

## FOCUS · Rússia: fora de la zona de risc emergent?

Quan, al maig del 2013, la Reserva Federal va començar a concretar com seria el procés de normalització de la seva política monetària, els inversors es van començar a preocupar per la mala situació de certs emergents, que aviat van ser agrupats sota l'etiqueta de «fràgils». Un dels integrants del grup era Rússia. Rússia havia experimentat un període de creixement robust entre el 2005 i el 2012 (el 4,1% de mitjana anual), tot i que va fer-ho acumulant tensions inflacionistes (la inflació va ser del 9,7% anual en aquest mateix període). Per acabar-ho de complicar, a partir del 2013, l'activitat va perdre ritme i els preus van continuar creixent a taxes elevades.<sup>1</sup> Partint d'aquesta situació de feblesa prèvia, el país va entrar el 2015 en una greu recessió, a causa de dos factors: la caiguda del preu del petroli i del gas i l'aplicació de sancions econòmiques per part de la Unió Europea i dels EUA, arran del conflicte d'Ucraïna. Quines són ara les seves perspectives immediates? S'allunyarà de la zona de risc emergent?

Per respondre aquestes qüestions, revisem tres possibles fonts de vulnerabilitats: la que emergeix de l'entorn exterior, la que deriva de la situació interna i l'originada pels condicionants geopolítics. Pel que fa al primer d'aquests àmbits, preocupa l'impacte que puguin tenir a Rússia els efectes últims del procés de normalització monetària nord-americana en forma d'un enduriment de les condicions financeres internacionals i d'una possible continuïtat del procés d'apreciació del dòlar. Es tracta d'un front en què diversos emergents són lluny d'una posició sòlida. Rússia, en canvi, s'allunya del patró típic de l'«emergent fràgil». Enfront del desequilibri exterior habitual, Rússia manté un folgat superàvit per compte corrent (el 5,0% el 2015) i, mentre que altres emergents afronten la situació amb poques reserves, disposa de prou reserves internacionals per cobrir sense dificultats el deute extern a curt termini. Així i tot, preocupa que, en un context d'increment del deute total (el 99,4% del PIB al final del 2015), en especial del corporatiu, la proporció d'aquest últim denominat en divisa estrangera hagi augmentat fins a quotes superiors a la mitjana dels emergents.

Però, malgrat que no sembla que les vulnerabilitats externes siguin exagerades, les internes són figures d'un altre paner. La inflació es va situar, el 2015, en un elevat 15,5%. El rebot inflacionista va ser conseqüència de la notable depreciació del ruble, que va encarir els preus dels béns importats, i de l'efecte de l'embargament d'aliments de la UE, que va forçar Rússia a aprovisionar-se internacionalment a preus més alts. Malgrat que, el 2016 i el 2017, aquests dos factors tindran un efecte menor, la qual cosa

1. El 2013 i el 2014, el creixement va ser, només, de l'1,3% i del 0,7% i la inflació, del 6,8% i del 7,8%, respectivament.

afavorirà una relativa reconducció de la inflació, els nivells previstos continuen sent alts. Així mateix, el front de les finances públiques s'ha deteriorat ràpidament, arran, en gran part, de la caiguda dels ingressos fiscals propiciada pel descens dels preus energètics.

La situació de feblesa interna s'ha agreujat arran de la participació russa en diferents focus de tensió territorials (Ucraïna-Crimea, primer, i Síria, després). En conseqüència, la UE i Rússia s'han embolicat en un procés de sancions mútues, a les quals s'han afegit les de Rússia a Turquia. Aquesta dinàmica ha comportat, des de la perspectiva russa, dificultats d'operativa internacional per als seus bancs i la necessitat d'acceptar subministraments exteriors més cars. Llevat que els dos conflictes facin un gir substancial, l'escenari més probable és que, el 2016, les sancions es mantinguin.

Rússia té marge de maniobra de política econòmica per afrontar aquestes vulnerabilitats? Escàs. La política monetària està «atrapada» entre objectius contraposats: si opta per fer prevaler, mitjançant una política monetària restrictiva, la recuperació de la credibilitat antiinflacionista perduda, el procés de sortida de la recessió es pot allargar. La política fiscal també afronta exigències de difícil conciliació, ja que tracta de combinar un cert suport a l'economia (concentrat, a la pràctica, al sector bancari), de mantenir la despesa militar i de reequilibrar els comptes.

En resum, l'evolució econòmica de Rússia depèn, en gran part, del fet que els dos factors que la van afectar negativament (primeres matèries i sancions) es mitiguin. Atesos els escenaris considerats sobre els preus de les primeres matèries, que preveuen una recuperació gradual de les cotitzacions, sembla que el primer és factible. El segon serà més difícil, atès que els conflictes internacionals oberts són lluny de resoldre's. Si, a més a més, s'hi afegeix un marge de política econòmica estret, sembla que, de cara als propers temps, és prematur excloure Rússia dels emergents en zona de risc.

### Rússia: principals indicadors macroeconòmics

	2005-2012	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Creixement del PIB real (%)	4,1	1,3	0,7	-3,7	-1,1	1,3
Inflació IPC (%)	9,7	6,8	7,8	15,5	7,5	5,7
Saldo compte corrent (% del PIB)	5,8	1,5	2,9	5,0	4,2	5,1
Saldo fiscal (% del PIB)	2,3	-1,2	-1,1	-3,5	-4,4	-3,0
Deute públic (% del PIB)	10,4	13,1	16,3	17,7	18,4	19,4

Nota: (p) Previsions.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.