos como la década pasada golpeó de manera muy dura al grueso de la población rusa. Desde 1992, el balance entre la tasa de natalidad y la mortalidad ha sido negativo, provocando una natural reducción de la población (un descenso de 6,1 millones desde 1990) que se espera que continúe en las próximas décadas. Según Naciones Unidas, en 2050 la población rusa será algo inferior a 110 millones de personas (lo que supone una disminución de aproximadamente 700.000 personas/año)

Proyecciones de la evolución de la población

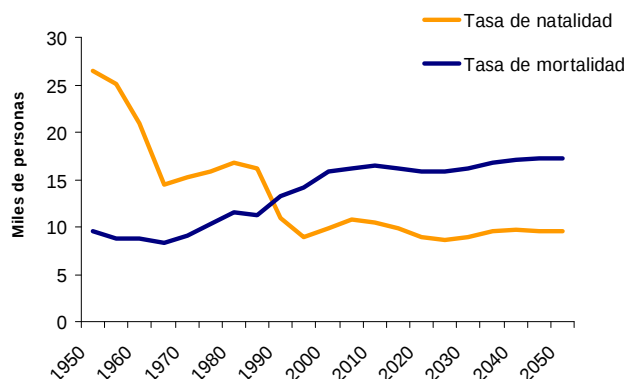


Transición demográfica

Rusia presenta un comportamiento demográfico atípico. La tasa de natalidad es apenas la mitad de la que se necesita para reemplazar la generación actual de padres y madres (1,1 vs. 2,1 hijos por pareja). Además, la tasa de mortalidad presenta una tendencia al alza (en contra de lo que se esperaría en un proceso de transición demográfica típico) y alcanza niveles muy elevados para los varones en edad de trabajar.

Por cada 1000 ciudadanos se registran 11,3 nacimientos y 15 muertes, y mientras esta situación continúe -en ausencia de inmigración- la población seguirá disminuyendo.

Tasas de natalidad y mortalidad, 1950-2050

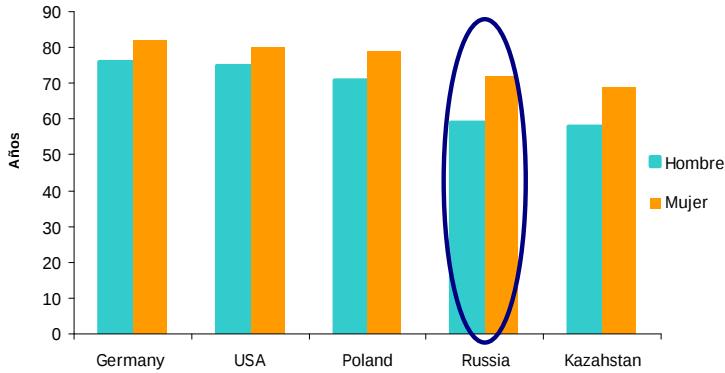


Población por sexo y edad

El factor principal detrás de esta evolución demográfica es la elevada tasa de mortalidad entre varones en edad de trabajar. Entre las principales causas de muerte podemos destacar el alcoholismo, la drogadicción, las enfermedades cardiovasculares, el SIDA y la tuberculosis; que hacen que la esperanza de vida de los rusos sea de tan sólo 65,3 años, con grandes diferencias entre sexos: 58,9 años para los hombres (14 años menos que un europeo occidental, cuando hace 14 años era de 70); y 72 para las mujeres.

La esperanza de vida en condiciones de buena salud es de 53 años para los hombres y 64 para las mujeres, reflejo de la difícil situación social del país y de la complicada situación financiera que está atravesando el sistema sanitario (escaso presupuesto, salarios bajos, falta de especialistas, falta de asistencia en zonas rurales),

Esperanza de vida al nacer, 2005

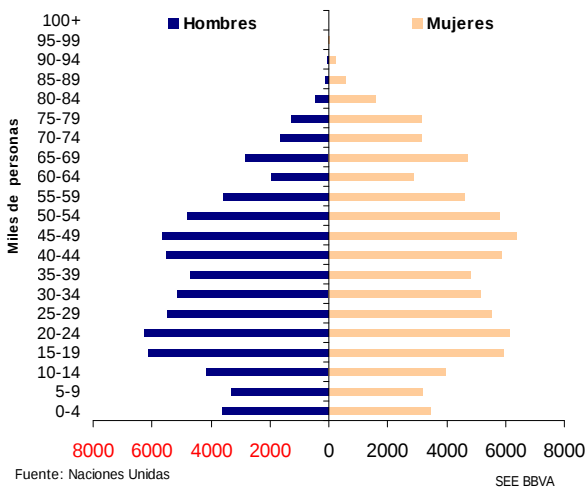


Fuente: Organización Mundial de la Salud

SEE BBVA

Todo ello hace que Rusia presente una situación demográfica paradójica en la que, por un lado, la población envejece y por otro, la elevada tasa de mortalidad disminuye la esperanza de vida.

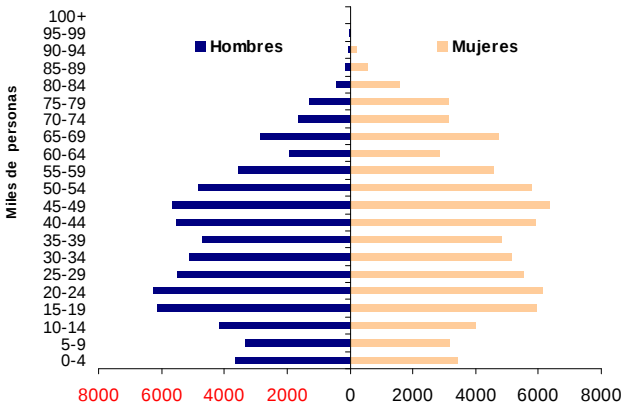
Piramide de poblacion en Rusia, 2005



Fuente: Naciones Unidas

SEE BBVA

Piramide de poblacion en Rusia, 2050



Fuente: Naciones Unidas

SEE BBVA

Flujos migratorios

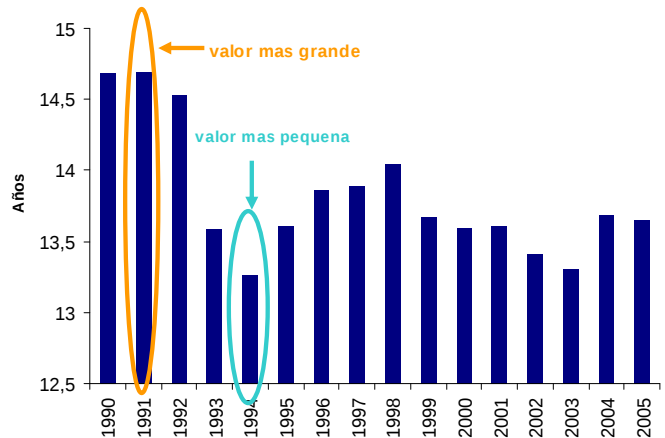
La inmigración desde mediados de los noventa está contribuyendo al aumento de la población. En 2007, se estima que llegaron a Rusia 240 mil personas procedentes en su mayor parte de las antiguas repúblicas soviéticas; principalmente de Kazajstán, Uzbekistán y Ucrania y cada vez más de Afganistán y China. Esta situación es nueva en Rusia, un país tradicionalmente de emigrantes.

Además, esta inmigración es minoritaria en comparación con la inmigración no registrada, que se estima que oscile entre los 7 y 14 millones de personas. La mayor parte (aproximadamente el 80%) procedentes de la Comunidad de Estados Independientes.

Iniciativas políticas

Parte de los problemas anteriores son consecuencia del colapso de la Unión Soviética. La recuperación económica ha tenido un impacto positivo sobre la tasa de natalidad que ha pasado de su nivel más bajo en 1999 (8,27 nacimientos por cada 1000 habitantes) a la tasa actual de 11,3 por mil, la más elevada de los últimos 25 años.

Esperanza de vida a los 65 años



Fuente: Organización Mundial de la Salud

SEE BBVA

Además, el gobierno, consciente del problema demográfico ha anunciado, dentro de sus Proyectos Nacionales, medidas para fomentar la natalidad, mejoras en educación y sanidad y acceso a la vivienda. Dependerá del arraigo de estos planes en la sociedad y de las políticas migratorias conseguir que el mapa demográfico cambie.

Sistema de pensiones

Rusia está en fase de transformación de su sistema de pensiones hacia un esquema multipilar, común en prácticamente todas las economías de Europa Central y del Este.

Este nuevo diseño, establecido en 2002, está conformado por un primer pilar público no contributivo; un segundo pilar obligatorio y contributivo, en el cual se complementan el régimen de reparto (público, financiado vía presupuesto federal) que concede pensiones básicas, con el régimen de capitalización individual (privado)¹; y un tercer pilar complementario privado y voluntario ofrecido por aseguradoras y fondos de pensiones privados. El segundo pilar acoge a más del 60% de la población activa y en el tercero participa únicamente un 8% de la fuerza laboral.

El tipo de cotización para financiar los dos primeros pilares se eleva al 28%. Pero aún así, la sostenibilidad del sistema público sigue siendo cuestionada debido al rápido envejecimiento de la población, a las bajas rentas de los pensionistas, a la todavía poca eficiencia del sistema y a las dificultades para alargar la edad de jubilación (60 años para los hombres y 55 para las mujeres) debido a la barrera que impone la baja esperanza de vida.

¹ El diseño del segundo pilar, combinando un sistema de reparto y prestación definida público con otro de capitalización individual y aportación definida privado es común a la mayoría de economía de Europa Central y del Este, y su funcionamiento se asemeja al vigente en Argentina y Uruguay.



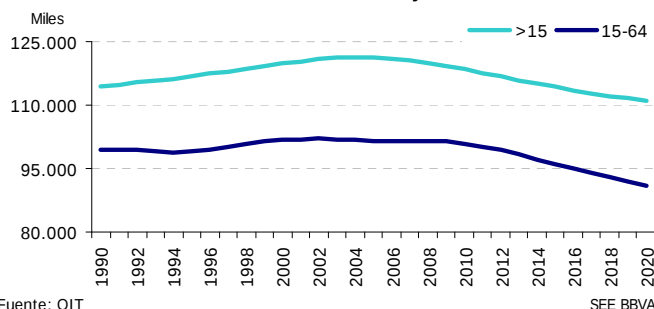
Mercado de Trabajo

Julio 2008

Población en edad de trabajar

El problema de restricción de mano de obra, derivado del entorno demográfico, es severo. Desde 2003 la población entre 15 y 64 años se está reduciendo. Esta evolución se mantiene incluso considerando una definición más amplia de población en edad de trabajar (15 años o más, incluyendo mayores de 64 años). En las economías industrializadas, según las proyecciones de Naciones Unidas, se estima que la población entre 15 y 64 no se reducirá hasta 2015, y la población mayor de 15 años hasta dentro de más de tres décadas.

Población en edad de trabajar en Rusia



Fuente: OIT

SEE BBVA

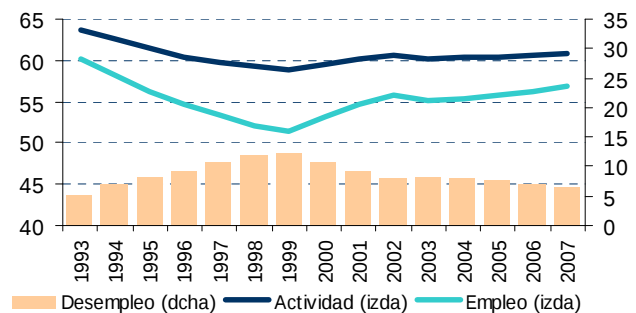
Tasa de paro, actividad y empleo

La notable reducción de la tasa de paro (desde el 12,4% en 1999 hasta el 6,6% en 2007) y el aumento de la población activa (60,8% en 2007, frente a 58,8% en 1999) han permitido compensar esta desfavorable evolución demográfica. Gracias a ello, la tasa de empleo (ocupados/población mayor de 15 años) ha aumentado desde finales de la década de los noventa hasta 56,7% en 2007, similar al promedio de la OCDE. A futuro no se advierten márgenes significativos de reducción del desempleo o de aumento de la participación laboral¹.

¹ La tasa de participación femenina es, de hecho, superior al promedio de la OCDE gracias a la elevada actividad en el tramo de edad 25-54 años (86,3% en 2006, frente a 77,2% en la OCDE). Tan sólo se advierte un diferencial negativo de Rusia respecto de las economías más industrializadas en el tramo 55-64 años (en torno a diez puntos porcentuales), así como entre los hombres entre 25 y 54 años (siete puntos).

Por ello, la contribución de la población al aumento del PIB se reducirá en torno a un punto porcentual anual (entre 1990 y 2006, la población aumentó 0,4% en promedio, mientras que entre 2007 y 2020 se proyecta una caída anual de 0,6%).

Tasa de actividad, paro y empleo



Fuente: OIT

SEE BBVA

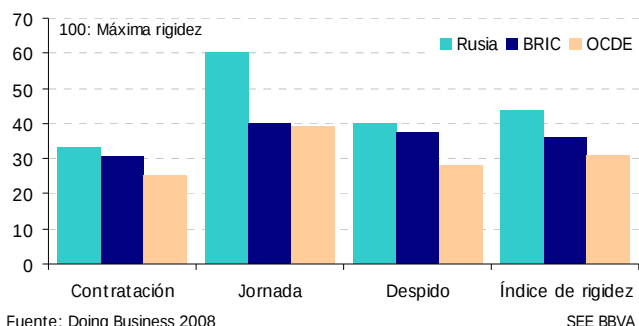
Flexibilidad laboral

El mercado de trabajo en Rusia es poco flexible, en línea con las rigideces en el conjunto de la economía. Según el índice de regulación laboral elaborado por el Banco Mundial (*Employing workers*), el mercado de trabajo en Rusia se sitúa en la posición 101 en términos de flexibilidad (en un total de 178 mercados laborales analizados).

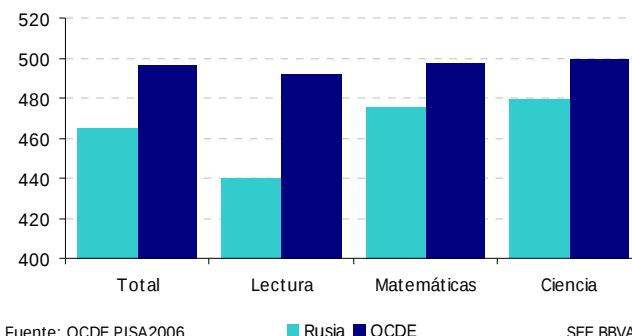
La regulación es en general más rígida que el promedio de la OCDE y de los BRICs (Brasil, Rusia, India y China), en especial en materia de jornada laboral, y en el nivel de costes no salariales (esencialmente, cotizaciones sociales). En cambio, los costes de despido son menores al promedio.

En todo caso, esta posición es similar a la del resto de ámbitos determinantes del clima de negocios (*Ease of Doing Business*). Así, Rusia se sitúa en la posición 106 en términos de facilidad para hacer negocios.

Rigidez del mercado de trabajo en Rusia



Calidad del sistema educativo en Rusia



La economía informal proporciona cierta flexibilidad adicional al mercado. El nivel de economía sumergida/informal se eleva aproximadamente al 47% del PIB, según las estimaciones de Schneider, F. (2007): "Shadow Economies and Corruption All Over the World: New Estimates for 145 Countries", *Economics E-journal*, July). Este nivel es significativamente más elevado que el de las economías más prósperas de la OCDE (donde alcanza aproximadamente el 15%) y es consistente con el menor nivel de renta, con la más estricta regulación laboral y con las elevadas cotizaciones sociales.

Capital humano

La mano de obra tiene una notable dotación de capital. La proporción de trabajadores con estudios secundarios (aproximadamente dos tercios) y terciarios (en torno al 25%) sitúa a Rusia entre las economías con una fuerza laboral más cualificada, en niveles similares a los de, por ejemplo, Alemania.

Los retos parecen centrarse en la mejora del propio sistema educativo. Así, según la encuesta del *Programme for International Student Assessment* (PISA 2006, OCDE), que evalúa la formación de estudiantes menores de 16 años en lectura, ciencia y matemáticas, el sistema educativo se clasifica en el puesto 36 de los 57 analizados (sexto decil). La principal desventaja radica en lectura (posición 39, séptimo decil), a pesar de cierto avance respecto al estudio PISA de 2003. En el resto de materias, si bien se mantienen por debajo del promedio de la OCDE, los indicadores son similares a España.

Resumen de indicadores

Rusia. Principales indicadores laborales

	1996-2000	2001-2005	2006	2007
Población				
Millones personas	147.325	144.606	142.537	141.900
Activos				
Millones personas	70.652	73.014	73.337	73.368
Ocupados				
Millones personas	63.550	66.336	69.116	69.929
Tasa de paro				
%	11,0	8,2	7,2	7,2
Informalidad				
% Empleo	---	13,9	---	---
% PIB	46,1	47,9	---	---
Flexibilidad				
Doing Business Ranking	---	---	102 / 178	101 / 178
Capital humano				
PISA Ranking	---	---	36 / 57	---
Escolarización secundaria	65,3	67,0	---	---
Escolarización terciaria	16,1	24,5	---	---

Fuente: RosStat, OIT, WB-Doing Business 2008, OECD-PISA 2006 y Schneider (2007)



Energía

Julio 2008

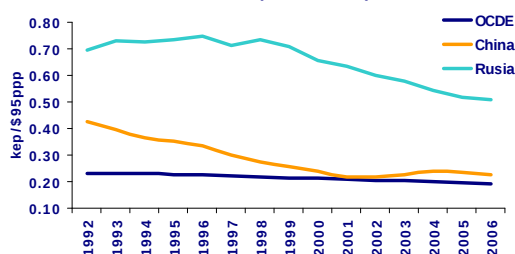
Recursos naturales

Rusia posee un 25% de las reservas mundiales de gas natural, un 17% de las reservas de carbón y un 5% de las reservas de petróleo (Enerdata). Actualmente es el principal productor y exportador de gas del mundo, el segundo productor y exportador de petróleo y el cuarto productor de carbón (tras China, los EEUU e India).

La economía rusa depende en un alto grado de la energía, especialmente de los sectores del petróleo y del gas, que conjuntamente proporcionan cerca de un cuarto del PIB nacional, la mitad de los ingresos públicos y el 65% de los ingresos por exportaciones.¹

Asimismo, tanto el consumo de energía por habitante como por unidad de PIB se encuentran entre los más elevados del mundo. Más allá de las condiciones climatológicas desfavorables, los principales responsables del excesivo consumo energético son la baja eficiencia energética de la industria y el sector eléctrico y los bajos precios domésticos de la energía, especialmente del gas y la electricidad.

Evolución de la intensidad energética en varias áreas económicas (1990-2006)

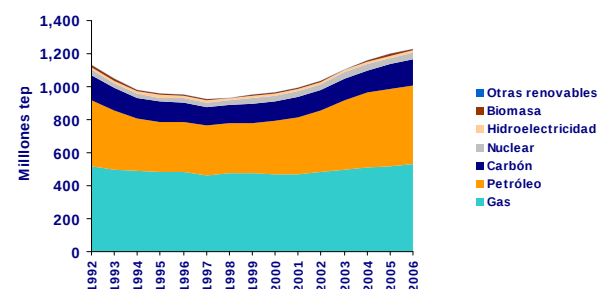


Fuente: Enerdata

SEE BBVA

En torno al 95% de las necesidades de energía primaria, son cubiertas con energías fósiles, principalmente gas y petróleo y casi el 50% de la electricidad se produce con gas. El peso de las energías renovables, incluida la gran hidráulica es reducido y no existen perspectivas de aumento significativo en el futuro.

Evolución del mix de energía primaria. Rusia 1992-2006



Fuente: Enerdata

SEE BBVA

Sector del petróleo

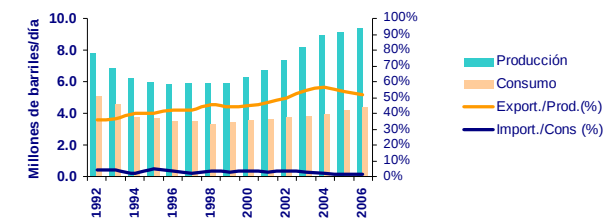
En los años 80 Rusia llegó a producir más de 11 millones de barriles de crudo al día (mmbbl/d). Sin embargo, tras la caída de la Unión Soviética la producción cayó hasta los 6mmbbl/d debido a un mantenimiento insuficiente de los pozos y al colapso de la demanda industrial.

Posteriormente, la privatización llevada a cabo a finales de los 90 atrajo el capital privado destinado a modernizar las técnicas e infraestructuras heredadas de la etapa soviética, principalmente en Siberia Occidental. Como consecuencia, la producción de petróleo volvió a aumentar rápidamente, alcanzando un nuevo máximo de 9,9 mmbbl/d en octubre de 2007. Desde entonces presenta una pauta de ligero retroceso y es poco probable que en los próximos años Rusia llegue a producir más de 10 mmbbl/d de manera sostenida.²

² Existe mucha incertidumbre acerca de la cantidad real de reservas de petróleo y gas de Rusia y probablemente sólo el gobierno ruso conozca la cifra real. Las estimaciones públicas disponibles van desde los 70Gb reconocidos por la mayoría de bases de datos hasta los 170 Gb, que incluyen el potencial de Siberia Oriental y el Ártico. Con 70Gb de reservas, la producción rusa debería comenzar a disminuir de manera irremediable en breve y a tasas superiores al 4%, mientras que con 170 Gb Rusia podría aumentar su producción hasta 2035 si fuera capaz e movilizar el capital necesario. Un escenario intermedio, de 120 Gb, se revela como el más plausible ya que permitiría a Rusia mantener su producción actual hasta 2015-2020, momento a partir del cual comenzaría a decrecer a una media de 4%-5% anual. Este perfil de producción es compatible con la actual situación y además permitiría maximizar las grandes inversiones en infraestructuras de transporte y producción que deberán acometerse en los próximos años.

¹ The Economist, Country Profile 2008.

Balance de petróleo. Rusia 1992-2006



Fuente: Enerdata

SEE BBVA

La desaceleración reciente de la producción se ha relacionado con el creciente intervencionismo estatal. Desde 2004, uno de los principales objetivos del gobierno ruso ha sido recuperar el control sobre los recursos energéticos del país mediante la creación de campeonatos nacionales públicos, como Rosneft (24% de la producción nacional de petróleo)³ y Gazprom (84% de la producción nacional de gas). En los últimos años sendas empresas han destinado gran parte de sus recursos financieros a la compra de activos estratégicos (Yukos, Sibneft y otros) en detrimento de la inversión en exploración y expansión de la capacidad de producción.⁴ El elevado endeudamiento de estas empresas ha llevado a algunos analistas a cuestionar su capacidad para acometer las inversiones necesarias para mantener el actual nivel de producción en el medio plazo.⁵

Por su parte, el capital privado, enfrentado a un entorno relativamente hostil, con elevada incertidumbre regulatoria y una creciente presión fiscal⁶ ha practicado una política de inversión conservadora, limitándose a explotar al máximo los yacimientos de Siberia Occidental.

Las dudas acerca de la capacidad de Rusia para mantener su actual nivel de producción se extienden al largo plazo. A los problemas crecientes para mantener la producción en Siberia Occidental (agotamiento de los principales yacimientos,⁷ escaso margen para aumentar las tasas de recuperación, fuerte presión fiscal, inflación de costes creciente, etc.) se suman las dificultades técnicas y económicas para explotar de manera rentable las regiones con mayor potencial de crecimiento futuro: yacimientos marinos del Ártico, mar del Japón (Sakhalin) y mar de Barents (Shtokman) así como los yacimientos

³ Entre 2005 y 2007 la cuota de producción del sector privado pasó del 89% al 61% Institute of Energy Policy, 2006)

⁴ Según el Institute of Energy Policy, las inversiones en ampliación de la capacidad de producción acometidas por Gazprom en 2007 fueron un 50% inferiores a lo previsto en su plan estratégico.

⁵ No obstante, ambas empresas cuentan con importantes flujos de caja y, llegado el caso, con el respaldo del Fondo de Estabilización.

⁶ Por encima de los 25\$/bbl el gobierno ruso retiene cerca del 90% de los ingresos obtenidos por barril de crudo producido. Las empresas verticalmente integradas recuperan una parte de los ingresos con los márgenes crecientes obtenidos en la fase de refino (la exportación de productos refinados se enfrenta a una menor carga fiscal que el crudo), pero en cualquier caso el gobierno ruso retiene entorno al 80% de los ingresos globales del sector petrolero.

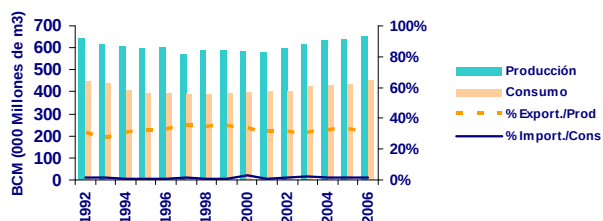
⁷ Se estima que tres cuartas partes de los yacimientos en explotación (concentrados en Siberia Occidental, Urales-Volga y Timan-Pechora) ya han entrado en fase de declive, con tasas de disminución anual de la producción del 3%-7%.

en tierra firme de Siberia Oriental y la península de Yamal. Los costes inicialmente estimados de desarrollo de los yacimientos petroleros de Siberia Oriental, por ejemplo, exceden los 20.000 millones de dólares.

Gas natural

En el sector del gas la preocupación se centra en el corto y medio plazo dado que el volumen de reservas es superior al del petróleo. No obstante, aunque Gazprom ha aumentado recientemente su inversión en desarrollo de la producción, varios expertos han señalado que las ampliaciones de capacidad previstas para los próximos años sólo bastarán para compensar la disminución natural prevista en los campos existentes y aumentar ligeramente la producción total. Se estima que Gazprom sólo podrá hacer frente a sus compromisos de exportación si la demanda doméstica de gas natural crece por debajo del 1% anual hasta 2010.

Balance de gas natural. Rusia 1992-2006



Fuente: Enerdata

SEE BBVA

Dado que en el periodo 2000-2006 la demanda doméstica de gas natural creció por encima del 2% anual, no se puede descartar un escenario de desabastecimiento interno y/o de restricción de las exportaciones de gas ruso en el medio plazo a menos que se de alguna de las siguientes circunstancias: (i) aumento considerable de la producción privada, (ii) descenso notable de la demanda interna como reacción ante el incremento previsto en las tarifas del gas⁸ o, (iii) que se importe gas procedente de Asia Central.

Nuevas medidas de estímulo a la producción

El gobierno comienza a mostrarse más consciente de los problemas de los sectores del petróleo y el gas y ha anunciado que aumentará el porcentaje del presupuesto público destinado a exploración (actualmente del 0,5%). En el ámbito regulatorio, las medidas legales y fiscales que se adopten en los próximos dos años resultarán claves para el futuro de los sectores del petróleo y del gas. Recientemente, el Ministerio de Finanzas ha propuesto un paquete de medidas fiscales para estimular la producción de petróleo y gas que podría ser aprobado por la Duma antes de finalizar el verano. Entre otros, se propone congelar el impuesto sobre la producción de gas

⁸ Los precios domésticos del gas se sitúan un 80% por debajo de la media mundial. Para eliminar este desfase, el gobierno ruso prevé aumentar el precio industrial un 200% hasta 2011 y el residencial un 27% hasta 2009.

hasta 2011 y aumentar el mínimo exento gravable sobre la producción de petróleo, desde los actuales 9 \$/bbl a 15 \$/bbl, a partir de 2009. Así mismo, se contempla conceder exenciones fiscales por un período de entre 10 y 15 años a aquellas empresas que inviertan en la exploración y desarrollo de los yacimientos marinos y de Siberia Oriental y se propone también reducir la carga fiscal sobre los productos refinados de mayor calidad.⁹

Aunque el alcance de las medidas es modesto (se estima que supondrá una inyección de 4200 millones de dólares en la industria a partir de 2009), constituye un primer paso en la buena dirección y no se puede descartar que el paquete finalmente aprobado incorpore medidas más ambiciosas. El ministro de energía señaló recientemente que el gobierno podría considerar la introducción de *Production sharing agreements* (PSAs) para estimular el desarrollo de grandes proyectos en las nuevas cuencas si los estímulos fiscales se muestran insuficientes.¹⁰

Así mismo, se acaba de aprobar una “Ley de Inversión Extranjera” que exige la aprobación del gobierno ruso para cualquier compra superior al 5% ó 10% del capital de una empresa rusa por parte de una empresa extranjera pública o privada respectivamente. No es probable que la nueva ley afecte negativamente al clima inversor dado que se limita a formalizar las reglas del juego imperantes hasta ahora en la industria energética.

Por último, la Duma ha introducido una serie de cambios en la “Ley de uso del subsuelo” que previsiblemente impulsarán la firma de un mayor número de acuerdos público-privados dado que las empresas públicas retendrán al menos un 50% del control en los proyectos de desarrollo de nuevos campos gigantes y marinos.

Oportunidades de inversión

Las necesidades de inversión acumulada en el sector de la energía hasta 2030 son colosales. Según la Agencia internacional de la Energía, el país deberá invertir un total de 0,6 billones (10¹²) de dólares en el sector del petróleo, 0,3 billones de dólares en el del gas, 0,4 billones en electricidad y 30.000 millones en el del carbón, incluyendo infraestructuras de producción, transporte y distribución. No obstante, el sector privado estima que será necesario invertir 1 billón de dólares en el mismo horizonte para mantener el actual nivel de producción.

Se estima que la reposición total de las reservas de petróleo hasta 2020 requerirá una inversión total de 160.000 millones de dólares, la mitad de los cuales serán invertidos en Siberia Occidental (casi todo el sector

privado) y un 5% en Siberia Oriental (80% el sector privado). La participación media del estado en las inversiones previstas ascenderá al 12%.

En gas, se espera que para 2020 un 30% de la producción de Gazprom provenga de la península de Yamal y el campo super gigante de Shtokman, en el mar de Barents. Para desarrollar estos proyectos Gazprom deberá invertir más de 75000 millones de dólares en Yamal y 6000 millones de dólares en la primera fase de Shtokman (correspondiente a una participación del 50%).¹¹ La compañía ha declarado que el desarrollo de ambos proyectos es ahora prioritario y ha anunciado un fuerte aumento de la inversión, que en 2008 ascenderá a 4.200 millones de dólares.

Las necesidades de inversión también son elevadas en el ámbito de las infraestructuras de transporte de petróleo y gas. Las redes de oleoductos y gasoductos controladas, respectivamente, por los monopolios estatales Trasneft y Gazprom,¹² presenta una edad avanzada (más del 60% de los gasoductos de Gazprom superan los 20 años de edad) y/o se encuentra próxima a su nivel de máxima utilización (cantidades crecientes de petróleo están siendo exportadas en tren hasta China y los puertos del mar Negro). Las inversiones de renovación y sustitución que ya hay en marcha (*Baltic Pipeline System*) parecen insuficientes para abastecer la demanda prevista y todo apunta a que en la próxima década será necesario acometer cuantiosas inversiones adicionales. Sin embargo, el gobierno ruso se mantiene contrario a permitir que las empresas privadas se involucren en la construcción de nuevas infraestructuras de transporte en territorio ruso.

Adicionalmente, existe mucha incertidumbre en torno a los numerosos proyectos de construcción de oleoductos y gasoductos internacionales (Nordstream, South Stream, Nabucco, Blue Stream, East-Siberian Pacific Ocean, Novorossiysk-Bulgaria) algunos de los cuales rivalizan entre sí. La mayoría de ellos permanecen aún en fase de propuesta y todo indica que no se producirán avances significativos hasta que la construcción de nuevos yacimientos y las negociaciones internacionales avancen.

Los costes iniciales de desarrollo del tramo internacional del gasoducto Nordstream, que conectará Rusia con la Unión Europea a través del mar Báltico, se han estimado en 12.000 millones de dólares (de los cuales algo más de la mitad corresponden al tramo internacional) aunque se espera que sean revisados al alza en el futuro debido al aumento de los costes operativos.

⁹ El sector petrolero ruso es gravado con cuatro impuestos específicos: extracción; exportación, producción y consumo final. La recaudación fiscal de los dos primeros se deposita en un Fondo de Estabilización, gestionado por el gobierno. A finales de 2007 este fondo había acumulado 0.157 billones de dólares (12% del PIB). Desde febrero de 2008 el Fondo ha sido dividido en dos partes. De éstas, el nuevo Fondo de Reservas parte con el 80% de la dotación del Fondo de Estabilización y en adelante recaudará los ingresos fiscales de los sectores del petróleo y el gas.

¹⁰ El sistema de PSAs no grava ingresos, sino beneficios.

¹¹ Gazprom publicará en otoño su nuevo plan de desarrollo a 2030.

¹² Tanto Transneft como Gasneft han alegado a menudo restricciones de capacidad para negar a las empresas privadas el acceso a sus redes, dejándoles con la única alternativa de vender su producción de gas a Gazprom (a un precio reducido) o transportar el petróleo en tren hasta los centros de exportación, incurriendo en unos costes de transporte un 30% superiores. La autoridad de política de la competencia rusa está trabajando en el diseño de reglas que eviten este tipo de situaciones garantizando el libre acceso de terceros a la red nacional de oleoductos y gasoductos.