

La economía rusa después de la crisis financiera de 1998

ENRIQUE PALAZUELOS MANSO*

MARÍA JESÚS VARA MIRANDA**

En los últimos tres años Rusia viene registrando los mejores resultados económicos de la última década. Es decir, ha sido después del estallido de la crisis financiera, en el verano de 1998, cuando la economía ha obtenido las cifras macroeconómicas más favorables desde que se inició el periodo de reformas en 1992. En este artículo se analizan las razones de ese comportamiento reciente con el propósito de explicar cuáles son los factores que han conducido a tales resultados, determinando su relación con la política económica de las autoridades a partir de la crisis financiera.

El trabajo está dividido en seis apartados. En los dos primeros se sintetizan los elementos que condujeron a la crisis financiera y las medidas dispuestas por los gobernantes rusos para encarar las consecuencias de la crisis. Los dos apartados siguientes exponen los factores que han hecho posible la recuperación del crecimiento y cierta corrección de los equilibrios básicos de la economía en el intervalo 1999-2001. El quinto muestra los obstáculos estructurales que limitan el desenvolvimiento del sistema financiero. Finalmente, el último apartado formula un diagnóstico de la situación actual a tenor de los resultados alcanzados y de las incertidumbres que se ciernen sobre el proceso económico para los próximos años.

Palabras clave: política económica, crisis financiera, estabilidad monetaria, Rusia.

Clasificación JEL: E61.



COLABORACIONES

1. Determinantes de la crisis financiera

El trauma financiero que sufrió México en diciembre-94 supuso la inauguración de un nuevo tipo de crisis de pagos surgido en el contexto de lo que se denomina la «globalización económica», caracterizada en primer término por la profunda internacionalización del capital financiero. Después del «tequilazo», el escenario de la crisis se trasladó a Asia Oriental, Rusia, Brasil, Argenti-

na y otros países menos desarrollados, presentando algunos elementos diferenciales a la vez que notables rasgos comunes. En particular, las experiencias de Rusia y de esos países latinoamericanos muestran una misma secuencia recurrente a lo largo de tres fases.

En una primera fase aparecen los factores que desatan una dinámica de endeudamiento externo de los agentes económicos nacionales. El gobierno incrementa la emisión de títulos de deuda en moneda nacional y en divisas —en parte para pagar deudas anteriores—, mientras que los bancos y/o las empresas reciben préstamos extranjeros. Para facilitar el acceso a esos recursos externos las autoridades liberalizan los movimientos de capitales y permiten la realización de opera-

* Catedrático de la Universidad Complutense de Madrid.

** Profesora titular de la Universidad Autónoma de Madrid.

Una primera versión de este trabajo fue presentada en el Segundo Seminario de Economía Financiera celebrado en el Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México, celebrado los días 2 a 4 de abril de 2002.

ciones financieras que hasta entonces estaban reguladas por la normativa estatal. Simultáneamente, bajo los auspicios del Fondo Monetario Internacional que colabora con las autoridades en la implementación de programas estabilizadores, se promueve una política monetaria restrictiva que limita severamente la emisión de dinero y se instaura un régimen cambiario (con tasas nominales fijas o con corredores deslizantes, según los casos) que origina la apreciación real de la moneda nacional.

Durante la segunda fase se acentúa la espiral de sobreendeudamiento externo debido a que persisten los factores que desataron esa dinámica (déficit del presupuesto estatal; debilidad financiera de los bancos y empresas) a los que se suman las obligaciones de pago derivadas del aumento de las deudas exteriores contraídas en la fase anterior. El gobierno continúa emitiendo deuda pública y recurre a mayores préstamos externos, igual que hacen los bancos, promoviendo la entrada creciente de capital a corto plazo. El fuerte aumento de capital externo presiona sobre la situación monetaria interna y las autoridades encuentran más dificultades para gestionar el flujo de liquidez de la economía a la vez que arrecian las tensiones sobre la tasa de cambio, emplazando al banco central a un mayor gasto de divisas para defender la estabilidad nominal de la moneda.

Finalmente, en una tercera fase sobreviene la crisis financiera. Los deudores internos no generan ahorro suficiente para atender el servicio de la deuda externa por lo que precisan de mayores aportaciones de capital exterior (1), en tanto que el banco central encuentra más dificultades para mantener la paridad, o el deslizamiento suave de la moneda. La reserva de divisas merma considerablemente y el capital externo recela tanto de la solvencia de los deudores para afrontar sus pagos, como de la capacidad del banco central para sostener a su moneda. En un momento dado, esos

recelos dan lugar a un movimiento brusco, efecto *herding*, que supone la retirada masiva de capital extranjero, secundado por gran número de inversores nacionales, que liquidan sus posiciones en los mercados financieros del país (deuda pública, préstamos, bolsa) y provocan un ataque especulativo contra la moneda nacional.

Ese movimiento compulsivo acelera la crisis financiera que se plasma en primera instancia en dos consecuencias inmediatas: de un lado, el impago de las obligaciones de la deuda externa por parte del gobierno y otros deudores nacionales; de otro lado, la devaluación de la moneda ante la imposibilidad de defender su cotización por parte del banco central. En segunda instancia, la crisis expande sus efectos multiplicadores sobre la economía: impagos generalizados en el interior del país, paralización de los mercados financieros, agonía del sistema bancario, rebrote de tensiones inflacionistas y contracción de la actividad. La fuerte devaluación de la moneda (con una pérdida nominal del 70 por 100 en el caso ruso) implica una desvalorización de los activos nacionales y un encarecimiento de la deuda externa, de modo que las autoridades nacionales solicitan nuevos préstamos que, concedidos por el FMI (o Estados Unidos en el caso de México-95), exigen la implementación de nuevos programas de estabilización y liberalización para corregir los desequilibrios monetarios de la economía y «recuperar» la confianza en el país de los mercados financieros internacionales.

El estereotipo de esa secuencia se resume para la crisis rusa (2) en los diagramas 1 y 2, teniendo como rasgos adicionales más destacados: a) la trayectoria contractiva de la inversión y de la producción que se arrastraba desde 1992, b) la gran deuda externa que asumió Rusia de la antigua Unión Soviética y que se encontraba en moratoria



COLABORACIONES

(1) A finales de 1997, la deuda emitida por el gobierno ruso en bonos denominados en rublos (GKO-OFZ) suponía el 15,5 por 100 del Producto Interior Bruto —frente a menos del 1 por 100 en 1994—. El 40 por 100 estaba en manos de inversores no residentes, por un valor equivalente a 15.000 millones de dólares, que era superior a la reserva de divisas del país.

(2) El proceso detallado de la crisis financiera rusa se expone en PALAZUELOS y FERNÁNDEZ (2002; pp. 83 a 127) y en PALAZUELOS: «Características financieras de la economía rusa», capítulo elaborado para el libro *Economía financiera contemporánea*, coordinado por Eugenia Correa y Alicia Girón, pendiente de publicar por la Universidad Nacional Autónoma de México. También pueden consultarse: ARKHIPOV (1999), BROWN (1999), BUCHS (1999), DYKER (2000), GRANVILLE (1999), ILLARIONOV (2000), LIASKO (1999), SAPIR (1999,1999A), SLAY (1999) Y TIKHAMIROV (2000).

negociada con los acreedores de los clubes de París y Londres, *c*) la permanente crisis política que vivió el país bajo la presidencia de Borís Yeltsin, *d*) el deterioro de los precios internacionales del petróleo y el gas natural, que aportaban casi la mitad de los ingresos por exportaciones y más de un tercio de los ingresos fiscales y *e*) el efecto de contagio que provocó la crisis asiática entre los inversores extranjeros y nacionales (3) desde el otoño de 1997.

Ignorando que, como señala Lawrence Klein (4), la estabilización monetaria se haya relacionada con el crecimiento, el nivel de empleo, la distribución del ingreso, la provisión de bienes y servicios básicos y las infraestructuras, el gobierno ruso y el FMI habían consensuado en 1995 un programa caracterizado por una obstinada persecución de la estabilidad monetaria «a cualquier precio». La paradoja máxima del fiasco provocado por ese programa quedó patente en el verano de 1998, cuando los precios no crecían (con una inflación interanual del 6 por 100) pero las condiciones de iliquidez paralizaban al Gobierno, a los bancos y a las empresas, que se encontraban sin recursos para pagar sus deudas y para continuar con sus actividades propias (5). Se había configurado una «economía de papel» en la que el valor de los títulos de deuda pública era superior a la cantidad de moneda y otros activos líquidos en circulación.

2. La estrategia del nuevo gobierno frente a la crisis

La crisis desatada a partir del 16 de agosto de 1998 se acompañó semanas después de una nueva crisis política decidida por Yeltsin cuando destituyó

al inoperante Sergei Kiriyenko y, presionado por el Parlamento, nombró a Evgeni Primakov como jefe de gobierno y a Víctor Guerashenko como responsable del Banco Central. Aquel *impasse* de varias semanas sin gobierno supuso un retraso en la adopción de medidas anti-crisis, pero a la postre tendría un efecto benéfico pues los nuevos dirigentes se dispusieron a encarar la situación desde unos planteamientos ciertamente inauditos, tanto en la reciente historia rusa como en otras experiencias de países sometidos a crisis financieras similares.

El gobierno de Primakov adoptó una estrategia que supeditaba el pago de la deuda y la política de estabilización a tres prioridades nacionales: recuperar el crecimiento económico, mejorar el funcionamiento institucional de la economía y restablecer el sistema interno de pagos (6). De ese modo, su debilidad como deudor se vio compensada con su fortaleza como poder político a la hora de establecer las bases de negociación con los acreedores (nacionales y extranjeros) de títulos públicos suscritos en rublos. El resultado de esa actitud fue que los bonos impagados y los que estaban pendientes de vencimiento en los meses siguientes se convirtieron en nuevos bonos cuyo plazo de amortización se ampliaba en varios años y cuyo valor real era muy inferior (del 12 por 100 al 1 por 100 del PIB), pues su nominal sufriría las consecuencias de la inflación y de la devaluación de la moneda.

El gobierno intentó negociar con esa misma orientación la deuda externa. Su propuesta consistía en una condonación parcial de la deuda de la antigua URSS y la conversión del resto de esa deuda y de la que había quedado impagada tras la crisis en eurobonos a medio plazo y en acciones de empresas; comprometiéndose a atender el servicio de la deuda que estaba pendiente de vencimiento siempre que se restablecieran las vías de financiación externa. Sin embargo, la actitud inicial de los acreedores externos, oficiales y privados, fue la de rechazar los términos propuestos,

(3) Sobre el impacto de ese contagio véase MEDVEDEV (2001).

(4) KLEIN, «What do Economists know about transition to a Market System?», en KLEIN Y POMER (2001).

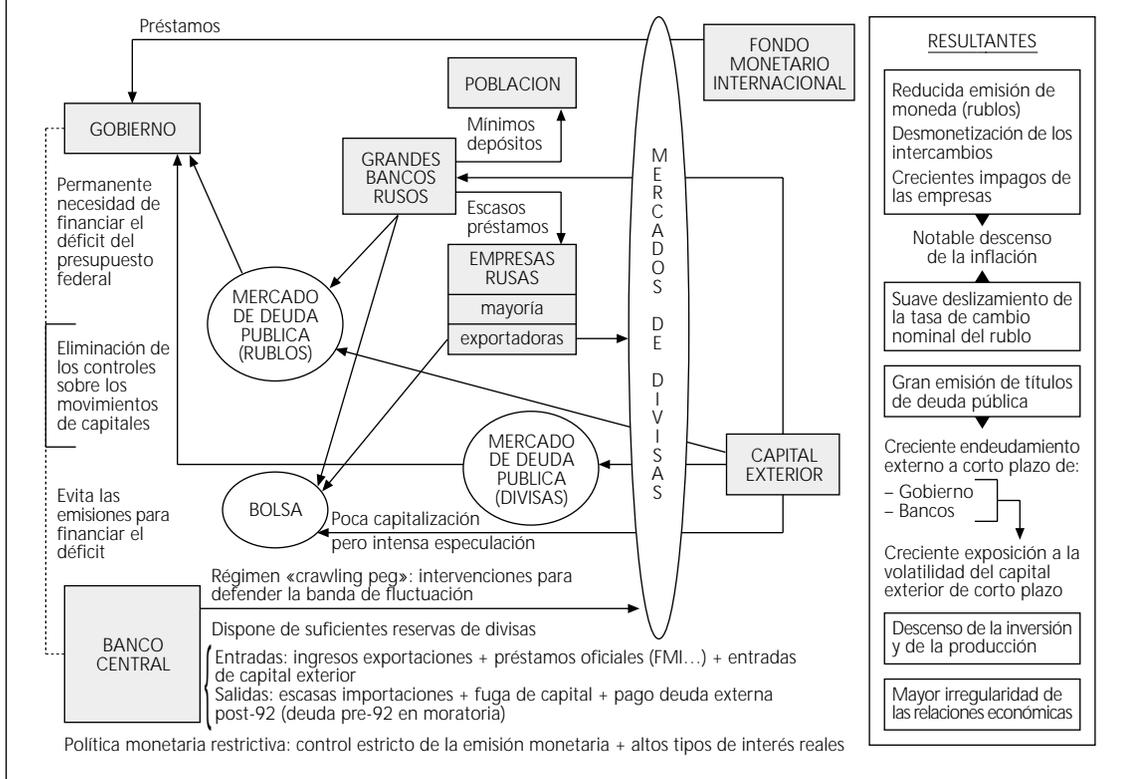
(5) Los escasos ingresos del presupuesto federal se dedicaban al pago de los intereses de la deuda pública que sangraba más del 5 por 100 del PIB. Los activos líquidos del sistema bancario ni siquiera cubrían el valor de los depósitos de la población, pese a que éstos eran mínimos (4 por 100 del PIB), teniendo pendientes unos pagos al exterior muy superiores a sus disponibilidades de divisas. Las empresas industriales realizaban el 60 por 100 de sus ventas a través de formas no monetarias y la cifra de sus deudas vencidas superaba el 45 por 100 del PIB.

(6) Como primeras medidas el Gobierno introdujo controles sobre las divisas existentes en el país y los movimientos externos de capital, a la vez que el Banco Central inyectaba nuevos créditos para superar la falta de liquidez que padecían el gobierno, los bancos y las empresas.



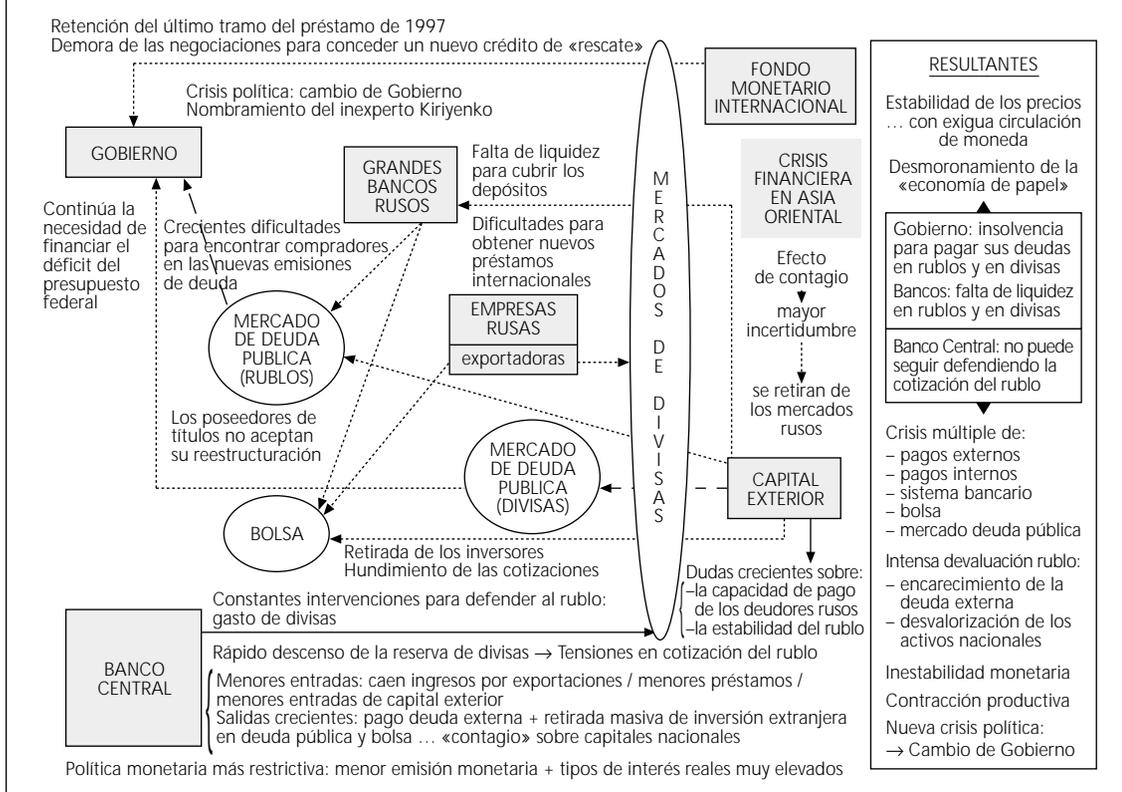
COLABORACIONES

DIAGRAMA 1
DINAMICA DE SOBREENDEUDAMIENTO DE LA ECONOMIA RUSA: 1995-OTOÑO 1997



COLABORACIONES

DIAGRAMA 2
ESCENARIO DE LA CRISIS FINANCIERA: OTOÑO 1997-VERANO 1998



limitándose a reescalonar la deuda vencida y a exigir el estricto cumplimiento de las obligaciones de pago pendientes (anteriores y posteriores a 1992), así como la adopción de una política de austeridad que garantizase dichos pagos (7).

En consecuencia, el dispar resultado de las negociaciones en el ámbito interno y exterior situó a la economía rusa en 1999 ante cinco retos fundamentales difíciles de compatibilizar:

1. Ampliar la base de ahorro interno para generar recursos con los que pagar la deuda exterior.

2. Poner fin a la larga fase contractiva (1992-1998) e iniciar una nueva senda de crecimiento económico, a pesar del trasvase de recursos al exterior que exigía el servicio de la deuda.

3. Inyectar liquidez monetaria desde el Banco Central para superar el colapso del sistema de pagos interno, pero sin rebasar los límites que abocarían a una hiperinflación y a una mayor devaluación del rublo;

4. Reestructurar el sistema bancario y reanimar la actividad de los mercados financieros que estaban paralizados tras la crisis, la renegociación de la deuda en rublos y las medidas de control sobre las divisas y los movimientos de capital.

5. Restablecer el sistema de pagos y mejorar el funcionamiento institucional de la economía.

El gobierno quedaba emplazado a ejercitar una política económica que actuase simultáneamente sobre el presupuesto federal, la gestión monetaria, la reestructuración de los bancos, los mercados financieros y los pagos de las empresas. No obstante, había un elemento previo que determinaba esa política económica: el comportamiento de los mercados internacionales de productos energéticos, ya que los precios registrados en el comercio exterior de petróleo y de gas incidían de modo decisivo sobre toda la actividad productiva y monetaria de la economía. La evolución de los precios energéticos determinaría en gran medida el nivel de ingresos por exportación, los ingresos fiscales, el volumen de la reserva de divisas, la

posibilidad de atender el servicio de la deuda externa, la cotización del rublo y los depósitos bancarios en moneda extranjera.

Precisamente, la evolución de esos mercados energéticos —que había resultado adversa durante los años anteriores— se modificó radicalmente a partir de 1999 y proporcionó un considerable alivio a la situación económica y financiera de Rusia. Su favorable comportamiento y el mejor desempeño de las responsabilidades a cargo del gobierno han sido los dos factores que han permitido un notorio cambio en el escenario de la economía durante los últimos años. Contando con un elevado excedente en la balanza por cuenta corriente, la economía ha logrado una tasa de ahorro lo suficientemente alta como para permitir el crecimiento de la inversión por primera vez desde 1992.

3. Impulso del sector exterior

a) Precios internacionales y excedente comercial

Ciertamente, no se puede comprender lo sucedido en la economía rusa durante estos años sin considerar la inflexión que experimentó el precio de los crudos de petróleo, que a su vez sirven de referencia para los precios de los productos derivados y del gas natural. Después de caer un 40 por 100 en el intervalo 1996-98, los precios emprendieron una subida que primero fue leve, pero después se aceleró en 2000 hasta alcanzar cotas desconocidas desde hacía muchos años. Entre 1998 y 2000 la tonelada de crudo *Ural*, que es la variedad exportada por Rusia, pasó de 75,1 a 175 dólares, alcanzando los 154 dólares/Tm en el último año (8); al mismo tiempo subieron los precios de los derivados petrolíferos y del gas, coin-



COLABORACIONES

(7) Sobre la negociación de la deuda interna y externa véanse: GOBBIN Y MERLEVEDE (2000), PANTOLA (2000), SEMENKOVA Y ALEKSANIAN (2000) y VAVILOV Y KOVALISHIN (2000).

(8) Entre 1996 y 1998 el precio medio por tonelada se redujo desde 127,6 a 75,1 dólares. Ese precio del crudo *Ural* equivale aproximadamente al 90-91 por 100 del precio de la variedad *Brent* que es la que se utiliza como estándar internacional, si bien la proporción entre una y otra ha subido en los últimos años por encima del 95 por 100. A la vez, los precios de exportación han extremado su diferencial respecto de los precios internos; si en los años precedentes eran 1,5-2 veces más altos, con posterioridad han sido entre 3 y 4 veces más elevados que los precios vigentes en el interior del país. Fuente: RECEP, «Russian Economic Trends», *Monthly Review*.

ciendo con la mejora de los precios de los metales y otras materias primas que componen las ventas rusas al exterior. También algunos bienes manufacturados —con débil valor añadido— elevaron su presencia exportadora gracias al abaratamiento de sus precios en divisas originado por la fuerte devaluación del rublo.

Todo ello redundó en un fortísimo incremento de los ingresos comerciales después de las bajas cifras registradas en 1998-99, elevándose desde 75 hasta más de 100 mil millones de dólares, equivalentes a porcentajes en torno al 40 por 100 del Producto Interior Bruto, más de la mitad de los cuales eran aportados por las ventas de productos energéticos (Cuadro 1). Buena parte de esos ingresos se convirtieron en excedente comercial en la medida en que las importaciones siguieron siendo modestas. A pesar del aumento

de las compras en un 35 por 100 durante el último bienio, el saldo comercial reflejó superávit de 60 y 50 mil millones de dólares (24 por 100 y 19 por 100 del PIB), constituyendo el principal activo de la economía para afrontar tanto sus obligaciones externas como su desenvolvimiento interno.

Ese saldo permitía encarar sin excesivas presiones los déficit en que incurrieran las balanzas de servicios y rentas (Cuadro 1). El comercio de servicios se ha desequilibrado principalmente en la partida de viajes, de modo que los pagos duplican a los ingresos y genera un déficit del 3-4 por 100 del PIB, mientras que el desequilibrio de los movimientos por rentas de factores (3-2 por 100 del PIB) obedece al pago de los intereses de la deuda externa que obliga a los agentes internos —sobre todo al gobierno— a realizar un conside-



COLABORACIONES

CUADRO 1 BALANZA DE PAGOS* (En miles de millones de dólares)							
	Programa de estabilización			Crisis	Post-crisis		
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Exportación de bienes	82,9	90,6	89,0	74,9	75,7	105,6	103,0
(%) Exportación energía / total	47,6	46,8	47,4	41,5	44,3	53,5	55,1
(%) Exportación / PIB	24,5	21,6	23,1	26,5	39,0	42,0	39,0
Importación de bienes	62,6	68,1	72,0	58,0	39,5	44,9	53,4
(%) Importación / PIB	18,5	16,3	16,8	20,5	20,4	17,9	20,3
Balanza Comercial	20,3	22,5	17,0	16,9	36,1	60,7	49,7
(%) Saldo / PIB	6,0	5,3	6,3	6,0	18,6	24,1	18,7
Exportación de servicios	10,6	13,3	14,1	12,4	9,1	9,7	10,2
Importación de servicios	20,2	18,6	20,0	16,4	13,4	17,4	20,7
Balanza de servicios	-9,6	-5,4	-5,9	-4,1	-4,3	-7,7	-10,5
Ingreso neto por rentas de empleo	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	0,3	0,2
Ingresos por rentas de inversión	4,1	4,2	4,1	4,0	3,5	4,3	5,1
Pagos por rentas de inversión	7,2	9,3	12,5	15,6	11,4	11,3	10,1
Balanza de rentas	-3,4	-5,5	-8,7	-11,4	-7,7	-6,7	-4,8
Transferencias netas corrientes	0,2	0,1	-0,4	-0,3	0,6	0,1	0,0
Balanza por cuenta corriente	7,5	11,8	2,1	0,7	24,7	46,3	34,2
(%) Saldo / PIB	2,2	2,8	0,5	0,2	12,8	18,5	12,9
Transferencias de Capital	-0,3	-0,5	-0,8	-0,4	-0,3	11,0	-10,4
Gobierno (1)	7,6	10,6	21,1	13,6	-0,5	-16,3	1,9
Activos	-1,1	-0,3	-0,8	-1,2	-1,3	-1,6	8,1
Obligaciones	8,7	10,8	21,9	14,8	0,9	-14,7	-6,0
Bancos	6,8	1,3	7,6	-6,0	-4,3	-2,0	0,5
Activos	4,0	-2,9	-1,3	0,3	-3,4	-3,5	-2,8
Obligaciones	2,9	4,2	8,9	-6,3	-0,9	1,5	3,3
Empresas y hogares	-3,2	-21,1	-23,3	-7,9	-10,2	-13,7	-6,8
Activos	1,1	-28,5	-35,9	-16,6	-12,6	-15,5	-10,5
Obligaciones	4,3	7,4	12,6	8,7	2,4	1,8	3,7
Balanza de capital y financiera	0,5	-6,9	2,8	8,4	-17,7	-37,1	-25,8
Errores y omisiones	-8,0	-4,9	-4,9	-9,1	-7,0	-9,2	-8,5
Variación de Reservas (2)	-10,4	2,8	-1,9	5,3	-1,8	-16,0	-8,2
Entrada de Inversiones Directas	2,1	2,6	4,9	2,8	3,3	2,7	2,9
Entrada de Inversiones en Cartera	-0,7	4,6	45,9	8,9	-1,2	-10,1	-1,7
Entrada de Préstamos	9,1	11,2	13,3	7,3	-2,9	-3,4	-7,0

* Todos los datos económicos están sometidos a constantes revisiones. En este trabajo se toma la última revisión oficial publicada en febrero de 2002.
(1) Además del Gobierno Federal, incluye las operaciones de los gobiernos locales y del Banco Central.
(2) El signo negativo indica incremento de reservas; el signo positivo indica descenso de reservas.
Fuente: Elaborado a partir de los datos del BANCO CENTRAL DE RUSIA, Biulletin Bankovskoi Statistiki.

table esfuerzo, que no obstante ha ido moderándose desde 15.600 millones en 1998 a 10.100 millones en el último año, lo que supone un descenso relativo del 5,5 por 100 al 3,8 por 100 del PIB.

Siendo mínimas las transferencias registradas, el resultado conjunto de los movimientos por cuenta corriente ha arrojado sendos superávits de 46 y 34 mil millones de dólares, que representan más del 18 por 100 y el 12 por 100 del Producto Interior Bruto en los dos últimos años. La holgura de esos saldos es lo que ha permitido que la economía rusa dispusiera de una posición favorable para atender la carga correspondiente al servicio del principal de la deuda a pesar de que no obtuvo nuevos flujos significativos de capital exterior.

b) Sequía de nuevos capitales

Las inversiones directas han seguido siendo mínimas, con entradas anuales de 2-3 mil millones de dólares que totalizan un *stock* acumulado inferior a 18.000 millones, una cifra tan modesta que resulta inferior a las obtenidas por países como Polonia, Hungría o Chequia. Por el lado de las inversiones en cartera, que hasta la crisis fluían a través de las emisiones de deuda pública y, en pequeña escala, la compra de acciones bursátiles, acercándose a los 46.000 millones en 1997, dieron paso a salidas netas de distinta magnitud en los últimos años. Lo mismo ha sucedido con los préstamos en los que, con reducidas entradas nuevas, prevalece la salida de recursos que se deriva de los pagos efectuados sobre el principal de la deuda externa (Cuadro 1).

El esfuerzo financiero llevado a cabo se refleja con nitidez en la cuenta financiera del gobierno, que incluye también ciertas devoluciones de préstamos a cargo de los municipios de varias ciudades y del Banco Central para amortizar el crédito concedido en 1998 por el FMI. Se observa así que los pagos reembolsados en 2000-01 han sido considerables a pesar de las sucesivas reestructuraciones de la deuda que se han acordado. Pero igualmente los bancos han hecho frente a amortizaciones de varios miles de millones de dólares, en tanto que las salidas que figuran en la cuenta de empresas y hogares tienen que ver principal-

mente con operaciones comerciales irregulares, esto es, exportaciones cuyas divisas no han sido ingresadas y anticipos por importaciones que tampoco han sido devueltos.

Es así que la balanza global correspondiente a los movimientos de capital arroja importantes saldos negativos (Cuadro 1), si bien esas salidas netas resultan inferiores al excedente de las operaciones corrientes. Una vez considerados los errores y omisiones, la economía ha experimentado sucesivos incrementos en la reserva de divisas, registrando a finales de 2001 un valor de 36.600 millones de dólares, lo que equivale a casi 6 meses de importaciones mientras que a finales de 1998 —pese al impago de las deudas externas— las reservas eran de 12.200 millones y sólo cubrían 2 meses de importaciones. Como se analiza más adelante, esa mejora de la posición externa ha influido enormemente en las condiciones monetarias y financieras internas.

c) Situación de la deuda externa

A la hora de hacer recuento de la posición deudora de la economía rusa frente al exterior resulta ciertamente complicado contabilizar cómo se ha desarrollado la dinámica de los pagos, debido a las sucesivas reestructuraciones de los débitos con sus respectivos acreedores. Consultando el Cuadro 2 se observa que en 2000 la deuda procedente de la antigua URSS desciende de golpe desde 103,5 a 66,3 millones de dólares, pero la diferencia entre ambas cifras no significa que se haya amortizado tal magnitud de deuda. En su casi totalidad se debe a que los acreedores privados que negocian en el Club de Londres han aceptado la conversión de los antiguos préstamos otorgados a la URSS en nuevos eurobonos del gobierno a largo plazo (2010-2030). Esos bonos se han emitido con una bonificación del 10 por 100 en la parte de los intereses acumulados y del 30 por 100 en el principal, habiendo tenido que abonar el gobierno un cierto desembolso en efectivo. También han sido pagados alrededor de 3.000 millones de dólares a los acreedores oficiales representados en el Club de París, de manera que el grueso de la deuda arrastrada desde la desaparición de la URSS sigue pendiente, pero



COLABORACIONES

CUADRO 2
DEUDA EXTERNA
(En miles de millones de dólares)

	Programa de estabilización			Crisis	Post-crisis		
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
Deuda del Gobierno procedente de la antigua URSS	110,6	108,4	99,0	102,8	103,5	66,3	64,9
• Oficial.....				59,2	58,2		
– Club de París	41,6	42,3	37,6	40,0	38,7	38,8	37,1
– Países de Europa del Este	16,6	15,4	14,9	14,7	14,5	14,3	14,2
– Otros no presentes en C. París				4,7	5,0		
• Comercial.....				35,2	36,9		
– Instituciones financieras				31,2	32,2	12,0	12,3
– Otros	44,8	43,1	38,9	4,1	4,7		
• Otros.....				0,5	0,8		
• MinFin (series III a V)	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	1,2	1,4
Deuda Pública post-1992	17,4	27,7	35,6	55,4	51,5	60,0	53,9
• Multilateral	11,4	15,3	18,7	26,0	22,4	15,8	14,9
– FMI.....	9,6	12,5	13,2	19,4	15,3	8,8	7,9
– Banco Mundial	1,5	2,6	5,3	6,4	6,8	6,8	6,8
– Otros (BERD).....	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
• Eurobonos.....	—	1,0	4,5	16,0	15,6	29,9	27,3
• Otros bonos (GKO-OFZ)						1,6	0,8
• Créditos comerciales	6,0	11,4	12,4	13,4	20,6	8,6	6,9
• Otros						3,2	3,2
• Min Fin (series VI-VII-1999)						0,7	0,9
Deuda Pública Total	128,0	136,1	134,6	158,2	154,6	126,3	118,9
(%) Deuda Pública / PIB.....	36,8	31,6	30,2	50,1	87,7	57,6	47,8
Deuda de Banco Central				4,0		2,8	2,1
Gobiernos locales.....			1,1	2,2	2,1	1,2	0,5
Bancos.....	5,2	9,2	19,2	9,9	8,8	9,3	12,8
Empresas.....			13,7	19,6	20,2	21,8	22,3
Deuda Total de Rusia			172,4	192,7	188,5	161,4	156,6

(*) Último dato publicado: octubre-2001.

Fuente: Elaborado a partir de los datos del BANCO CENTRAL DE RUSIA, Biulletin Bankovskoi Statistiki.



COLABORACIONES

una parte de la misma ha sido transformada en nuevos títulos de deuda (9).

Esta reestructuración es la que da lugar a que en la deuda post-92 se produzca un incremento súbito de la parte de eurobonos, hasta casi 30.000 millones de dólares en 2000 (Cuadro 2), a la vez que aparece una partida de bonos correspondiente a cierto volumen de GKO impagados tras la crisis que el gobierno se comprometió a abonar permitiendo su conversión en divisas.

En esta deuda post-92 se pone de manifiesto el esfuerzo del gobierno para atender al pago de sus obligaciones. De un lado, se ha amortizado una parte considerable de la deuda contraída con el FMI, cuyo monto ha disminuido en 11.000 millones de dólares (10), permaneciendo la deuda con

el Banco Mundial y otra mínima con el BERD. También se han reembolsado cantidades significativas para pagar varias series de títulos emitidos en divisas. En conjunto, considerando el servicio del principal y de los intereses abonados, en los últimos tres años el gobierno ha abonado alrededor de 54.000 millones de dólares, es decir, una media de 18.000 millones anuales, lo que equivale a casi el 20 por 100 de los ingresos obtenidos por la exportación de bienes y servicios.

Así pues, después de los reescalamientos del calendario de pagos, de la reconversión de parte de la deuda, de las bonificaciones concedidas y de los desembolsos efectuados, la deuda exterior que recae sobre el gobierno federal se ha reducido en 40.000 millones de dólares desde

(9) En los primeros meses de 2002 seguía desarrollándose la negociación con los acreedores privados no adscritos al Club de Londres, tratando de reconvertir en eurobonos la mayor parte de los 12.300 millones que figuran como «otros» en la última columna del Cuadro 2.

(10) Como sucede con otras experiencias, también en el caso de Rusia hay que señalar la anomalía financiera que supone la

actuación del FMI como entidad financiera. Durante años otorgó préstamos al gobierno y se hizo corresponsable de una política estabilizadora que condujo a la crisis financiera. Pero, una vez estallada la crisis, se comportó como cualquier otro acreedor exigiendo el pago de la deuda contraída, desentendiéndose de su responsabilidad anterior, sin coste alguno por el riesgo en el que incurrió mientras actuaba como entidad financiera.

finales de 1998, ascendiendo en octubre de 2001 a casi 120.000 millones. Su incidencia sobre la economía sigue siendo grave, pues representa un valor cercano a la mitad del PIB, pero es sensiblemente menor que el agobio existente tras la crisis y la fortísima devaluación del rublo, cuando en 1999 equivalía a casi el 90 por 100 del PIB.

Si se agregan las deudas de otros agentes económicos, entonces el volumen total de la deuda que soporta Rusia se eleva hasta casi 160.000 millones de dólares (63 por 100 del PIB). La casi totalidad de esa deuda no gubernamental corresponde al sector privado de la economía, merced al aumento registrado por los préstamos y títulos colocados en mercados internacionales por algunas grandes empresas, así como por los préstamos y depósitos en divisas de los bancos, estando éstos incursos simultáneamente en proceso de reembolso de la importante deuda acumulada hasta el estallido de la crisis (11) (Cuadro 2).

4. Logros de la actuación gubernamental

a) *Gestión presupuestaria*

La conducta del presupuesto federal constituía la primera piedra de toque del entramado económico interno, puesto que la permanencia de los déficit fiscales habría encontrado dificultades casi insalvables para su financiación y habría hecho más difícil la corrección de los desajustes monetarios que reaparecieron después de la crisis. El gobierno (12) contaba a su favor con las ventajas obtenidas en la negociación de la deuda interna, que había reducido ostensiblemente su valor real y había retrasado su pago a los años siguientes. Sin embargo, en su contra estaban otros elemen-

tos como eran los *tics* del pasado más reciente: la mala gestión del gasto público, la vasta corrupción que atravesaba todo la organización estatal, la caída de la producción, la extensión de los intercambios no monetarios, el gran volumen de deudas impagadas (entre ellas las obligaciones fiscales de las empresas), la pésima normativa fiscal y la feudalización presupuestaria en manos de los gobiernos regionales.

Superando esos contratiempos, el gobierno se dispuso a ensanchar su base recaudatoria y a reorganizar los gastos públicos. Por un lado, durante los últimos tres años los ingresos federales se han elevado hasta representar el 17,4 por 100 del PIB, casi ocho puntos más que en 1998. Sin duda, la bonanza del sector exterior ha jugado un papel decisivo en ese incremento, tanto por su aportación fiscal directa a través de las accisas y aranceles que gravan el comercio exterior, como por vía indirecta a través de la recaudación por el impuesto sobre sociedades y el impuesto sobre el valor añadido, gracias a la dinamización de la actividad productiva de las empresas y de los intercambios comerciales. Pero, a la vez, no ha sido menos importante la actuación del gobierno, puesto que en estos años ha ido regularizando el pago de impuestos atrasados que le debían las empresas, ha contribuido al crecimiento de la producción y del comercio y ha reordenado todo el sistema tributario a raíz de la aprobación del Código Fiscal, en junio de 2000 (13), fijando nuevas bases para el reparto de los ingresos presupuestarios entre el gobierno federal y los gobiernos regionales.

Todo ello ha tenido una gran incidencia sobre la ampliación de la base fiscal, en particular dicho

(11) A finales de 2001 el Banco Central había devuelto casi todo el préstamo de 4.000 millones de dólares recibido del FMI en 1998, aunque en la última columna del Cuadro 2 figuran todavía 2.100 millones porque se refieren a la situación de la deuda en el mes de octubre. Se observa también que la deuda de los gobiernos locales ha ido siendo reembolsada.

(12) En realidad se trata de varios gobiernos sucesivos, si bien han mantenido una misma línea de actuación en los asuntos económicos fundamentales. Al cabo de unos meses Yeltsin destituyó a Primakov y nombró a Sergei Stepashin, quien meses después corrió la misma suerte y fue sustituido por Vladimir Putin. Cuando Yeltsin se retiró de la vida política y Putin accedió a la presidencia de la república nombró a Mijaíl Kasyanov que es quien lidera el gobierno desde finales de 2000.

(13) En primer término se eliminaron los paraísos fiscales internos que permitían a muchas empresas —asentadas en determinadas zonas especiales— eludir sus obligaciones fiscales. A continuación, se procedió a redistribuir los ingresos entre el gobierno federal y las administraciones regionales. Por último, se han reordenado las tarifas que corresponden a cada tipo de impuesto; ahora existen tarifas únicas para tributar por las rentas personales (13 por 100) y por los beneficios de las empresas financieras y no financieras (24 por 100), eliminando la enmarañada y laxa normativa de exenciones que había anteriormente. Más liosa e ineficaz era la ramificada normativa fiscal que se aplicaba para la constitución de diversos fondos asistenciales (pensiones, seguridad social, atención sanitaria, etcétera) que han sido unificados bajo un único impuesto de carácter social.



COLABORACIONES

CUADRO 3 PRESUPUESTO (En porcentaje del Producto Interior Bruto)							
	Programa de estabilización			Crisis	Post-crisis		
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
Ingresos del Gobierno Federal	13,2	11,8	11,6	9,8	12,6	15,4	17,6
Gastos del Gobierno Federal	18,1	19,7	18,8	14,0	13,8	13,0	14,6
Saldo del Presupuesto Federal	-4,9	-7,9	-7,2	-4,2	-1,2	2,4	3,0
Ingresos de los gobiernos regionales	13,3	12,9	14,3	13,0	12,2	12,9	11,9
Gastos de los gobiernos regionales	14,1	13,8	16,1	13,3	12,2	12,5	12,0
Saldo de presupuestos regionales	-0,8	-0,9	-1,8	-0,3	0,0	0,4	-0,1

Fuente: Elaborado a partir de RECEP, Russian Economic Trends.

reparto entre administraciones ya que el gobierno federal recauda alrededor del 35 por 100 de sus ingresos mediante el IVA y otro tanto mediante los aranceles sobre el comercio exterior (20 por 100) y la aplicación de accisas (13 por 100), obteniendo el resto por el impuesto sobre los beneficios de las empresas (15 por 100), la privatización de empresas y otras fuentes (14). De ese modo, en los tres últimos años se ha alterado la distribución de los ingresos públicos a favor del gobierno federal que ahora obtiene el 60 por 100 de la recaudación total, esto es, 17 puntos más que en 1998, en detrimento de la participación de las administraciones regionales, si bien la mejora general ha permitido que la recaudación de éstas sólo descienda un punto relativo respecto al PIB (Cuadro 3).

Por el lado de los gastos, su evolución ha estado marcada por la necesidad de constreñir los desembolsos federales, de forma que en 1999-2000 se redujo su valor relativo hasta el 13 por 100 del PIB y en el último año la mejora de la situación ha permitido un cierto incremento hasta el 14,6 por 100 del PIB. En este comportamiento se ha dejado sentir la menor presión que ejerce la deuda interna, con un notable descenso en el pago de intereses que comporta, cayendo también con levedad el servicio de

intereses por la deuda externa. Así, la carga que se deriva de ambas partidas ha descendido del 3,5 por 100 al 3 por 100 del PIB, absorbiendo entre la cuarta y la quinta parte de los gastos federales. Otra cuarta parte se destina al sector militar y, aunque en ligero ascenso, las partidas sociales canalizan menos del 20 por 100, correspondiendo el resto a gastos de funcionamiento del aparato estatal y a modestas aportaciones dirigidas a la economía y a la reconstrucción de infraestructuras.

Como resultado del incremento de los ingresos y de la contención de los gastos, el presupuesto federal ha registrado sendos superávits en 2000-01, equivalentes al 2,4 por 100 y 3 por 100 del PIB respectivamente, haciendo posible que la gestión del Estado: *a)* proporcione una cierta capacidad de ahorro para afrontar el pago de intereses de la deuda exterior, *b)* eluda la necesidad de buscar nuevos recursos para financiar los gastos públicos y *c)* favorezca el proceso de institucionalización de la economía, comenzando por normalizar las actividades del propio aparato estatal, dotándole de mejores instrumentos y de mayor autoridad política para regular la actividad de los agentes económicos.

b) Gestión monetaria

La circulación monetaria también se ha visto favorecida por la bonanza de los precios energéticos, en la medida que el fuerte aumento de la reserva de divisas hizo posible que se detuviera el intenso proceso de desvalorización del rublo, entrando así en una nueva fase de estabilidad relativa de la moneda. No obstante, la

(14) Al gobierno le corresponde toda la recaudación obtenida por el impuesto sobre el valor añadido y por los aranceles sobre el comercio exterior, así como por la aplicación de accisas sobre los productos energéticos y otras que pesan sobre el comercio exterior. Los ingresos por accisas sobre licores se reparten equitativamente entre el gobierno federal y las administraciones regionales, mientras que éstas últimas obtienen dos tercios de la recaudación por el impuesto sobre los beneficios de las empresas y la totalidad de los ingresos aportados por el impuesto sobre la renta de las personas.



COLABORACIONES

vigencia de ese factor externo no tiene por qué eclipsar los aciertos que deben reconocerse a la actuación gubernamental en el ámbito monetario. El primero de ellos fue desestimar los consejos y las presiones nacionales e internacionales para mantener un control riguroso de la oferta monetaria en los meses posteriores a la crisis.

Desde la lógica del ajuste ortodoxo, que era la que había prevalecido con el programa de estabilización de 1995, resultaba inexcusable el ejercicio de una política monetaria contractiva ante las secuelas de la crisis: indisciplina financiera ante las deudas, fuerte devaluación de la moneda, rigidez del déficit presupuestario, crecientes tensiones sobre los precios Sin embargo, como ya sabemos, los nuevos gobernantes rusos desecharon esa lectura ortodoxa y antepusieron otros objetivos generales a los de carácter monetario. De esa forma, el gobierno y el banco central estuvieron de acuerdo en promover una expansión de la oferta monetaria como único modo de iniciar la recuperación del sistema interno de pagos entre el gobierno, los bancos y las empresas. Con el mismo propósito ampliaron el ámbito de la regulación estatal sobre las divisas, los movimientos externos de capital y las tarifas de ciertos servicios básicos (gas, electricidad, transporte ferroviario).

Como se esperaba, en las condiciones presentes a finales de 1998, la ampliación de la oferta de dinero dio lugar a mayores tensiones inflacionistas y a que se profundizara la caída del rublo. Pero las autoridades fueron conscientes de que esa expansión monetaria no debería franquear una línea de riesgo, pues traspasada ésta con inyecciones de dinero masivas y prolongadas la economía volvería a la senda de la inflación descontrolada que había conocido entre 1992 y 1994. Por ese motivo, a mediados de 1999 se redujo la emisión de moneda conforme se hizo evidente que se había logrado desatar los nudos iniciales que atenazaban la falta de liquidez del sistema y comenzaban a brotar los indicios de mejora en diversos ámbitos: la actividad productiva, la regularidad de los pagos, el presupuesto, los intercambios comerciales entre empresas y la disponibilidad de divisas de los bancos.

Aunque las cifras registradas por las variables monetarias durante aquel primer año poscrisis instaban a una cierta preocupación (Cuadro 4), pero ante una situación cargada de dificultades el gobierno y el Banco Central fueron realizando un pilotaje de la política monetaria que favoreció tanto el crecimiento económico como la institucionalización de las relaciones económicas y el restablecimiento de los mecanismos de pago en el interior de la economía.

La solidez de ese pilotaje volvió a hacerse necesaria —ante una situación distinta— a partir de 2000, puesto que se trataba de administrar las presiones de sobreliquidez que generaba el rápido aumento de las divisas. Éstas pasaron súbitamente de 12,5 a 28 mil millones de dólares (Cuadro 4), hasta alcanzar los 36.600 millones en 2001, lo cual aportó dos ventajas inmediatas: despejó el horizonte del servicio de la deuda externa y mejoró la posición del rublo ante el exterior. Después de que en 1998-99 la cotización nominal del rublo perdiera sucesivamente el 72 por 100 y el 22 por 100 de su valor, las pérdidas posteriores fueron del 4 por 100 y 7 por 100, es decir, muy inferiores a los incrementos registrados por los precios internos, de manera que en el último bienio la tasa de cambio real se apreció más de un 20 por 100 después de sufrir el golpe de la crisis financiera que supuso una disminución cercana al 40 por 100.

Esto supone que a finales de 2001 la tasa de cambio real sigue estando subvalorada en más de 25 por 100 respecto del nivel previo a la crisis. En esa medida, las importaciones mantienen todavía un notable encarecimiento que influye favorablemente en los precios internos, si bien el incremento de la reserva de divisas somete a la economía a nuevas presiones sobre la circulación monetaria a través del *cash* y de los depósitos en monedas extranjeras, que se hace más patente conforme las autoridades han ido levantando las restricciones sobre divisas y capitales impuestas tras la crisis.

En presencia de tales factores, los dirigentes rusos asistieron impertérritos a la severa devaluación de la moneda hasta casi finales de 1999, tratando de que la economía obtuviera un aprovechamiento de esa situación mediante la



COLABORACIONES

expansión de las exportaciones y la potenciación de ciertas actividades productivas que sustituyeran a las importaciones notablemente encarecidas. Ambos aspectos sustentaron la reanudación del crecimiento económico al cabo de casi una década de continuos descensos. Cuando mejoró la coyuntura internacional y se amplió la reserva de divisas, las autoridades apostaron por una relativa estabilidad nominal del rublo, permitiendo que siguiese cayendo con cierta suavidad. Renunciaron, pues, a mecanismos severos de anclaje de la paridad nominal que habrían propiciado una apreciación más alta de la tasa real y, con ello, quizás, habría frenado en mayor medida el alza de los precios internos; pero al mismo tiempo habría reducido los márgenes de competitividad de algunos productos exportados y habría estimulado un mayor crecimiento de las importaciones, atentando contra el excedente comercial que ha sido el pivote central del desenvolvimiento de la economía.

Renunciando a esa corrección más rigurosa, los gobernantes se limitan a drenar en alguna proporción esa presión sobre la liquidez con emisiones de bonos que esterilizan parte del dinero en circulación; si bien la eficacia de ese procedimiento es modesta y, por lo tanto, persisten los rasgos de una dinámica monetaria con un indudable grado de desequilibrio, que se expresa en primera instancia en una tasa de inflación próxima al 20 por 100 anual.

Los agregados monetarios muestran variaciones anuales que todavía son significativas, en lo que concierne a la moneda en circulación, al conjunto de activos líquidos incluidos en M2 o al indicador que resulta de sumar a éste los depósitos en divisas (15). Con algunas diferencias según el agregado que se considere, se aprecia que los aumentos de la oferta monetaria se mantuvieron próximos al 60 por 100 hasta 2000 y en el último año se han situado alrededor del 40 por 100, es decir, un incremento todavía importante. Es así que, a pesar del notable crecimiento de la producción, la velocidad de circulación del dinero

(PIB/M2) se ha reducido en casi una cuarta parte durante el último bienio, registrando al final un coeficiente significativamente bajo que se acerca a 5,5 por 100.

Una tónica similar se aprecia en el comportamiento de los tipos de interés (16). Desde una óptica del ajuste ortodoxo cabría referirse a una «relajación monetaria» que debería corregirse con premura para garantizar un funcionamiento estable. Pero desde la perspectiva del gobierno resulta necesario que la economía conviva con ciertas tensiones monetarias que deberán ir corrigiéndose a la vez que se afrontan otras necesidades igual de apremiantes, o más, en ámbitos como la producción, la distribución y el funcionamiento institucional.

Aunque las tensiones monetarias actuales no revisten una gravedad excesiva, está fuera de dudas que su paulatina corrección debe figurar entre los objetivos de la política económica. Por lo tanto, el gobierno y el banco central están obligados a desarrollar una buena gestión que les permita administrar la devaluación nominal del rublo para lograr una apreciación real que corrija su subvaloración actual, a la vez que administran la reserva de divisas para limitar su presión sobre la circulación interna.

El otro asunto que revestía gran importancia era el de las condiciones financieras de las empresas, pues su carencia de medios líquidos de pago y su inmersión en una maraña de vínculos irregulares convertían en irrisoria demagogia cualquier alusión al mercado y a la economía de mercado. A ese efecto, el gobierno ha llevado a cabo una actividad reguladora bastante eficaz que ha modificado el *statu quo* irregular y desmonetizado de las empresas a través tanto de la inyección inicial de liquidez como de las normas dictadas y aplicadas para introducir la disciplina de pagos de/entre las empresas (17).

(16) En el Cuadro 4 figuran cuatro tipos básicos: 1) la tasa de refinanciación aplicada por el Banco Central a las instituciones comerciales de crédito, 2) el tipo de los préstamos bancarios, otorgados principalmente a las empresas, 3) el tipo de los depósitos de la población colocados en los bancos y 4) el tipo del mercado interbancario para las operaciones a un día.

(17) Véanse GURIEV y KVASSOV (2000), MAKAROV y KLEINER (2000), WOODRUFF (2000) y YAKOVLEV (2000).



COLABORACIONES

(15) Los depósitos en divisas equivalen en los últimos años a algo más de un tercio de M2.

CUADRO 4
VARIABLES MONETARIAS

	Programa de estabilización			Crisis	Post-crisis		
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
Índice de Precios al consumo (promedio) ..	131,0	21,8	11,0	84,4	36,5	20,2	18,6
Inflación anualizada (al final de año)	157,7	22,9	11,4	448,2	40,5	19,0	19,4
Índice de Precios industriales mayoristas ...	175,1	25,5	7,5	23,2	67,4	31,6	10,4
Base Monetaria (tasa de variación)	116,3	26,1	25,7	27,9	54,1	60,2	36,4
Oferta monetaria (M2) (tasa variación)	125,8	30,0	29,5	36,3	57,2	62,4	40,1
Velocidad de circulación (PIB/M2) (%)	7,0	7,3	6,6	6,0	6,8	6,2	5,6
Tasa de refinanciación del B. Central	185,0	110,0	32,0	60,0	57,0	32,0	25,0
Tipo de interés de préstamos bancarios (1)	320,3	146,8	46,21	41,5	40,1	24,3	18,0
Tipo de interés de depósitos bancarios (1)	102,0	55,1	16,8	17,1	13,7	6,5	4,1
Tipo de interés mercado interbancario (2)	190,4	47,6	21,0	50,6	14,8	7,1	10,1
Tasa de cambio MICEX (rublos/dólar) (1)...	4,56 (5)	5,13	5,78	9,96	24,84	28,14	29,18
Tasa de cambio MICEX (fin de año)	4,64 (5)	5,57	5,97	21,14	26,96	28,16	30,14
Tasa de cambio real (100=dic-1995) (3) ...	82,4	100,0	104,4	90,6	64,9	71,5	80,9
Reserva de divisas, incluyendo oro (4)	17,2	15,3	17,8	12,2	12,5	28,0	36,6
Reserva de divisas, excluyendo oro (4)	14,4	11,2	12,9	7,8	8,5	24,3	32,5

(1) Media anual.

(2) Media anual del tipo overnight.

(3) Promedio calculado según el peso relativo en el comercio exterior: 40% en dólar, 40% en marco (euro) y 20% hrivna ucraniana.

(4) Miles de millones de dólares al final de año

(5) En enero de 1998 el Gobierno realizó una reforma monetaria de manera que el nuevo rublo equivalía a 1.000 viejos. Se incluye esa reducción de tres dígitos en los años precedentes.

Fuente: Elaborado a partir de datos del BANCO CENTRAL, RECEP y MINISTERIO DE FINANZAS, Obzov.

La conjunción de esa gestión estatal con la mejora general de la economía, traducida en el aumento de las ventas y la consecución de beneficios empresariales, han modificado conjuntamente la situación que existía en 1998. La proporción de los intercambios no monetarios en las ventas industriales ha descendido desde casi el 60 por 100 hasta algo más del 20 por 100, mientras que la deuda no pagada a su vencimiento ha reducido su importancia relativa con respecto a la deuda total de las empresas (del 60 por 100 al 30 por 100) y al producto interior bruto (del 45 por 100 a menos del 20 por 100). Esa corrección de las desviaciones comerciales y financieras ha contribuido a normalizar el flujo de dinero que circula por la economía.

No obstante, se constata que todavía el volumen de impagos es relevante, pues se traduce, por ejemplo, en que las deudas morosas con el presupuesto federal —pese a su reducción— equivalen al 10 por 100 del PIB de 2001, mientras que otro porcentaje similar lo representan las deudas interempresariales no abonadas a su vencimiento por los clientes a los proveedores. Del mismo modo, los intercambios de tipo *barter* y otros en los que no se utiliza la moneda como medio de pago todavía suponen algo más de la quinta parte de las ventas industriales.

5. Debilidad del sistema financiero

a) Situación de los bancos

Si se comparan las condiciones del sistema bancario al concluir 2001 con las que tenían en el momento de la crisis se constatan ciertas novedades positivas. Se ha producido un cierto incremento del valor de sus activos y una mejora en la calidad de los mismos, pues se reduce la incidencia de los títulos de deuda pública y aumenta la proporción de sus reservas y de los créditos al sector privado de la economía, a la vez que han aparecido recientemente nuevos instrumentos operativos como los derivados financieros. También el pasivo presenta indicios favorables, como son la mayor presencia de los depósitos formados con los ahorros del sector privado y la ampliación del tiempo al que se colocan esos depósitos; igualmente se evidencia una mejora en la relación entre sus activos y las obligaciones en divisas. Además, en el transcurso de estos años han desaparecido varios cientos de bancos y el Banco Central ha retirado la licencia a muchos otros, a la vez que se ha dictado una normativa reguladora más clara sobre las quiebras, la reestructuración y la capitalización del sistema bancario.

Sin embargo, las condiciones actuales siguen mostrando un panorama ciertamente endeble en



COLABORACIONES

el conjunto de la estructura bancaria (18). El valor del capital (7 por 100 del PIB) y de los activos totales (37 por 100 del PIB) continúan siendo muy reducidos y ni siquiera han recuperado los niveles que tenían antes de la crisis. Del mismo modo, a pesar de su incremento —hasta suponer el 40 por 100 de los activos del sistema— (19), el crédito al sector privado —casi todo a empresas— sólo representa el 15 por 100 del PIB y gran parte de los préstamos sigue concediéndose a plazos extremadamente cortos (el 85 por 100 a menos de un año), jugando por ello un escaso papel en la financiación de las inversiones fijas de las empresas.

En lo que concierne al pasivo bancario, el valor relativo de los depósitos de ahorro en rublos (5 por 100 del PIB) es incluso inferior al que se registraba antes de la crisis y si se suman los existentes en divisas el conjunto de depósitos no alcanza el 8 por 100 del PIB. La exigua red de sucursales, que es nula en una gran parte de los establecimientos bancarios, les impide realizar una mínima actividad de intermediación en la concesión de créditos y la captación de depósitos, lo que les insta a seguir centrando su negocio en actividades de otra índole entre las que siguen estando presentes numerosas operaciones irregulares propias del periodo anterior a la crisis.

Junto al raquitismo de los recursos propios y ajenos y a la escasa intermediación que lleva a cabo en el mercado de dinero, el sector bancario adolece de otras graves deficiencias que se derivan de la escasa transparencia de su gestión y la baja cualificación profesional de sus directivos y técnicos, lo que hace inviable su adaptación a los estándares internacionales utilizados en la contabilidad bancaria. Al mismo tiempo, el sector presenta una grave deformación que se plasma en una estructura empresarial en la que coexisten un abundante minifundismo y un reducido núcleo de grandes establecimientos que lideran dos grandes

bancos estatales. Por un lado se encuentra el 50 por 100 de las 1.300 entidades de crédito que disponen de licencia autorizada, que cuenta con un capital propio inferior al millón de dólares (el 82,5 por 100 tiene menos de 5 millones) y por otro lado está un pequeño número de bancos de mayor dimensión entre los que destacan los cinco más grandes que disponen de más del 40 por 100 de los activos, poseen el 76 por 100 de los títulos de deuda pública y el 40 por 100 de las acciones en manos del sistema bancario; también son los que conceden el 45 por 100 del crédito al sector privado y captan el 76 por 100 de los depósitos privados. A la cabeza de ese grupo aparecen las *Sberbank* y *Vnestorbank*, particularmente el primero ya que concentra el 20 por 100 de los activos, la tercera parte de los créditos y las tres cuartas partes de los depósitos personales del sector, ejerciendo una exagerada influencia sobre toda la dinámica bancaria (20).

Así pues, los signos positivos palidecen cuando se comparan con los problemas que aquejan a la estructura bancaria. Ciertamente, la creación de una agencia estatal (ARCO), responsabilizada del saneamiento de los bancos en situación de bancarrota y de la normalización relativa de los mecanismos de pagos, ha aliviado la situación agónica que padecía el sistema bancario en 1998; pero la magnitud de los problemas que arrastra se convierte en un importante obstáculo para el funcionamiento global de la economía.

b) Parálisis de los mercados financieros

La crisis truncó bruscamente el desenvolvimiento de los «florecentes» mercados de deuda pública y de divisas que habían sido espoleados por las anomalías monetarias y financieras de los

(18) Véanse: ASTAPOVICH y GURKOV (1999), ALEXANDER (2000), KORKHONEN (2001) y LINN (2001).

(19) Los restantes activos bancarios están formado por: casi un 20 por 100 es deuda pública, un porcentaje similar son divisas, un 10 por 100 son reservas y el otro 10 por 100 se compone de activos diversos de menor entidad. La fuente utilizada para los datos de este apartado sobre el sistema bancario es el Banco Central.

(20) En 2002 las autoridades han anunciado la paulatina desestatización de ambas entidades, aunque el plan diseñado se refiere principalmente al *Vnestorbank*. En los próximos años se reducirá la presencia del gobierno en la propiedad de este banco, hasta desaparecer en 2007, si bien se mantendrá la propiedad que corresponde al Banco Central, dando entrada a entidades extranjeras entre las que parece probable la participación del BERD. En la misma línea, en 2001 se han anunciado otras medidas dirigidas a incrementar la participación de bancos extranjeros: se reduce el capital mínimo por entidad exigido para establecerse (de 10 a 5 millones de euros) y aumenta hasta el 7 por 100 la cuota permitida para la participación extranjera en el capital del sector.



COLABORACIONES

CUADRO 5
SITUACION FINANCIERA DE LAS EMPRESAS Y DE LOS BANCOS

	Programa de estabilización			Crisis	Post-crisis		
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
Intercambios no monetarios de las empresas industriales (% ventas)	28,0	35,0	56,0	52,0	43,0	33,0	23,0
Deudas impagadas (% deudas totales)	43,5	50,5	53,8			37,4	28,8
Deudas impagadas (% PIB)	16,2	24,9	30,9	47,8	30,1	22,8	20,1
Activos del sistema bancario (% PIB)	22,2	23,2	25,1	34,0	32,6	32,0	37,7
– Préstamos al Gobierno (% activos)	18,3	30,3	30,8	25,0	27,6	22,3	19,0
– Préstamos al sector privado (% activos)	39,1	31,6	36,3	33,3	32,9	36,7	42,7
Obligaciones externas (% activos divisas)	54,0	84,9	129,4	108,1	70,1	52,2	58,4
Depósitos ahorro población en Rb (% PIB)	4,6	5,5	6,0	5,5	4,4	4,3	5,1

Fuente: Elaborado a partir de los datos del BANCO CENTRAL y RECEP.

años anteriores. Con la regulación introducida en el intercambio de divisas, la sequía de nuevos flujos de capital exterior y el impago y posterior reconversión de los viejos GKO, quedó bloqueado el funcionamiento de la bolsa de Moscú y de los mercados interbancarios, que eran los que concentraban la mayor parte de las transacciones de divisas, bonos y —en menor escala— acciones de empresas privatizadas.

El curso del tiempo no ha aportado novedades significativas, de modo que los mercados actuales desarrollan una actividad mínima sin influencia en el discurrir de la economía.

La circulación de deuda pública en rublos se ha minimizado. El valor de los bonos llegó a superar el 15 por 100 del PIB y el monto total de liquidez monetaria (M2) en 1997, pero al cabo de estos años representa menos del 2 por 100 del PIB y el 10 por 100 de M2 (Cuadro 6); se trata de bonos de renta fija cuyo vencimiento se ha ampliado considerablemente, con un plazo medio superior a un año (406 días). Es así que el intercambio de deuda que se realiza en los mercados secundarios alcanza cifras anuales mínimas y pro-

porciona unos modestos rendimientos, en consonancia con el movimiento descendente de los tipos de interés. Las nuevas series de letras del tesoro y de bonos que se emiten para esterilizar la presión monetaria proveniente de la abundancia relativa de divisas tampoco aportan nada nuevo en el panorama del mercado de títulos, que sigue recibiendo una baja calificación por parte de las agencias internacionales que se ocupan de evaluar su calidad.

El mercado de títulos en divisas tiene un mayor volumen, pues se compone de los eurobonos emitidos a partir de 1996 —con vencimientos a partir de 2003— y los nuevos eurobonos creados tras la reconversión acordada con el Club de Londres, con vencimientos diversos hasta el año 2030. De ese modo, circulan numerosas series por un valor que supera el 10 por 100 del PIB, pero su negociación en mercados secundarios es reducida y preferentemente se desarrolla en algunos mercados exteriores, registrando rendimientos medios de apenas el 5-6 por 100 anual.

Por su parte, la bolsa quedó hundida desde la crisis —en realidad desde finales de 1997— y



COLABORACIONES

CUADRO 6
MERCADO DE DEUDA PUBLICA EN RUBLOS Y BOLSA DE VALORES

	Programa de estabilización			Crisis	Post-crisis		
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
Rendimiento de Bonos GKO en los mercados secundarios (media anual)	132,4	63,1	26,0	56,4	25,5	12,7	12,7
Valor nominal de bonos GKO y OFZ en circulación (% del PIB)	4,8	11,1	15,5	14,1	5,6	2,5	1,8
Valor nominal de bonos GKO y OFZ en circulación (% M2)	33,4	82,2	103,9	86,3	37,9	16,1	10,0
Indice Bolsa RTS (*) (100 = septiembre-1995) (media anual)	81,3	143,6	392,0	187,4	97,9	194,5	195,7

(*) Russian Trading System, índice formado por las acciones de las principales empresas cotizadas
Fuente: Elaborado a partir de los datos del BANCO CENTRAL y RECEP.

sólo a partir de 2000 inició un cierto aumento en algunas cotizaciones; pero esta subida volvió a quedar interrumpida en el otoño bajo la influencia del descenso generalizado de las bolsas internacionales. En el último año, el promedio del índice RTS —que sintetiza la evolución de las principales empresas— se situó un 50 por 100 por debajo del índice alcanzado en 1997, con una cifra media de negociación diaria (17 millones de dólares) tan exigua que sólo representa el 30 por 100 del valor diario negociado en aquel año. Se trata de una bolsa con proporciones diminutas (21) y que se mueve por la influencia de los «blue chip», esto es, un núcleo de valores constituido por las acciones de las grandes empresas energéticas (gas, petróleo, electricidad) a las que se suman Aeroflot, Rostelecom, Norilsk Nickel y algunas más, con oscilaciones esporádicas animadas por pequeñas entradas de capital exterior.

Por último, existe un pequeño mercado de títulos de deuda privada que emiten algunas de esas grandes empresas y otras como la metalúrgica MMW (*Magnitogork Metal Work*). Pero el valor de esos títulos sólo significa el 0,7 por 100 del PIB y a finales de 2001 promedia una negociación diaria de apenas 10-15 millones de dólares.



COLABORACIONES

6. Diagnóstico de la situación y escenarios previsibles

a) Balance actual

Volviendo la vista hacia atrás, a la situación que existía en 1998 y a los problemas cardinales que tenía planteados la economía después de la crisis financiera, se constata que la situación ha evolucionado positivamente en lo que se refiere a tres de los cinco retos señalados en el apartado 2, ya que se ha logrado:

i) ampliar la base de ahorro interno, lo que ha permitido generar recursos de pago para cumplir con el servicio de la deuda externa;

ii) restablecer el sistema de pagos y que la inyección inicial de liquidez eludiese el peligro

(21) Al comenzar 2002 la capitalización total de las empresas cotizadas (90.000 millones de dólares) sólo representa el 30 por 100 del PIB.

del descontrol monetario, alcanzando posteriormente unos resultados aceptables en la contención del alza de los precios y en la estabilidad de la moneda;

iii) un creciente grado de normalización institucional en el desenvolvimiento de las relaciones económicas, comenzando por la actividad de los organismos estatales.

No ha ocurrido lo mismo con la situación de los bancos y de los mercados financieros. Aquéllos siguen padeciendo una ostensible debilidad y éstos se encuentran casi paralizados, lo que supone un importante handicap para el desempeño general de la economía que adolece de mecanismos para movilizar el ahorro en el interior y para ampliar la capacidad de financiación de las inversiones empresariales.

El otro reto que aún no hemos examinado se refiere a la necesidad perentoria de inflexionar la tendencia contractiva por la que seguía deslizándose la producción. Esta involución ha sido posible gracias a la aportación decisiva del sector externo, de forma que en los últimos tres años el Producto Interior Bruto ha crecido un 20 por 100 (Cuadro 7), sustentándose ese incremento en los fuertes aumentos obtenidos por la industria y la construcción (30 por 100) y los todavía mayores del comercio mayorista y minorista (22).

Desde la demanda, la recuperación del crecimiento ha tenido como protagonistas fundamentales al saldo neto del sector externo, con un incremento del 45 por 100, y a la formación bruta de capital fijo que se ha elevado un 32 por 100. En cambio, el consumo privado sólo ha crecido un 14 por 100 durante el trienio y el consumo público apenas un 3 por 100 (23).

Por tanto, resulta patente que la economía parece haber puesto fin a la dinámica declinante en la que quedó sumida en los años postreros de la antigua URSS y que se hizo más aguda a partir

(22) En 2001 la estructura sectorial del PIB se descompone del siguiente modo: 29 por 100 aportado por la industria, 9 por 100 por la construcción, 7 por 100 por la agricultura, 20 por 100 por el comercio, 10 por 100 por transporte y comunicaciones y 25 por 100 por otros servicios. Fuente: GOSKOMSTAT.

(23) En 2001 la estructura de la demanda agregada es: 47 por 100 para el consumo privado, 15 por 100 para el consumo público, 17 por 100 para la inversión fija y 17 por 100 para el saldo exterior del comercio de bienes y servicios. Fuente: GOSKOMSTAT.

CUADRO 7
INDICADORES MACROECONOMICOS Y SOCIALES
(Tasas de variación anual)

	Programa de estabilización			Crisis	Post-crisis		
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
Producto Interior Bruto	-4,1	-3,4	0,9	-4,9	5,4	9,0	5,0
Producción Industrial.....	-3,1	-4,5	1,9	-5,2	11,0	11,8	4,9
Empleo	-3,0	-0,6	-2,0	-1,4	0,3	0,5	1,1
Desempleo (% población activa)	8,5	9,6	10,8	11,9	12,6	10,5	9,0
PIB por el lado del gasto.....	-2,3	-6,7	0,9	-4,3	4,7	8,7	4,9
Consumo Privado.....	-2,8	-4,7	5,4	-2,4	-4,4	9,3	8,7
Consumo Público.....	1,1	0,6	-2,4	0,4	2,5	1,3	-0,1
Formación Bruta de Capital Fijo.....	-13,0	-19,3	-5,7	-9,8	4,7	13,3	11,5
Saldo externo de bienes y servicios.....		21,2	-8,6	110,9	72,3	-6,2	-10,1
Salario medio real	-27,9	6,5	4,6	-13,5	-22,0	20,9	19,8
Ingreso Personal por habitante.....	-15,2	1,3	6,8	-15,4	-14,1	11,2	8,1
Tasa oficial de Pobreza (% población) (1)	26,2	21,4	21,2	24,6	39,1	33,7	29,8

(1) A finales de cada año.
Fuente: Elaborado a partir de los datos del BANCO CENTRAL y RECEP.

de los atolondrados procesos de reforma y de estabilización sin sentido iniciados en 1992. Desde este punto de vista, los recientes resultados cosechados por la actividad productiva son claramente positivos. Sin embargo, la situación dista mucho de alcanzar una dimensión satisfactoria y, menos aún, puede suponerse que la economía está encaminada definitivamente hacia una senda de crecimiento sostenido, si nos atenemos a las siguientes consideraciones.

La primera es el nivel relativo en el que se encuentran los principales indicadores productivos. Basta con señalar que el Producto Interior Bruto de 2001 es todavía un 30 por 100 inferior al de 1991, la producción industrial lo es en un 35 por 100 y la inversión fija en un 70 por 100. Además, la mejora registrada en esas variables ha estado determinada por el comportamiento extraordinario de las exportaciones de bienes energéticos, siendo las actividades primarias las impulsoras del crecimiento de la producción industrial, las que concentran las nuevas inversiones y las que generan el saldo comercial externo.

Este hecho conduce a una segunda consideración, que se refiere a la función contradictoria que juega el sector energético en la economía rusa. Por un lado ha promovido el crecimiento reciente, pero por otro no ha hecho más que profundizar la especialización primario-exportadora de la producción, acentuando así el carácter vulnerable de la economía ante los cambios de coyuntura de los precios internacionales. Aunque han sido arrastradas por la situación favorable de estos años, las

actividades productivas con destino al mercado interno siguen encontrándose muy debilitadas y son incapaces de generar resortes internos que permitan el desenvolvimiento de la economía con una cierta autonomía respecto de los mercados exteriores (24).

La tercera consideración surge al observar el potencial de crecimiento económico desde el prisma de la distribución de la renta. El fuerte descenso de la renta que ha tenido lugar a lo largo de los años noventa ha hecho que el ingreso real por habitante (tras elevarse un 20 por 100 en 2000-01) sea un 45 por 100 menor que el vigente en 1991 (25). En la actualidad, el ingreso per cápita es un 80 por 100 inferior al de Estados Unidos y se homologa con los estándares de los países de bajo desarrollo. Los efectos de ese descenso se suman a los de la intensa desigualdad de la distribución de la renta promovida durante ese largo periodo contractivo, dando lugar a una exagerada concentración de los ingresos y de la capacidad de ahorro en torno a un pequeño grupo social que se desentiende de las actividades productivas y sólo se interesa por la reproducción de las condiciones de irregularidad, desorden y falta de institucionalización de las relaciones econó-



COLABORACIONES

(24) Sobre las características de la actividad productiva y el comercio exterior puede consultarse PALAZUELOS y FERNÁNDEZ (2002; pp. 145 a 189 y 237 a 250).

(25) En el caso de los salarios reales, el aumento en el último bienio ha sido significativamente fuerte: 45 por 100, pero su nivel en 2001 es un 54 por 100 inferior al de 1991. Fuente: GOSKOMSTAT.

micas (26). Ese núcleo es el que ha dado carácter a lo que ciertos autores denominan la economía de las «3-D»: destructiva, depredadora y delictiva. Quedando en manos de ese núcleo social y en ausencia de un sistema financiero eficaz, el grueso del ahorro privado interno «se distrae» hacia el exterior o bien se localiza en actividades ajenas al proceso productivo. En los últimos años, los propósitos de normalización e institucionalización que guían al gobierno parecen haber puesto cierto coto a esa dinámica regresiva, pero, sin duda, sus efectos dañinos se prolongarán todavía durante bastante tiempo.

Consecuentemente, el reconocimiento de los logros alcanzados en estos años debe ser valorado desde varias perspectivas. Si se comparan con la situación crítica en la que se encontraba la economía en 1998, no cabe duda que se han conseguido avances notables en lo que se refiere al crecimiento, la gestión del presupuesto, la corrección de los desequilibrios monetarios, el restablecimiento del sistema de pagos y la naciente institucionalización de la economía. Por contra, la valoración sigue arrojando resultados muy deficientes si la comparación se establece con respecto a los impedimentos en presencia para consolidar las bases productivas de una economía desarrollada, para estabilizar a fondo las condiciones monetarias, para disponer de un sólido sistema financiero y para alcanzar un funcionamiento normalizado de las relaciones económicas.



COLABORACIONES

b) Incertidumbres y escenarios

El alcance provisional de los resultados obtenidos y la endeblez que caracteriza a la economía se ponen de manifiesto en la vulnerabilidad que padece frente a una variable exógena que escapa enteramente a la influencia interna: el precio internacional del petróleo y, subsecuentemente, los precios de los demás productos energéticos. El mejor o peor comportamiento de esos precios sigue dominando la escena de la economía rusa y

en las circunstancias actuales cada dólar de variación en el precio del barril de crudo origina la alteración de aproximadamente dos décimas en la tasa de crecimiento del Producto Interior Bruto y de un millón de dólares en la reserva de divisas, desencadenando una cadena de impactos sobre los ingresos presupuestarios, la tasa de cambio del rublo, las posibilidades de pago de la deuda externa y un largo etcétera.

Por lo tanto, el panel de escenarios previsibles para los próximos años se halla a expensas de la evolución del precio del crudo de petróleo, formado en un mercado internacional que sigue operando fundamentalmente a través de factores de demanda merced a la rigidez que presenta la oferta de los países exportadores (27). De hecho, el paulatino descenso de los precios durante 2001 tuvo un reflejo patente en la caída del excedente de la balanza comercial a lo largo de los meses (28), pues frente al año anterior el precio medio anual retrocedió más de cuatro dólares por barril.

A comienzos de 2002 parecía que ese último precio de 20 dólares por barril de crudo *Ural* (\$/b) difícilmente se mantendría, siendo previsible una caída de varios dólares; pero en el curso de los meses posteriores se ha vuelto a observar una tónica alcista en los mercados internacionales. No obstante, las autoridades rusas han estimado sus previsiones para 2002 con un precio en torno a 18,5 \$/b, lo que permitiría un aumento de 2-3 millones de dólares de la reserva de divisas y un crecimiento del 3,5 por 100 del PIB. En ese escenario el presupuesto del gobierno seguiría registrando superávit y mejoraría la estabilidad monetaria con una tasa de inflación del 12-14 por 100 y una tasa de cambio de 33,8 rublos por dólar.

(27) Después de prolongadas disputas con la OPEP y de comprobar que la evolución del mercado era cada vez más adversa, pues el incremento del volumen de crudo exportado en un 12 por 100 estuvo acompañado por una caída del 3 por 100 en los ingresos registrados durante 2001, en diciembre los gobernantes rusos aceptaron reducir en una pequeña magnitud su exportación para intentar frenar la caída del precio internacional de los crudos. Siendo Rusia el segundo productor y exportador de crudos, con una cuota mundial del 8-9 por 100, la OPEP proponía una disminución de unos 300.000 barriles/día, pero las autoridades rusas acordaron recortar la mitad de esa cifra, lo que equivale al 2 por 100 de su producción y al 5 por 100 de su exportación.

(28) En los primeros meses del año el saldo comercial era de 5 y 4,5 mil millones de dólares, mientras que en los meses finales fue de 3.000 millones. Fuente: BANCO CENTRAL.

(26) Véase PALAZUELOS y FERNÁNDEZ (2002; pp. 201 a 233); también BUITER (2000), COMMANDER (1999), ELLMAN (2000a,b), HEDLUND (2000), RAVILLON y LOKSHIN (2000).

Una previsión más favorable, sustentada en un precio del crudo de 23 \$/b, ampliaría el margen del crecimiento económico hasta el 4,5 por 100 y la dotación de reservas en cerca de 5.000 millones de dólares, lo cual aliviaría más el impacto del servicio de la deuda externa y facilitaría la gestión monetaria y presupuestaria. Pero no parece ése el escenario probable a la vista de los hechos en presencia, salvo que se produzca una rápida reactivación de las principales economías del mundo que induzca un incremento de la demanda internacional de petróleo.

En el otro extremo de las previsiones, las dosis de pesimismo y de desconfianza que comenzaron a patentizarse en los meses finales de 2001 se ahondarían si el precio del crudo cayese hacia los 15 \$/b. Entonces el incremento del PIB se situaría en el 3 por 100 y la reserva de divisas se reduciría en unos 5.000 millones de dólares, ennegreciendo el panorama interno tras afrontar con dificultad el servicio de la deuda externa. Ese precio sitúa el umbral de las dificultades soportables por la economía actual, ya que un precio inferior profundizaría los problemas vigentes y haría reversibles los logros alcanzados en los últimos años.

En consecuencia, la evolución de los precios de los crudos y su influencia sobre los precios de los derivados petrolíferos y el gas natural constituye el principal interrogante que late sobre el futuro inmediato de la economía rusa, pero no se agotan ahí las incertidumbres que se ciernen sobre el sector exterior, pues existen al menos otras cuatro restricciones que deben tenerse en cuenta.

La primera es el comportamiento de las importaciones. Sería deseable que las compras al exterior pudieran aumentar selectivamente en función de los requisitos de modernización que precisan las actividades productivas; pero sería indeseable que esas compras se elevaran de forma indiscriminada, ignorando tanto esos requisitos como las posibilidades reales que permitan los ingresos por exportación. Esto último pudiera suceder si la perspectiva de incorporación a la Organización Mundial del Comercio condujese a un proceso indiscriminado de reducciones arancelarias. Se trata, pues, de un ámbito que recae bajo la responsabilidad del gobierno, teniendo que decidir cuál es la política comercial que necesita la eco-

nomía sin rendirse a las presiones externas e internas que propugnan liberalizaciones incondicionales.

La segunda restricción externa reside en la evolución de la balanza de servicios. En los últimos años su saldo negativo ha crecido notablemente, lo que ha ido drenando una parte del excedente de la balanza comercial. Si prosigue ese desequilibrio, centrado en la partida de viajes, o incluso se refuerza por las presiones liberalizadoras de servicios —que no son fundamentales para la economía— se acentuará la caída del excedente, de manera que esta cuestión también requiere la atención del gobierno para evitar que se produzca ese menoscabo.

Una tercera restricción procede de la fuerte salida de rentas originada por el pago de intereses de la deuda externa. La carga que comporta ese pago para el gobierno será importante en 2002-03 pues alcanzará cifras anuales de 10-12 mil millones de dólares (29) que los compromisos firmados hacen ineludibles. Por lo tanto, la situación exige un redoblado esfuerzo del presupuesto federal para mantener una posición superavitaria.

La cuarta restricción se localiza en el flujo de capitales externos. La previsible mengua que sufrirá el saldo de la balanza por cuenta corriente difícilmente se compensará con mayores entradas de inversiones y préstamos extranjeros, mientras que aumentarán las salidas para amortizar el principal de la deuda pendiente de vencimiento en los próximos años. No parece que las inversiones directas y las inversiones en cartera (deuda pública o empresarial, acciones) vayan a incrementarse en magnitudes relevantes; el único margen viable parece estar en los títulos en divisas, que el gobierno desea elevar para seguir reconvirtiendo parte de las deudas de la antigua URSS siguiendo el ejemplo del acuerdo firmado con los acreedores del Club de Londres (30). Pero el monto de



COLABORACIONES

(29) La suma del principal a amortizar más los intereses del servicio de la deuda a desembolsar en esos dos años asciende a 18,2 y 23,3 mil millones de dólares; en los años posteriores se irá reduciendo algo. Fuente: FMI.

(30) Las negociaciones en 2002 se desarrollan con los acreedores privados ajenos al Club de Londres (4.000 millones de dólares) y con ciertos acreedores oficiales del Club de París, en particular con el gobierno alemán, para transformar las deudas en bonos o bien en acciones de empresas.

eurobonos en circulación ya es elevado y algunos de sus vencimientos son los que dan lugar al fuerte aumento del servicio correspondiente, de forma que el potencial de nuevas emisiones tampoco parece que sea demasiado elástico.

El tema reviste mayor complejidad en la medida en que desde el exterior (Club de París, FMI, OMC) se presiona al gobierno para que acelere las reformas liberalizadoras e implemente programas de estabilización de corte más ortodoxo. Es así que los dirigentes rusos deben hacer compatible la solicitud de propuestas que suavicen la carga de la deuda externa con la defensa de la autonomía para gestionar su economía sin intromisiones foráneas, lo que no resulta fácil pero sí imprescindible si se quiere mantener la línea de conducta seguida desde 1998.

Consecuentemente, aunque las incertidumbres externas condicionan de manera severa el desenvolvimiento de la economía rusa, existe un terreno específico e importante para que los agentes nacionales actúen a favor o en contra de que las tendencias apuntadas en estos años se consoliden, o bien se vean amenazadas y reviertan en nuevos signos de debilidad. Ante el gobierno pesa la doble tarea de ejercer adecuadamente sus responsabilidades públicas y simultáneamente estimular la actividad de las empresas y de los ciudadanos para mejorar las condiciones económicas en el interior del país. El mero dirigismo estatista ahondaría la atonía social tan característica del «homo soviético», con los defectos de sobra conocidos. Pero, la ausencia de una actuación gubernamental acertada, dejaría a la economía al arbitrio de las «fuerzas salvajes» desatadas durante los años noventa, dando paso otra vez a las tristes consecuencias también conocidas.

Así pues, aun considerando las incertidumbres y restricciones que condicionan al sector externo, existe un margen de maniobra en el interior de la economía que debe aprovecharse para consolidar los resultados conseguidos en los últimos años y para impulsar nuevos avances en varias direcciones:

a) *La ampliación de los ingresos estatales.* Las reformas fiscales emprendidas deben permitir nuevos incrementos en la recaudación del presupuesto federal, acabando definitivamente con los

atrasos que adeudan las empresas (10 por 100 del PIB) y ampliando los ingresos a través del IVA y del impuesto directo sobre los beneficios de las empresas (31). Con esa mayor recaudación, las cuentas públicas podrían mantener un cierto saldo superavitario, a la vez que se habría aumentado el gasto público para atender en mayor grado a las necesidades sociales y a la construcción de infraestructuras, sin ignorar que casi una quinta parte del gasto tiene que destinarse al pago de intereses de la deuda externa.

b) *El manejo adecuado de la gestión monetaria.* En las circunstancias actuales, parece inevitable que prosigan ciertas presiones monetarias, reflejadas en la rigidez a la baja de los precios en torno a una banda del 10-15 por 100 anual. Esas presiones tendrán que ir controlándose con medidas restrictivas que no dañen la dinámica de crecimiento y la recuperación de la demanda interna. No se trata pues de introducir reducciones severas en la oferta de dinero e incrementos considerables en los tipos de interés, sino de seguir avanzando en la normalización del sistema de pagos (con medidas contra las deudas impagadas y los intercambios no monetarios) y en el manejo de una política cambiaria que vaya corrigiendo al alza la minusvaloración de la tasa de cambio real del rublo (32).

c) *El incremento del ahorro privado y su movilización eficaz.* Por un lado, el grueso del ahorro privado se concentra en el segmento de la población de ingresos altos y hasta el momento no han soportado presiones fiscales ni otro tipo de regulaciones que les inste a utilizar dicho ahorro en beneficio de la demanda interna. Por otro lado, las ostensibles debilidades del sistema financiero hacen inviable la canalización de ese ahorro a través de la actividad bancaria y de los mercados financieros. Aunque en las circunstancias presentes ambos aspectos sólo pueden modificarse con

(31) A pesar de que posiblemente desciendan los ingresos por la aplicación de accisas y aranceles, la previsión del gobierno para 2002 supone un incremento de los ingresos hasta el 19,4 por 100 del PIB, mientras que los gastos lo harán hasta el 17,8 por 100, de modo que el superávit presupuestario previsto es del 1,6 por 100 del PIB.

(32) La previsión del gobierno apunta a una suave depreciación de la tasa de cambio nominal, que a final de 2002 se situaría en 33,8 rublos por dólar manteniendo el nivel relativo de la tasa real.



COLABORACIONES

lentitud, la creciente institucionalización de las relaciones económicas debe lograr que los bancos y las empresas se orienten en una dirección que estimule la capacidad de ahorro y lo vehiculice hacia la actividad inversora.

d) *La modificación paulatina de las bases productivas de la economía.* La carencia de resortes internos de crecimiento es la que determina la exagerada vulnerabilidad de la economía a los vaivenes del comercio internacional de productos energéticos. Romper con esa especialización primaria es una tarea estratégica de largo plazo, pero asentar las primeras bases de ese cambio es una labor inaplazable que debe ser acometida por el gobierno, los bancos y las empresas industriales, trabajando conjuntamente en el diseño de actividades productivas modernas y de operaciones financieras que canalicen recursos hacia iniciativas que empiecen a generar efectos de arrastre sobre los núcleos empresariales más dinámicos del país.

En conclusión, la economía rusa seguirá siendo altamente dependiente del comportamiento del sector externo, que se avecina menos favorable que en los últimos años; pero también dispone de un cierto margen de maniobra para consolidar y profundizar la dinámica iniciada después de la crisis financiera. El aprovechamiento de ese margen depende de la disposición y el acierto que muestren los poderes públicos y las fuerzas sociales para caminar en una dirección que deje atrás definitivamente las desastrosas consecuencias sufridas a lo largo de los años noventa.

Bibliografía

1. ALEXANDER W. et al (2000): *Banking System Restructuring in Russia*, IMF, Washington.
2. ARKHIPOV S. et al. (1999): «The Crisis of the Financial System in Russia: Principal Factors and Economy Policy», *Problems of Economic Transition*, volumen 41, número 10.
3. ASTAPOVICH A. y SYRMOLOTOV D. (2000): «Russian Bank in 1998. Development of the Systemic Crisis», *Problems of Economic Transition*, volumen 42, número 9, enero.
4. AVRAMOVA E. y GURKOV I. (2001): «Russian Enterprises After the August Shock», *Problems of Economic Transition*, volumen 43, número 10.
5. BROWN A. (1999): «The Russian Crisis: Beginning of the End or End of the Beginning?», *Post-Soviet Affairs*, volumen 15, 1, enero.
6. BUCHS T. (1999): «Financial Crisis in the Russian Federation: Are the Russians Learning to Tango?», *Economics of Transition*, volumen 7, número 3.
7. BUITER W. (2000): «From predation to accumulation?», *Stockholm Institute of Transition Economics, Working Papers*, número 156, julio.
8. CITY BANK/SCHROEDER SALOMON SMITH BARNEY (2001): *Economic and Market Analysis*, junio.
9. COMMANDER S. et al (1999): «Channels of redistribution. Inequality and poverty in the Russian transition», *Economics of Transition*, volumen 7, número 2.
10. CORDONNIER, Ch. (2001): «Real Effective Exchange Rate and Economic Development: Outlook for Russia», *RECEP, Policy Paper*, marzo. www.recep.org
11. DYKER D. (2000): «The Structural Origins of the Russian Economic Crisis», *Post-Communist Economies*, volumen 12, número 1.
12. ELLMAN M. (2000a): «The Russian Economy under El'stin», *Europe-Asia Studies*, volumen 52, número 8.
13. ELLMAN M. (2000b): «The Social Cost and Consequences of the Transformation Process», *Economic Survey of Europe*, Economic Commission for Europe, Nueva York.
14. GOBBIN N. Y MERLEVEDE B. (2000): «The Russian Crisis: A Debt Perspectives», *Post-Communist Economies*, volumen 12, número 2, junio.
15. GOSKOMSTAT (Gosudarstvennii Komitet Rosiiskoi Federatsii po Statistike): *Sotsialno-Ekonomicheskoye Polozhenie Rosii, Rosiiskii Statisticheskii Edjgodnik*. Moscú.
16. GOSKOMSTAT: www.gks.ru
17. GRANVILLE B. (1999): «L'échec de la stabilisation monétaire en Russie: 1991:98», *Revue d'Études Comparatives Est-Ouest*, volumen 30, número 2-3.
18. GRANVILLE B. y OPPERHEIMER P. (2001): *Russia's Post-Communist Economy*, Oxford University Press, Oxford.
19. GURIEV S. Y KVASSOV D. (2000): «Barter for price discrimination? A theory and evidence from Russia», *Russian-European Centre for Economic Policy, Working Papers*, octubre.
20. HEDLUND S. (2000): Path Dependence in Russian Policy Making: Constraints on Putin's Economic Choice, *Post-Communist Economies*, volumen 12, número 4.
21. ILLARIONOV A. (2000): «Myths and Lessons of the August Crisis», *Problems of Economic Transition*, volumen 43, número 5, septiembre.
22. INSTITUTE FOR ECONOMIES IN TRANSITION: *Russian Economy* (monthly) / *Russian & Baltics* (Week in Review), Bank of Finland. www.bof.fi/bofit
23. INSTITUTE FOR THE ECONOMY IN TRANSITION: *Russian Economy Trends and Perspectives, Monthly Bulletin*, Moscú. www.iet.ru
24. INTERNATIONAL MONETARY FUND (2000): *Russian Federation: Selected Issues*. IMF Staff Country Report. Washington.



COLABORACIONES

25. INTERNATIONAL MONETARY FUND (2001): *Russian Federation: Post-Program Monitoring Discussions, IMF Country Report*, Washington, julio.
26. KLEIN L. y POMER M. (ed) (2001): *The New Russia. Transition Gone Awry*, Stanford University Press, California.
27. KORHONEN V. (2001): «Will Russian Banking Sector Reform take off in 2004», *BOFIT Online*, abril.
28. LIASKO A. (1999): «The Realization of the Stabilization Program Will Not Be Enough to Surmount the Crisis», *Problems of Economic Transition*, volumen 41, número 10.
29. LINN J. (2001): *Banking in Russia: Trying to rebuild trust where has taken a real beating*, The World Bank, Washington, marzo.
30. MAKAROV V. y KLEINER G. (2000): «Barter in Russia», *Problems of Economic Transition*, volumen 42, número 11.
31. MEDVEDEV A. (2001): «International Investors, Contagion and Russian Crisis», *BOFIT, Discussion Paper*, número 6.
32. MINISTERSTVO EKONOMICHESKOGO RASVI-TIA I TORGOVLI: www.economy.gov.ru
33. MINISTERSTVO FINANSOV (2002): *Obzov*, Moscú.
34. MINISTERSTVO FINANSOV: www.minfin.ru / www.eeg.ru
35. PALAZUELOS E. y FERNÁNDEZ R. (2002): *La decadencia económica de Rusia*, Debate, Madrid.
36. PANTOLA N. (2000): «Debt Management and Adjustment-Past Experience and options for Russia», *Russian Economic Trends*, abril.
37. RAVILLON M. y LOKSHIN M. (2000): «Who Wants to Redistribute? The Tunnel Effect in 1990s Russia», *Journal of Public Economics*, número 7.
38. RUSSIAN-EUROPEAN CENTRE FOR ECONOMIC POLICY: *Russian Economic Trends*. www.recep.org
39. SAPIR J. (1998): *Le krach russe*. La Découverte. París.
40. SAPIR J. (1999a), «Russian Crash of August 1998: Diagnosis and Preoccupation», *Post-Soviet Affairs*, volumen 15, 1, enero.
41. SAPIR J. (1999b): «À l'épreuve des faits... Bilan théorique des politiques macroéconomiques mises en oeuvre en Russie», *Revue d'Études Comparatives Est-Ouest*, volumen 30, número 2-3, junio.
42. SEMENKOVA E. y ALEKSANIAN V. (2000): «The Development of the GKO-OFZ Market. Lessons and Prospects», *Problems of Economic Transition*, volumen 43, número 1, mayo.
43. SLAY B. (1999): «An interpretation of the Russian Financial Crisis», *Post-Soviet Geography and Economics*, volumen 40, número 3, abril.
44. STIGLITZ J. (1999): «Wither Reform? Ten Years of Transition», Key note Adress to the *Annual Bank Conference on Development Economics*, World Bank. Washington.
45. STONEMAN R. et al (2000): «Russia. A growing economy in the new millennium?», *Russian-European Centre for Economic Policy, Working Papers*, octubre.
46. TIKHOMIROV V. (2000): «Is Russian economic crisis really over?», *BOFIT Online*, Bank of Finland, Institute of Economies in Transition, número 12.
47. TIKHOMIROV V. (2000): *The Political Economy of Post-Soviet Russia*. Macmillan Press. Londres.
48. TROFIMOV G. (2000): «Was the Russian State Debt a "Financial Pyramid"», *Problems of Economic Transition*, volumen 43, número 1, mayo.
49. TSENTRALNII BANK SOSSISKOI FEDERATSII (2002): *Biulletin Bankovskoi Statistiki*. Moscú
50. TSENTRALNII BANK SOSSISKOI FEDERATSII: www.cbr.ru
51. VAVILOV A. y KOVALISHIN E. (2000): «Problems of Restructuring Russia's Debt», *Problems of Economic Transition*, volumen 43, número 1.
52. WOODRUFF D. (2000): *Money Unmade: Barter and the Fate of Russian Capitalism*, Cornell University Press, Nueva York.
53. YAKOVLEV A. (2000): «Barter in the Russian Economy: classifications and implications (evidence from case study analyses)», *Post-Communism Economies*, volumen 12, número 3.



COLABORACIONES