

ÉXITOS Y LÍMITES DE LA ESTABILIZACIÓN DE RUSIA TRAS LA CRISIS DE 1998*

*Jacques Sapir***

Tras numerosas y tumultuosas peripecias, Rusia parece haber entrado en una fase de relativa estabilidad monetaria y financiera, lo que hace unos años resultaba del todo inimaginable. Aunque tras la grave crisis financiera de agosto de 1998 el país fue dado por perdido, si se compara con la trayectoria que ha seguido Argentina después de experimentar una crisis de una violencia similar, hay que señalar que Rusia constituye un ejemplo exitoso en la gestión de las consecuencias de una crisis financiera. Este triunfo se explica tanto por la propia naturaleza de las causas de la crisis como por las políticas adoptadas a continuación de la misma. Por lo tanto, la estabilización actual no le debe nada al azar, aun cuando incluye límites evidentes. Lo que una política meditada pudo hacer, una política menos meditada podría deshacerlo.

Palabras clave: *crecimiento económico, estabilidad monetaria, política económica, crisis económica, Rusia, 1998-2002.*

Clasificación JEL: *O11, O52.*

1. Agosto de 1998: crisis y castigo

La situación monetaria y financiera de Rusia presenta todavía en 2002 los rasgos de las evoluciones que, desde 1990 hasta 1998, condujeron al país desde de un sistema dominado por la institución de la banca única y en el que las actividades financieras eran en general el producto de las tensiones y las negociaciones que enfrentaban entre sí a empresas y órganos de planificación, a un sistema fuertemente liberalizado y prácticamente calcado al de los países occidentales. Esta transición fue caótica (Sapir, 1996) y llevó a una crisis espectacular. La

recuperación de Rusia en los años siguientes a este evento no puede comprenderse sin una revisión del período anterior. Los agentes económicos y gubernamentales han mantenido en su memoria los efectos de la crisis. La reconstrucción de la economía y del sistema financiero tras agosto de 1998 ha estado condicionada, en gran medida, por esta crisis y sus profundas causas.

Unas finanzas dominadas por el déficit presupuestario

La crisis nació *de facto* en el mercado de títulos públicos rusos (Sapir, 2001). Este mercado, de creación reciente, pretendía responder a un importante problema de desequilibrio de las finanzas públicas. El problema tenía su origen, en parte, en un sistema fiscal que no había sido adaptado a las

* SAPIR, J.: «Succès et limites de la stabilisation en Russie après la crise de 1998». Traducción de Eva Rosa Muñío Isac.

** Director de Estudios en el EHESS-París. CEMI-EHESS.

nuevas reglas económicas resultantes de la transición. Y se agravó con la política de los gobiernos que se sucedieron entre 1992 y 1998, que no pudieron ni quisieron restablecer la disciplina fiscal necesaria. Los fenómenos de colusión entre las empresas recientemente privatizadas y ciertos miembros de esos gobiernos no crearon el marco más propicio para imponer esta disciplina (Wedel, 1999). La supresión de los impuestos sobre las exportaciones de materias primas en 1994, de acuerdo con las demandas del FMI, precipitó la reproducción de un desequilibrio empleo/recursos, y obligó al Estado ruso a concentrar la presión fiscal sobre la producción destinada al mercado interior, mientras éste se contraía de forma rápida. En estas condiciones, y para respetar las recomendaciones de las organizaciones internacionales en cuanto a política monetaria, era lógico e inevitable recurrir a los préstamos. El mercado de títulos públicos se convirtió en el mercado financiero de referencia. El desarrollo del mercado de acciones se vio limitado y, para decirlo claramente, refrenado por la importancia que adquirieron las transacciones de deuda pública (Orlova, 2002).

De acuerdo con el FMI, el gobierno ruso emitió a partir de 1993, y en mayor medida desde 1995, títulos internos (GKO y OFZ) extendidos en rublos y con vencimientos a corto plazo (de 1 a 3 meses). Este mercado de deuda pública, organizado con la ayuda técnica de un gran banco americano, se convirtió rápidamente en el mercado de referencia tanto para los agentes financieros, como para los no financieros.

La reducción de la inflación y la apertura del mercado interior a los no residentes permitieron una rebaja considerable de los tipos durante el primer semestre de 1997. En términos nominales, los tipos bajaron del 95 por 100 a finales de septiembre de 1996, al 20 por 100 en verano de 1997. Los rendimientos reales decrecieron desde más de un 40 por 100 hasta el 10 por 100. Con todo, esta reducción, por importante que fuera, no restó atractivo a los títulos públicos en relación a otras colocaciones posibles. De hecho, incluso en el verano de 1997, los inversores continuaron percibiendo altas remunera-

ciones. Sin embargo, desde el otoño de 1997, como resultado de la crisis asiática, aunque también de las inquietudes surgidas por la falta de recaudación de los impuestos, los intereses volvieron a dispararse. Tras un pico del 39,5 por 100 a principios de diciembre, se estabilizaron en torno al 30 por 100 (aproximadamente el 20 por 100 en términos reales) durante las primeras semanas de 1998. En la primavera de 1998 se llevó a cabo un difícil cambio de gobierno (la sustitución de V. Tchernomyrdin por A. Kirienko), que produjo un nuevo período de tensiones. El incremento de los tipos de los títulos públicos rusos continuó, alcanzó el 53 por 100 con la emisión del 19 de mayo de 1998 y terminó superando el 60 por 100 a finales de dicho mes. A principios de junio, se consiguió una reducción muy relativa de los tipos, que tan sólo fue posible gracias a una fuerte restricción de los montantes efectivamente colocados y a un recurso creciente a los préstamos en los mercados internacionales. En realidad, con cada nueva emisión, el gobierno se revelaba incapaz de garantizar la circulación de la deuda existente. Desde finales de marzo de 1998, resultaba evidente que el mercado financiero ruso ya no estaba en condiciones de soportar la deuda pública, todo ello mientras el déficit presupuestario no daba signo alguno de disminuir. El fuerte quebranto de los títulos sobre el mercado secundario se traducía en un nerviosismo cada vez mayor de los operadores.

La cuantía de las deudas alcanzaba niveles considerables, tanto en relación a los recursos fiscales reales como a otras variables monetarias. El endeudamiento del Estado remitía a varios problemas. Ya se han mencionado el desequilibrio empleo-recursos y el efecto de una fiscalidad ineficaz que, además, no se hacía cumplir debido a los fenómenos de colusión. La rápida contracción del nivel de actividad económica también desempeñó un papel nada despreciable en la reproducción de este desequilibrio dado que, con un sistema fiscal constante, toda reducción de la producción entraña naturalmente una disminución de la recaudación. Ahora bien, una parte de la estrategia adoptada por los gobiernos rusos entre 1993 y 1998 para intentar equilibrar el presu-

puesto se apoyó en reducciones brutales de los gastos públicos por la vía del no pago de los mismos. En cierto sentido, el Estado se declaró en quiebra presupuestaria antes de desembocar en 1998 en el incumplimiento de la deuda. Esta estrategia desorganizó la economía, engendrando cadenas de impagados¹ y acelerando la caída de la producción. Por otro lado, la disciplina fiscal que podía exigir un Estado que claramente destacaba como mal pagador no podía ser demasiado grande.

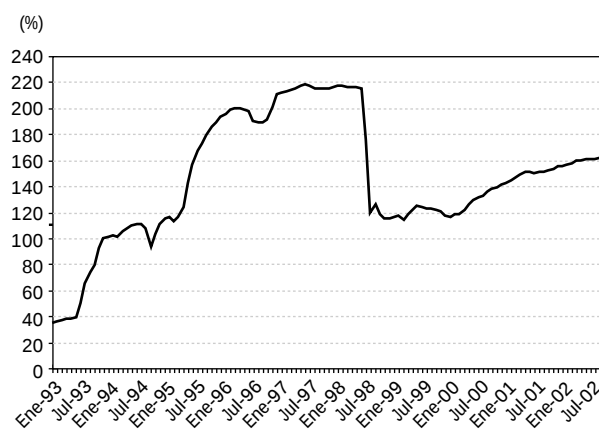
La combinación de impagos públicos y de una contracción monetaria exagerada se tradujo en un incremento de los trueques en un momento en que la inflación se reducía de forma espectacular. Así, en vísperas de la crisis de 1998, mientras la tasa anual de inflación se encontraba en torno al 10 por 100, más del 50 por 100 del comercio entre empresas se realizaba en forma de trueques y el 30 por 100 de las transacciones se basaban en instrumentos financieros que no eran más que una forma derivada del trueque (Sapir, 2002; Woodruf, 1999). La desmonetarización de la economía rusa entre 1994 y 1998, al menos por lo que se refiere a las transacciones entre empresas, dio lugar a un marco especialmente desfavorable para la estabilización tanto del sistema financiero, como del bancario.

La internacionalización de la deuda interior, estrategia adoptada en 1997 por consejo del FMI, no podía ser una solución duradera en estas condiciones. Ofrecía distintas oportunidades a los grandes bancos rusos, de las que se aprovecharon de manera imprudente. Esto, a su vez, planteaba un nuevo problema, el riesgo de cambio. La estabilidad del tipo de cambio es, en efecto, una condición para las inversiones de cartera por parte de no residentes a tipos razonables (Gráfico 1).

Ahora bien, el tipo de cambio mostraba, desde 1995, todas las características de una fuerte sobrevaluación en términos reales. La política monetaria aplicada desde 1994 para contener la infla-

GRÁFICO 1

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL DEL RUBLO FRENTE AL \$ USA*



NOTA: * Datos en % del valor de diciembre de 1993.

ción había utilizado una forma peculiar de fijación nominal. Sin embargo, los factores inflacionistas subyacentes en el contexto de la transición, tanto estructurales como monetarios, dieron como resultado una apreciación muy fuerte del tipo de cambio en términos reales. Esto tuvo consecuencias perjudiciales sobre la actividad económica, acelerando la depresión y constriñendo todavía más los recursos fiscales disponibles. Desde 1996, se hizo absolutamente necesario un ajuste del tipo de cambio que, como es evidente, era imposible realizar en una situación en la que estaban entrando operadores no residentes en el mercado financiero ruso. Los agentes económicos eran conscientes, desde principios de 1997, de que las presiones sobre el cambio no podían hacer más que manifestarse y más aún cuando, estimuladas por un tipo de cambio sobrevaluado, las importaciones no dejaban de crecer. A pesar de las exportaciones de materias primas, la balanza por cuenta corriente amenazaba con presentar un signo negativo.

Es preciso mencionar la cuestión de las evasiones de capital. Existen múltiples causas para las mismas. La evasión fiscal y la desconfianza en cuanto a las posibilidades de inver-

¹ Se ha calculado que en 1996 cada rublo no pagado por el poder público generaba 3,5 rublos de impagados en el conjunto de la economía.

sión en Rusia desempeñaron, sin duda, un papel importante. Sin embargo, no se puede negar que el origen criminal, o cuando menos ilegítimo, de las fortunas constituidas entre 1993 y 1998 en Rusia fue otro elemento igualmente importante. Las condiciones bajo las que se realizaron muchas de las privatizaciones son cuestionables desde el punto de vista legal. De igual forma, también serían discutibles las concesiones de licencias de exportación de hidrocarburos y materias primas. Estas actuaciones estuvieron en la base de las principales fortunas que existen en la actualidad en Rusia. Por último, y sin hablar de los tráficos lógicamente ilegales (drogas, prostitución), en ocasiones se emplearon métodos abiertamente criminales para controlar ciertos sectores, como por ejemplo el del aluminio. Los beneficiarios de estas formas de enriquecimiento quisieron, como es lógico, poner a cubierto una parte de los ingresos adquiridos de este modo. Por otro lado, esta situación provocó reacciones muy negativas entre la población rusa, en especial por lo que se refiere a la propiedad privada en el ámbito de las materias primas. El sentimiento de ilegitimidad también contribuyó a la salida de capitales. Las cuantías fueron importantes, los montantes para 1997 y 1998 rondarían los 20.000 millones de dólares por año². Estas cifras son del mismo orden que las correspondientes al excedente comercial de ese período. La comparación se impone puesto que el método más utilizado para las evasiones de capitales fue la valoración a la baja de las cantidades exportadas y la sobrevaloración de las cantidades importadas.

La credibilidad de la política monetaria y financiera rusa era, en resumen, dudosa por razones muy anteriores y más profundas que la mera perturbación provocada por la crisis asiática. La política económica estaba prisionera del problema de las finanzas públicas pero, a su vez, este problema destruía toda posibilidad de aplicar una política económica razonable.

² Estimación comunicada por la dirección de cambios del Banco Central de Rusia en 1999.

El papel del sector bancario

En este contexto, el papel desempeñado por el sector bancario fue ampliamente desestabilizador. En vísperas de la crisis, el sistema bancario ruso tenía, en realidad, una estructura bastante frágil. Hay que indicar que su existencia databa de 1990 y que los bancos, de reciente creación, se caracterizaban por un nivel muy bajo de fondos propios (Clément-Pitiot y Scialom, 1993).

El Banco Central realizó esfuerzos considerables para restablecer el orden desde 1994, haciendo especial hincapié en la reducción de los retrasos en los pagos (Litviakov, 1996 y 2002). Sin embargo, influían dos características fundamentales. Por un lado, los bancos, tanto los más grandes de Moscú y San Petersburgo como los más pequeños en las regiones, estaban subcapitalizados y presentaban estructuras de cartera que, a menudo, eran peligrosas; los préstamos «endogámicos» (en el seno de un mismo grupo o *holding*) en los que existía una dependencia del prestamista frente al prestatario (este último estaba en condiciones, en caso de quiebra, de arrastrar al prestamista en su caída) eran, con frecuencia, la regla. Por otro lado, hay que señalar que, debido a las sucesivas crisis bancarias, el mercado interbancario había desaparecido.

Por lo tanto, en vísperas de la crisis, Rusia vivía una situación particular. El sistema bancario estaba dividido en dos: por una parte, había un gran número de bancos regionales con pocas capacidades pero que aseguraban la presencia bancaria sobre el terreno y, por otra parte, un pequeño número de grandes instituciones financieras que captaban la totalidad de las operaciones realmente remuneradoras. Esta situación permite comprender la razón por la que los métodos tradicionales de la banca, y en concreto el crédito a las actividades económicas, estaban tan poco desarrollados en Rusia. Los bancos recurrían a sus fondos, los cuales necesitaban habida cuenta de la naturaleza de sus inversiones, para la mayoría de las actividades a corto plazo sobre los mercados financieros.

Esta dependencia estructural, sobre todo para los establecimientos principales, tuvo consecuencias inmediatas e impor-

CUADRO 1
ESTRUCTURA DEL PASIVO DE LOS PRINCIPALES BANCOS RUSOS A 1-1-1997
(En %)

Banco	Fondos propios	Depósitos de clientes	Depósitos de bancos	Veksels
Vneshtorgbank	21,4	40,3	34,4	0,0
Onexim.....	14,2	54,0	13,4	14,9
Incombank	10,5	61,1	14,0	10,5
SBS-Agro	9,5	34,4	45,5	1,8
NRB.....	31,9	23,0	11,8	0,8
Menatep	7,9	55,6	9,7	22,1
Mosbiznesbank.....	5,1	71,5	15,8	0,0
Imperial	19,1	53,6	12,5	11,2
MFK.....	24,8	38,7	32,8	2,4
MMB.....	12,9	68,2	13,6	0,9
Ros-Kredit	14,5	54,6	24,8	3,3
Avtobank	24,3	30,0	38,8	5,0
Tokobank	23,2	25,8	30,8	15,0
Alfabank	23,0	33,8	31,5	11,0

NOTA: El Tokobank está bajo administración judicial desde la primavera de 1998.

FUENTES: BCR y Centro de Control Bancario.

tantes sobre sus comportamientos (Oult-Ahmed, 1999). Las actividades especulativas desempeñaban una función tanto mayor cuanto que los otros tipos de actuaciones estaban poco desarrollados. En estas condiciones, la política de tipos de interés elevados, puesta en práctica en primer lugar por el Banco Central y después derivada de la evolución de la remuneración de los títulos públicos, tuvo los efectos que preveía la teoría (Stiglitz y Weiss, 1981). La política monetaria desarrollada desde finales de 1993 condujo a los bancos rusos hacia la especulación.

La fragilidad del balance de los grandes bancos y su falta de fondos propios y de recursos procedentes de una economía hundida en una profunda depresión son otros tantos factores que explican su comportamiento en vísperas de la crisis. En un contexto en el que los dirigentes de los grandes bancos podían creer en la perennidad de la política de cambio, debido no sólo al apoyo explícito del FMI a ésta sino también en razón a sus vínculos personales con el gobierno y el director del Banco Central de Rusia vigentes en ese momento, los establecimientos bancarios aceptaron asumir

riesgos importantes. Con objeto de generar un flujo de beneficios suficiente para compensar su debilidad en el capital y la falta de cualquier fuente de refinanciación, se entregaron a una especulación masiva. Los grandes bancos pidieron prestado en dólares a tipos razonables en los mercados internacionales para colocar este dinero en rublos en las GKO cuyo rendimiento, tal y como ya se ha visto, era muy elevado. Hay que señalar que varios de las grandes bancos occidentales jugaron a este mismo juego, o invitaron a sus clientes a hacerlo.

Con todo, estaba claro que los operadores rusos habían asumido un nivel de riesgo excesivo que no podía explicarse más que por su certidumbre de que los países occidentales ayudarían a Rusia siempre y bajo cualquier circunstancia. Se trata de un ejemplo perfecto del fenómeno de riesgo moral. Las posiciones de cambio abiertas (no compensadas por contratos a plazo) adoptadas por los principales bancos rusos superaban los 50.000 millones de dólares en la primavera de 1998. Este elemento fue un factor adicional de inquietud legítima para numerosos operadores a partir de junio de 1998. Tam-

CUADRO 2
POSICIÓN DE CAMBIO FUERA DE BALANCE DE LOS PRINCIPALES BANCOS RUSOS*
(En millones de \$ USA)

Banco	Cantidad de contratos de venta a plazos	Fondos propios	Pérdidas en caso de devaluación del 20 por 100	Pérdidas en % de fondos propios
Avtobank	14.000	271,1	2.800,0	1.032,8
Incombank	18.000	411,7	3.600,0	874,4
Mosbiznesbank.....	1.060	78,5	212,0	270,1
Ros-Kred	4.050	314,0	810,0	258,0
SBS-Agro	4.400	393,1	880,0	223,9
Onexim.....	7.000	824,2	1.400,0	169,9
Menatep	2.500	304,0	500,0	164,5
Vneshtorg.....	3.194	1.023,0	638,8	62,4
IMB.....	240	146,1	48,0	32,9
Total	54.444	3.765,7	10.888,8	289,2

NOTA: * A mayo de 1998.

FUENTE: Centro de Control Bancario, Moscú.

bién explica que la devaluación de agosto fuera la muerte de estos grandes bancos.

La crisis financiera que Rusia experimentó en agosto de 1998 representó un *shock* financiero considerable. La combinación de una fuerte devaluación y del incumplimiento en el pago de la deuda interior en un mercado abierto a los no residentes provocó una importante conmoción en los mercados financieros internacionales. Es una prueba de las contradicciones que pueden nacer entre las lógicas financieras generadas por un problema estructural de equilibrio en las finanzas públicas y la aplicación de una política económica capaz de resolver de forma progresiva este problema estructural (Sapir, 1999). Lejos de ser un accidente, la crisis parece la ratificación, en suma, de los extravíos y las faltas cometidas en el período precedente. Mostró la fragilidad de la liberalización y de la «financiarización» cuando las instituciones de mercado son débiles y están poco desarrolladas. Los comportamientos especulativos altamente imprudentes de los bancos y de los agentes financieros no pudieron más que manifestarse totalmente en presencia de un desplome de las capacidades fiscales y reglamentarias del Estado. Esta crisis

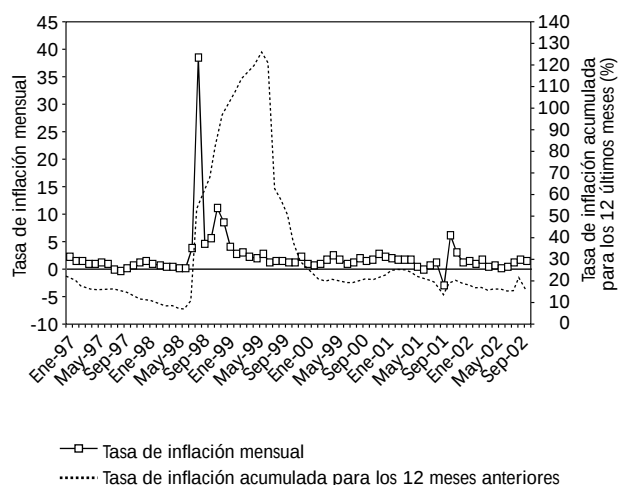
es una prueba de que los mercados necesitan un Estado al que no puedan reemplazar. Sin duda, fue un momento importante que sirvió para tomar conciencia de las nuevas dinámicas de una economía financiera globalizada (Stiglitz, 1999a y 1999b), y que condujo a una relectura crítica de las políticas preconizadas durante los años noventa, y a poner en tela de juicio al FMI y su actuación (Stiglitz, 2002).

2. Recuperación y reconstrucción

Contrariamente a las previsiones de algunos expertos occidentales y rusos, así como a la opinión de varias organizaciones internacionales (en especial el FMI), Rusia no experimentó ni una explosión hiperinflacionista ni una brutal contracción de la producción como resultado de la crisis de agosto de 1998. Tras un violento *shock* inicial, la inflación se estabilizó en torno al 35 por 100 anual. El PIB creció un 4,6 por 100 en 1999, empujado fundamentalmente por el incremento de la producción industrial (11 por 100). Estas cifras deben ser comparadas con las previsiones del FMI, que todavía anunciaba a principios de abril de 1999 una reduc-

GRÁFICO 2

DINÁMICA DE LA INFLACIÓN Y ESTABILIZACIÓN TRAS LA CRISIS DE 1998 (En %)



ción del PIB del 7 por 100. Este crecimiento no fue una llamada. Continuaría a un ritmo elevado en 2000 y 2001 (Gráfico 2).

Estabilización y gestión de las consecuencias de la crisis

Al combinar una quiebra y una devaluación brutal, la crisis financiera de 1998 habría podido tener, en realidad, consecuencias dramáticas. Las dificultades que padece Argentina tras una crisis análoga en 2001 muestran que una salida favorable de semejante evento no es en absoluto segura. La aplicación de medidas bastante heterodoxas ha permitido a Rusia recuperarse de forma espectacular. Más allá de estas medidas, el éxito ruso también se debe a una concienciación nacional de los errores cometidos durante los años anteriores. Existe una continuidad entre el gobierno de Evguenny Primakov, nombrado a principios de septiembre de 1998 en plena crisis, y la populari-

dad actual de Vladimir Putin: se trata de la voluntad anunciada de reconstruir el Estado. Esta voluntad, que se apoya en un profundo consenso popular, ha permitido la reconstrucción progresiva de la confianza, así como de la legitimidad de la política económica.

El gobierno Primakov se dedicó prioritariamente a la cuestión de las finanzas públicas. Los recursos fiscales crecieron de forma significativa y mejoró la disciplina de pago de los agentes económicos, como resultado del anuncio por parte de las autoridades federales de, por un lado, la voluntad de hacer honor a sus compromisos frente al pueblo ruso y, por otro, no tolerar las prácticas de fraude fiscal que hasta entonces eran demasiado habituales. El presupuesto registró un superávit neto de los recursos fiscales de cerca de 4.000 millones de dólares, alrededor del 10 por 100 de los recursos federales previstos. Este excedente correspondía en parte a la inflación, pero sobre todo al nivel de actividad económico (el IVA supuso un 4,6 por 100 del PIB frente al 3,6 por 100 previsto, el impuesto sobre los beneficios de las empresas experimentó un aumento del 50 por 100) y a la disminución significativa de los impagos fiscales. Globalmente, los ingresos federales representaron el 12,3 por 100 del PIB, frente al 11,8 por 100 previsto en la ley de presupuestos. La cifra de recaudación es aún más relevante cuando se la compara con la de 1998, que fue del 10,3 por 100 del PIB. Esta tendencia se ha confirmado posteriormente. Los ingresos fiscales federales alcanzaron el 15,5 por 100 del PIB en 2000 y el 17,6 por 100 en 2001, y la recaudación total consolidada fue, respectivamente para esos dos años, del 28,7 por 100 y del 29,6 por 100.

De esta forma, el déficit presupuestario se redujo del 2,5 por 100, según las previsiones del presupuesto, al 1,2 por 100 en 1999, mientras que en 1998 había supuesto el 4,1 por 100 y en 1997 el 7,2 por 100. Posteriormente, Rusia registraría un excedente primario del 1,9 por 100 en 2000 y del 3 por 100 en 2001.

Sin duda, el restablecimiento de la imposición sobre las exportaciones de materias primas desempeñó un papel importante en la estabilización fiscal. Aun así, este impuesto no pudo tener pleno efecto más que en la medida en que las autoridades decidieron aplicarlo de forma contundente. En 1999 y 2000,

CUADRO 3

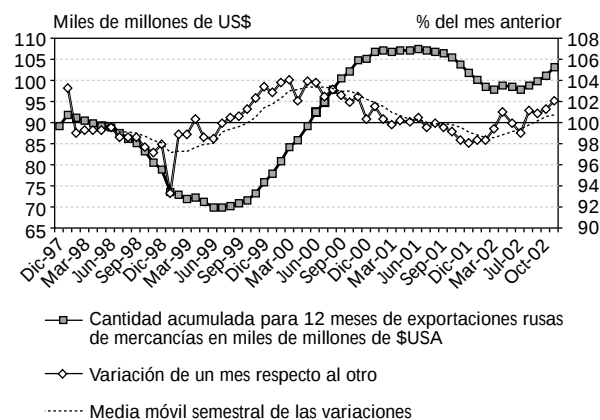
**EVOLUCIÓN DE LAS SALIDAS DE CAPITALES
ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS DE 1998
(En miles de millones de \$ USA)**

Año	Salidas de capital	Flujo total de comercio exterior (M + X)	Evasiones de capital como % del flujo de comercio exterior
1994.....	18,53	118,34	0,16
1995.....	25,83	144,75	0,18
1996.....	18,25	158,19	0,12
1997.....	26,00	160,46	0,16
1998.....	20,99	132,90	0,16
1999.....	19,23	115,20	0,17
2000.....	12,00	150,43	0,08

FUENTE: Datos del Banco Central de Rusia (BCR).

GRÁFICO 3

VARIACIÓN DE LAS EXPORTACIONES DE MERCANCÍAS DESDE 1998



permitió aligerar los otros impuestos, lo que favoreció la recuperación económica. El sistema fiscal dio comienzo a una transferencia de renta desde las materias primas hacia las actividades productivas.

El repunte económico

Rusia ha producido un fuerte excedente comercial, como consecuencia de la reducción de las importaciones y de la sustitución de los productos importados por productos nacionales, debida a una devaluación de alrededor del 45 por 100 en términos reales. Contrariamente a lo que a veces se supone, durante los primeros 18 meses de la recuperación económica rusa, el efecto «precio de los hidrocarburos» no desempeñó papel alguno. En realidad, el único factor que explica el espectacular incremento del excedente comercial es la caída de las importaciones (Gráfico 3).

La evasión de capitales que tuvo lugar en el país desde comienzos de los años noventa se ralentizó de forma substancial gracias a la puesta en marcha de las medidas de control (entre ellas, las destinadas al control del cambio) decididas al principio de 1999 y aplicadas con rigor desde otoño de ese año (véase Cuadro 3).

Las reservas de cambio del Banco Central, que habían caído a 12.000 millones de dólares a finales de 1998, crecieron de forma espectacular a pesar de la devolución de la deuda exterior. Estas reservas alcanzaron los 27.900 millones de dólares a finales de 2000, 36.600 millones a finales de 2001 y 47.800 millones a 31 de diciembre de 2002. Todavía más significativo: aunque estas reservas no representaban más del equivalente de dos meses de importaciones en el último trimestre de 1997 (esto es, en vísperas de la crisis), sobrepasaban los seis meses desde principios de 2002, y esto a pesar de la fuerte remontada de las importaciones que se produjo a partir de 2001.

Las empresas rusas han aprovechado la devaluación para acelerar su ajuste a las condiciones de mercado. El incremento de la producción industrial ha sido considerable. Durante los tres años siguientes a la crisis (1999 a 2001), el crecimiento fue del 30 por 100. El análisis muestra que, después del fuerte efecto de sustitución de las importaciones en 1999, los factores que motivaron este crecimiento fueron la inversión y la reconstitución de los stocks, antes de ser relevados por el aumento de la demanda interior.

CUADRO 4
FACTORES DE CRECIMIENTO, 1999-2001
(En %)

	1999	2000	2001
Tasa de crecimiento del PIB	5,4	8,3	5,7
<i>Factores:</i>			
Consumo de los hogares	-44,7	51,5	86,8
Consumo de las administraciones..	11,5	3,1	-3,8
Inversión	19,7	38,8	34,6
Variación de los stocks	29,6	13,5	0,4
Exportaciones	18,7	21,7	20,9
Importaciones	65,2	-28,6	-38,9
Total.....	100	100	100

FUENTE: M.N. UZJAKOV, «O perspektivah ekonomicheskogo rosta v Rossii» (Las perspectivas del crecimiento en Rusia) en *Problemy Prognozirovaniya*, número 4/2002, páginas 3-14, Cuadro 4.

El ritmo de renovación de la gama productiva se aceleró en 1999 y la gestión de las empresas mejoró cualitativamente. La devaluación no fue una mera bocanada de aire sin porvenir. A este respecto, resulta significativo que, justo después de la crisis, empezasen a reducirse parte de los trueques en las transacciones entre empresas. Este movimiento indica una inversión en la tendencia hacia la desmonetización que experimentaba la economía rusa desde 1993.

Aprovechando los efectos de la devaluación y la reducción del precio relativo de la energía, dos elementos que transformaron la rentabilidad de las actividades industriales, las empresas rusas emprendieron un ambicioso proceso de modernización tras la crisis. Un estudio realizado sobre una gran muestra de empresas durante el transcurso de 1999 mostraba que el 26 por 100 de las mismas estimaban haber mejorado la calidad del total del inventario de la producción y el 42 por 100 una parte de dicho inventario. Casi el 15 por 100 de las empresas renovaron el conjunto de su producción y el 38 por 100 estaban acometiendo una renovación parcial. Por último, el 40 por 100 de las empresas de la muestra ampliaron sus relaciones comerciales con clientes en regiones en las que hasta entonces no habían

tenido negocios³. Este movimiento supuso para Rusia un excelente año 2000, con una tasa de crecimiento del PIB de más del 10 por 100 y un aumento de la producción industrial de casi el 12 por 100.

¿Una economía «sin bancos»?

No obstante, el sector financiero desempeñó un pobre papel en esta renovación de la actividad industrial. Los grandes bancos rusos fueron, en su mayor parte, limpiamente sacrificados por la devaluación. La moratoria bancaria implantada tras la crisis no supuso un restablecimiento del orden en el sector, debido a la oposición de la administración presidencial de la época, y en concreto del entorno de Boris Yeltsin. Sin embargo, los pequeños bancos regionales se vieron poco afectados por la crisis, puesto que no tenían medios para entrar en la especulación sobre las GKO. Aun así, sus fondos financieros eran, y siguen siendo, tan reducidos que no han podido sustituir a los establecimientos fracasados.

Es evidente que la actuación de los bancos rusos fue muy débil. La autofinanciación se confirmó como la primera fuente de financiación de las empresas, seguido de las subvenciones públicas (federales o locales) así como de la puesta en práctica de créditos entre empresas. La economía real ha estado, por fuerza mayor, «sin banca» durante el período de estabilización y consolidación que siguió a la crisis.

Estos resultados se pueden confirmar a través de ciertos datos. Si se analizan sistemáticamente las cifras de un panel de 1.500 empresas administrado por el *Russian Economic Barometer* desde 1993, se puede observar la evolución de la dinámica de inversión desde el inicio de la transición. Es evidente que el impacto más fuerte y más negativo sobre la decisión de invertir tuvo lugar entre 1993 y finales de 1995, debido a la reducción de la cartera de pedidos. Desde finales de 1996 y hasta la crisis financiera de agosto de 1998, la variable pertinente pasó a ser la situación financiera de las empresas. La

³ Estudio realizado por el IPEN-ASR, Moscú.

CUADRO 5

FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS DURANTE EL REPUNTE TRAS LA CRISIS

Respuestas a la pregunta: ¿Cuáles fueron las fuentes de financiación de la inversión en su empresa durante 1999? (es posible elegir más de una respuesta)				
	% sobre el total de la muestra	Industria alimentaria	Química	Construcciones mecánicas
Autofinanciación	82	73	88	84
Subvenciones del presupuesto federal	18	9	25	24
Subvención de un presupuesto regional	7	0	0	16
Crédito de un banco ruso	16	27	50	8
Crédito acordado con otra empresa no financiera...	19	0	38	16
Crédito de un agente no residente	15	18	12	8

FUENTE: Encuesta IPEN-ASR.

CUADRO 6

**EVOLUCIÓN DE LAS RELACIONES ENTRE BANCOS Y EMPRESAS
(En %)**

	Han mejorado	No han cambiado	Han empeorado
Industrias alimentarias	46,7	40,0	13,3
Industrias ligeras	55,6	33,3	11,1
Energía eléctrica.....	50,0	44,0	6,0
Construcciones mecánicas	52,4	42,9	4,8
Química	70,4	25,9	3,7
Farmacia	40,0	60,0	0,0
Madera, papel y derivados	70,0	20,0	10,0
Metalurgia	81,8	18,2	0,0
Energía eléctrica.....	58,3	41,7	0,0
Imprenta	28,6	57,1	14,3
Agricultura.....	0,0	66,7	33,3
Otras.....	28,6	57,1	14,3
Total	54,3	38,7	7,0

FUENTE: IPEN-ASR. «Panel industrial ampliado». Cuestión planteada en septiembre de 2001 respecto al período verano 1999 - verano 2001.

inflación, real o anticipada, jamás fue un factor susceptible de explicar la contracción de las inversiones. Por el contrario, cabría sostener incluso que la caída demasiado rápida de la tasa de inflación podría haber tenido un efecto negativo sobre la inversión, tal y como confirman, por otro lado, los estudios teóricos (Andersen, 2001; Akerloff *et al.*, 1996). La tasa de cambio real sería, a su vez, el factor que podría explicar la reducción de la inversión entre junio de 1995 y noviembre de 1996. Sin embargo, habría que combinar sus efectos con la

contracción de la cartera de pedidos debida a que los productores interiores estaban siendo, en parte, eliminados del mercado por las importaciones.

Por el contrario, la devaluación de 1998 tuvo efectos muy positivos. Desde la crisis financiera de 1998, la relación entre la decisión de invertir y el estado de la cartera de pedidos se debilitó. Las variables financieras, esto es, la liquidez y el beneficio, pasaron a ser totalmente determinantes. La actividad, tras haber estado constreñida por la demanda, se vio oprimida por las con-

diciones de financiación entre octubre de 1998 y mayo del 2000. La mejora de la liquidez de los bancos, en particular gracias al reflujo de los excedentes comerciales, permitió que se desarrollaran las relaciones entre bancos y empresas durante 2000 y 2001, tal y como se muestra en un sondeo realizado en septiembre de 2001.

Bajo la dirección de Evgueny Primakov, y después de Stepa-chin y Putin, Rusia ha logrado la estabilización y la salida de la crisis de forma ejemplar. Hay que alegrarse de que sus dirigentes se hayan resistido a los consejos que les prodigaban ciertos economistas extranjeros, como la introducción de un *Currency board*, cuyos efectos han podido observarse recientemente en Argentina⁴.

3. ¿Está Rusia en un momento crucial?

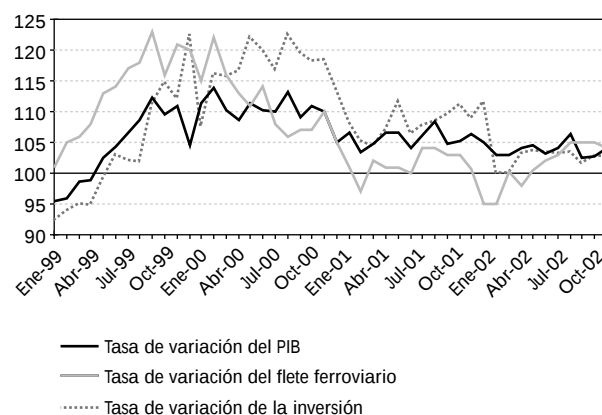
Tras tres años de fuerte crecimiento (1999, 2000 y 2001) Rusia está experimentando una ralentización inquietante del ritmo de la actividad económica, acompañada por signos que muestran cierto deterioro en la inversión. Este movimiento tan sólo ha sido parcialmente contrarrestado por la fuerte subida de los precios de los hidrocarburos desde el segundo semestre del 2002. Sin duda, esto demuestra que los precios del petróleo y del gas, aunque afectan positivamente a la cuantía de las exportaciones y suponen mejores recaudaciones fiscales, no son la variable más adecuada para explicar los movimientos de la economía rusa. Este empeoramiento del clima de negocios ha sobrevenido durante un período en el que el gobierno ruso ha decidido acelerar varias de las reformas estructurales en 2001 y 2002.

¿El final del crecimiento?

Se puede observar que la sustitución de las importaciones ya no tiene un efecto positivo desde 2000 y que la variación de

⁴ Para una presentación del intenso debate que tuvo lugar tras la crisis, véase SAPIR (1999).

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES
DEL CRECIMIENTO



los *stocks* de las empresas —un buen indicador de la expansión del volumen de su producción— ha dejado de ser un factor de crecimiento desde 2001. El empeoramiento del crecimiento del flete ferroviario —un buen indicador de la actividad de la industria fuera de los hidrocarburos— es un signo que no permite engañarse en cuanto al clima económico (Gráfico 4).

De acuerdo con las evidencias, el sector manufacturero ha entrado en una fase de relativo estancamiento, lo que confirma el aumento del desempleo técnico en ciertos ramos, en particular en el automóvil. Hay que advertir otros factores negativos, como la importancia del consumo de las economías domésticas en el proceso de crecimiento y la disminución del papel de las administraciones. Además, la inversión ha sido especialmente reducida durante 2002. A esto habría que añadir la reaparición en el invierno de 2002-2003 de los fenómenos de impagados, fundamentalmente debido a las autoridades locales. Todo esto ha supuesto un empeoramiento de la situación social, en especial en la parte este del país.

Los resultados macroeconómicos para el año 2002 fueron inferiores a los previstos inicialmente y esto a pesar de una

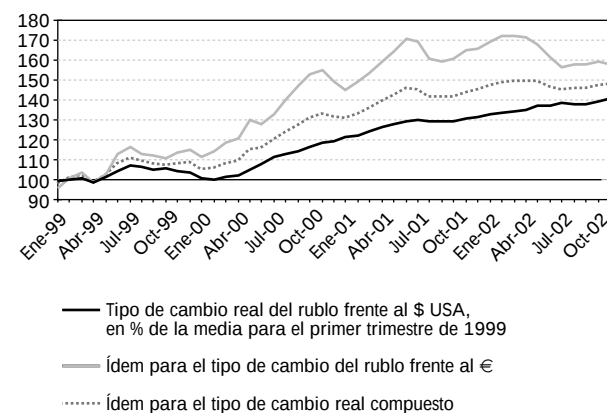
buena recaudación (como en 2001) y de la subida de los precios de los hidrocarburos. No obstante, esta subida habría retrasado el empeoramiento de la balanza corriente. Sin embargo, si a partir de 2004, y como resultado del desenlace de la crisis en Irak, los precios vuelven al nivel que tenían en 2001, este empeoramiento se manifestará de forma especialmente drástica en 2004 y 2005.

No cabe duda de que la principal variable determinante de la actividad económica en Rusia, aparte del sector de materias primas, sigue siendo la competitividad de las empresas. Tras un largo período marcado por inversiones muy reducidas y, como consecuencia, por un deterioro de los factores técnicos de productividad, esta competitividad depende considerablemente de la tasa de cambio. Teniendo en cuenta la debilidad del sector bancario ruso, así como la desconfianza de los empresarios frente a los bancos a los que consideran agentes imprevisibles, la inversión y la financiación de la actividad se apoyan de manera fundamental en la autofinanciación y, por consiguiente, en los beneficios conseguidos en el mercado interior. Esta circunstancia explica el papel crucial de la tasa de cambio a la par que la persistencia de un nivel relativamente elevado de inflación en una situación típica de desequilibrio inflacionista keynesiano. La principal causa para el empeoramiento de los resultados durante estos últimos meses reside en la apreciación de la tasa de cambio real del rublo. Si esta tendencia continúa durante 2003, los resultados seguirán empeorando rápidamente.

De hecho, si la situación económica en 2002 no fue tan mala como se temía a principios de año, se debió a un movimiento del euro en relación al dólar. La apreciación del euro equivalió a una reducción de la tasa real del rublo. Dado el crecimiento de las importaciones procedentes de la zona euro, la construcción de una tasa de cambio compuesta, ponderada por la proporción de las importaciones provenientes de la zona euro y de la zona dólar, permite evaluar el impacto de los movimientos euro/dólar sobre el rublo (Gráfico 5).

De esta manera, se observa que la tasa de cambio compuesta se ha mostrado prácticamente estable desde marzo de 2002,

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO
DEL RUBLO



tras haber crecido más de un 40 por 100 entre abril de 2000 y abril de 2002. Sin embargo, este fenómeno no parece que vaya a continuar durante demasiado tiempo. Para 2003, hay previsto un aumento de la tasa de cambio real. Por consiguiente, es lógico mostrar inquietud ante los resultados por venir, tanto para 2003 como para 2004.

El punto sobre el cual se concentran las preocupaciones es la evolución de la balanza de pagos. La revalorización del rublo ahoga la producción interior y le impone una pérdida considerable de competitividad. Es normal que las importaciones hayan aumentado de manera considerable. Con todo, en la medida en que las cuantías de las exportaciones dependan de los precios de las materias primas, dado que las capacidades de exportación en cuanto a volumen están prácticamente saturadas, en especial en el sector de los hidrocarburos, no es de esperar que la situación financiera rusa se deteriore de forma drástica en los 18 meses siguientes.

La situación es tanto más preocupante debido a que Rusia se enfrenta a una deuda externa que, sin ser excesiva, impondrá un esfuerzo financiero no desdeñable entre 2003 y 2007.

CUADRO 7

**EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO DESDE EL AÑO 2000 Y PREVISIONES PARA 2003
(En %)**

	2001	2002 (junio)	Estimación para 2002*	Previsiones para 2003**
Crecimiento del PIB	5,7	4,1	3,5/4,0	0/1,5
Crecimiento de la producción industrial.....	4,9	4,4	4,0	1,0/1,5
Crecimiento de la inversión	8,7	2,1	2,0	-4/2,0
Crecimiento del ingreso real de los hogares.....	7,2	6,4	6,5/7,0	2,5/1,0
Inflación.....	18,6	16,6	15,0	12/16,0
Exportaciones de bienes (miles de millones de \$)	101,7	98,2	106,1	103,0
Importaciones de bienes (miles de millones de \$)	53,8	56,0	60,8	64,4
Balanza corriente (miles de millones de \$)	34,8	30,2	31,6	25,0
Balanza de pagos (miles de millones de \$)	8,2		11,3	2,0/0,0
Desempleo	8,9	8,2		

NOTAS: * Estimaciones realizadas a finales de noviembre de 2002.

** En función de los precios del petróleo para los datos de las exportaciones.

FUENTES: GOSKOMSTAT, Banco Central de Rusia y banco de datos CEMI-EHESS.

CUADRO 8

ESTADO Y PREVISIONES DE LA BALANZA DE PAGOS DE RUSIA

	2001	2002 (estim.)	2003 (prev.)	2004 (prev.)
Cuenta corriente.....	34,8	31,6	25,0	12,9
Bienes	47,9	45,2	38,6	26,5
Exportaciones, de las cuales.....	101,7	106,0	103,0	100,5
Petróleo.....	24,6	28,3	26,5	24,6
Productos petrolíferos.....	9,4	10,9	10,1	9,4
Gas natural	17,8	15,9	15,9	16,5
Otros	49,9	50,9	50,5	50,0
Importaciones	-53,8	-60,8	-64,4	-74,0
Servicios	-8,3	-8,7	-8,7	-8,7
Exportaciones	10,7	12,8	12,8	12,8
Importaciones	-19	-21,5	-21,5	-21,5
Compensación de los empleados	0,1	0,1	0,1	0,1
Ingresos de las inversiones.....	-4,1	-4,7	-4,7	-4,7
Transferencias corrientes.....	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3
Balanza financiera y de movimientos de capitales	-16,5	-11,6	-11,6	-11,6
Errores y omisiones	-10,1	-8,7	-8,7	-8,7
Saldo general de la balanza de pagos	8,2	11,3	4,7	-7,4

FUENTES: Datos del Banco Central de Rusia y base de datos CEMI-EHESS.

CUADRO 9

DEUDA EXTERIOR DE LA FEDERACIÓN RUSA
(En miles de millones de \$ USA)

	Diciembre 2001	Septiembre 2002
Deuda total.....	151,2	149,7
Deuda a corto plazo.....	30,6	29,4
Deuda a largo plazo	120,5	120,3
Endeudamiento de las administraciones ..	113,5	106,5
Endeudamiento de los bancos	13,6	13,6
Endeudamiento del sector no financiero ..	24,0	29,6
Deuda total como % de la cantidad de exportaciones.....	148,7	
Deuda total como % del saldo corriente	434,5	

FUENTE: Banco Central de Rusia.

No parece posible conseguir que la inflación se reduzca por debajo del 10 por 100, salvo que se estrangule completamente la inversión industrial. A este respecto, la política seguida por los gobiernos que se han sucedido en Rusia desde 1998 ha sido muy prudente, a diferencia de lo que había ocurrido con anterioridad a la crisis. En lugar de reducir la tasa de inflación lo máximo posible, se ha perseguido sobre todo estabilizarla. Su nivel actual, entre el 14 por 100 y el 16 por 100 anual, corresponde muy probablemente a lo que cabría esperar en una economía con necesidad de invertir y que no puede contar con un sistema bancario o con mercados financieros para hacerlo.

Las insuficiencias del sector bancario

Los bancos rusos, a pesar de haber experimentado una mejora considerable en su liquidez, continúan desempeñando una función de poca importancia en la financiación de la actividad económica, fuera del sector de materias primas. Por consiguiente, el sector financiero no tiene más que un pequeño impacto sobre la economía real (Renversez y Khartchenko-Dorbec, 2002), tanto más cuanto que el crédito al consumo se mantiene

poco desarrollado, y a todos los efectos prácticamente inexistente (véase Cuadros 10 y 11).

La inversión y la financiación de la actividad se apoyan fundamentalmente en la autofinanciación y, con ello, en los beneficios obtenidos en el mercado interior. Por lo tanto, habría que señalar que, con la excepción de los créditos librados en divisas, la parte de los préstamos a más de un año es muy reducida en el sistema crediticio a las empresas. Esta circunstancia explica el papel crucial de la tasa de cambio a la par que la persistencia de un nivel relativamente elevado de inflación en una situación típica de desequilibrio inflacionista keynesiano.

Las falsas esperanzas de las reformas estructurales

Frente a la ralentización del crecimiento, el gobierno ruso actual ha depositado sus esperanzas en la aplicación de reformas estructurales. Los elementos disponibles llevan a dudar de la validez de esta estrategia y a no compartir dichas esperanzas.

La reforma fiscal, que, en lo esencial, implica un límite del impuesto sobre las rentas del 13 por 100, está lejos de producir los frutos previstos. Guerman Gref anunció en el Foro de Davos que la recaudación fiscal había aumentado el 40 por 100 en 2001 y 2002⁵. Los resultados reales son diferentes. Si los ingresos fiscales aumentaron en rublos corrientes en un 36,6 por 100 en 2001 y un 23,2 por 100 en los diez primeros meses de 2002, estas cifras integran tanto la subida vinculada a la inflación como la subida vinculada al incremento del PIB, dos elementos que afectan naturalmente a los recursos fiscales. Una vez descontados los efectos de estos dos elementos, el aumento de la recaudación no fue más que del 9 por 100 en 2001 y del 3,6 por 100 para los diez primeros meses de 2002. Teniendo en cuenta la importancia actual de los impuestos sobre las exportaciones y el incremento de los precios de materias primas a principios de

⁵ Interfax, 20 de enero de 2003.

CUADRO 10
CRÉDITOS EN LA ECONOMÍA RUSA PARA 2001

	En miles de millones de rublos	En % del total	En % del PIB
Créditos (en rublos)			
Total	972,64		10,8
Créditos a particulares	78,446	8,1	0,9
Créditos a empresas no financieras	822,12	84,5	9,1
Créditos al sector financiero	68,156	7,0	0,8
Créditos (en divisas)*			
Total	494,849		5,5
Créditos a particulares	16,207	3,3	0,2
Créditos a empresas no financieras	369,332	74,6	4,1
Créditos al sector financiero	61,773	12,5	0,7
Total créditos*			
Total	1.467,489		16,2
Créditos a particulares	94,653	6,4	1,0
Créditos a empresas no financieras	1.191,452	81,2	13,2
Créditos al sector financiero	129,929	8,9	1,4

* A 31/12/2001

FUENTE: BCR, *Bulletin of Banking Statistics*, número 12/2002, página 102.

CUADRO 11
IMPORTANCIA RELATIVA DE LOS CRÉDITOS A LARGO PLAZO
EN EL CRÉDITO DE LAS EMPRESAS

	En miles de millones de rublos	En % del total de créditos
Créditos a empresas no financieras (rublos) de 1 a 3 años	117,871	14,3
Créditos a empresas no financieras (divisas) de 1 a 3 años	113,117	30,6
Créditos a empresas no financieras (total) de 1 a 3 años	230,988	19,4
Créditos a empresas no financieras (rublos) de más de 3 años	36,188	4,4
Créditos a empresas no financieras (divisas) de más de 3 años	51,176	13,9
Créditos a empresas no financieras (total) de más de 3 años	87,364	7,3
Créditos a largo plazo a empresas no financieras (rublos)	154,059	18,7
Créditos a largo plazo a empresas no financieras (divisas)	164,293	44,5
Créditos a largo plazo a empresas no financieras (total)	318,352	26,7

FUENTE: BCR, *Bulletin of Banking Statistics*, número 12/2002, página 102.

2001 y después de agosto de 2002, el aumento de la recaudación real podría explicarse por un efecto-precio de las materias primas antes que por la reforma.

El gobierno ruso también parece confiar en la puesta en marcha de una gran reforma administrativa. Esta propuesta

ha dado lugar a numerosos debates, aunque no parece que vaya a traducirse en cambios concretos hasta dentro de varios años. Por otro lado, una reforma administrativa, aun cuando fuese incontestablemente necesaria en Rusia, no puede influir en la coyuntura por si sola. No es un sustituto

frente a una caída de la tasa de beneficios. Es evidente que podría tener un papel positivo si consiguiera hacer más eficaz la actuación pública, en particular si evitase el solapamiento de competencias entre las diversas autoridades. Con todo, este efecto no podrá manifestarse en tanto que el gobierno no adopte una política más activa en el sostenimiento de la actividad.

La reforma del sector financiero y bancario todavía es más problemática. No hay ninguna duda de que este sector no funciona de manera satisfactoria desde el punto de vista del desarrollo de la economía, tal y como ya se ha subrayado en este artículo. Sin embargo, es conveniente analizar con detalle las causas de este mal funcionamiento. El problema actual está relacionado con la falta de confianza de los bancos por actividades en las que midieron mal las oportunidades y los riesgos, salvo en el sector de materias primas, y por parte de las empresas con un cierto recelo en cuanto al comportamiento potencialmente predador de los bancos. La dificultad de medir las oportunidades nos lleva de vuelta a la política de cambio. Mientras la tasa de cambio real pueda apreciarse en la medida en que lo hizo entre el verano de 2000 y el verano de 2002, el cálculo económico a medio plazo seguirá siendo un ejercicio demasiado arriesgado en Rusia. Más que una liberalización, el sector bancario y financiero necesita una serie de reglas razonables y organizativas que restablezcan la confianza mutua. La falta de un verdadero mercado interbancario constituye un problema capital, sobre todo en un país del tamaño de Rusia en el que los bancos importantes se mantienen concentrados en las grandes aglomeraciones de población. Además, tal y como muestra ampliamente la experiencia de los años 1995-1998, una liberalización del sector bancario y financiero podría dar lugar al nacimiento de polos de especulación que se traducirían en usos no productivos del ahorro existente.

La reforma de los servicios públicos, bastante cuestionada en Rusia durante estos últimos meses, es una falsa solución a un problema real: la obsolescencia de las infraestructuras. Es cierto que los consumidores no pagan la energía a su coste.

Pero también hay que recordar que las pérdidas entre la producción y el consumidor superan, en ocasiones, al volumen consumido. Por lo tanto, el consumidor también paga esas pérdidas y ésta sería la principal razón por la que el precio de la unidad de energía consumida debe mantenerse a un nivel demasiado bajo. Teniendo en cuenta el nivel actual de las elasticidades-precio, las subidas tarifarias aplicables sin provocar un retorno masivo al fenómeno de los impagados son muy limitadas. La privatización no puede estimular la inversión cuando las estructuras técnicas reflejan verdaderamente una política de precios insoportable desde el punto de vista financiero, para los consumidores. En realidad, la modernización sería la que permitiría, si llegara el caso, una privatización que garantizase las condiciones sostenibles en la duración de la rentabilidad de estas actividades.

Por último, recurrir a nuevas reducciones de los impuestos podría privar a las administraciones de los medios financieros necesarios para realizar las inversiones que el país necesita. Hay que recordar que, a falta de una política activa de desarrollo regional, las diferencias de recaudación entre regiones son de 1 a 23. La proporción de las inversiones federales en las inversiones públicas se ha reducido de manera considerable durante los últimos años. Esta situación, que priva a Rusia de un mecanismo de distribución equitativa de la riqueza, constituirá con el tiempo una amenaza para el equilibrio interno del país⁶.

Por consiguiente, una política de reformas estructurales no es una alternativa a una política macroeconómica activa a la hora de mantener el crecimiento. Podría incluso conducir a un agravamiento de la situación. Las reformas estructurales actualmente necesarias son aquellas que permitirían reforzar el impacto de una política macroeconómica y no las que sobrecargarán la presión sobre los beneficios o desviarán el ahorro de la inversión productiva.

No hay duda de que la inversión es, en este momento, el problema clave del desarrollo económico de Rusia. Con la ralentiza-

⁶ Véase GONTAR' (2001).

ción actual, ha caído al 16 por 100 del PIB. No olvidemos que, durante el período de reconstrucción después de 1945, las economías de Europa occidental tuvieron tasas de inversión comprendidas entre el 20 por 100 y el 25 por 100 del PIB.

En la medida en que el sistema bancario ruso todavía seguirá siendo débil durante bastantes años, las inversiones privadas se mantendrán vinculadas a la tasa de beneficio. Por su parte, ésta dependerá, tal y como ya se ha visto, de la tasa de cambio y del precio interior de la energía. Estos elementos determinan los marcos posibles de una actuación del gobierno ruso. En estos momentos, no es posible modificar el sistema de doble precio restablecido por Primakov a finales de 1998. Teniendo en cuenta la persistencia de las tensiones inflacionistas vinculadas a las necesidades de inversión y en razón al reflujo de divisas producido por las exportaciones de materias primas, permitir que el mecanismo de mercado determine la tasa de cambio no podría más que abocar a una sobrevaluación destructiva de dicha tasa. Para evitar volver a caer en las prácticas especulativas, que tal y como ya se ha analizado, fueron muy perjudiciales antes de 1998, el gobierno ruso no tiene probablemente otra opción salvo poner en marcha un sistema de gestión de la tasa de cambio. Esto permitiría aplicar una política de fijación del tipo *crawling peg*.

No obstante, no se puede olvidar que las inversiones privadas también están vinculadas a las inversiones públicas. Hay muchos estudios que muestran la importancia de esta sinergia⁷. Sobre todo, se manifiesta en las inversiones públicas en infraestructuras⁸. Esto implica una fiscalidad más gravosa sobre el sector de materias primas y probablemente una política de déficit público para los próximos cinco años.

Sin embargo, no sólo hay que resolver la cuestión de las cantidades disponibles. Es cierto que, en la actualidad, Rusia no dispone de las estructuras financieras capaces de canalizar los

recursos adicionales hacia proyectos a largo o muy largo plazo. En esta situación, la puesta en marcha de una institución pública (o semipública) del tipo de la *Caisse des Dépôts et Consignations* (en su versión de los años 50/60) sería indispensable. Esta institución contribuiría a crear un polo de estabilidad en el sector financiero ruso. Con su actuación, en especial en el ámbito de las inversiones a largo plazo en infraestructuras, daría una mejor perspectiva a los agentes privados para sus cálculos de rentabilidad. Con su capacidad de emitir títulos fuertemente garantizados, podría ser un instrumento importante para la reanimación del mercado financiero.

Por lo tanto, la economía rusa parece estar en estos momentos en un punto decisivo. Tras la crisis de 1998, habría emprendido una trayectoria de crecimiento coherente, que daba la espalda a los errores del período 1993-1998. Sin embargo, la ruptura no ha sido completa. En la actualidad, se puede observar cómo se manifiestan ciertos síntomas preocupantes, en especial a través de la dinámica del cambio y de su impacto en una economía en la que el sector bancario sigue siendo frágil y subdesarrollado, que podrían volver a alterar los equilibrios financieros, interiores y exteriores, tal y como se ha constatado durante estos últimos años. Es necesario un ajuste de la política económica para evitar volver a caer en una lógica de crisis.

Referencias bibliográficas

- [1] AKERLOF, G. A.; DICKENS, W. T. y PERRY, G. L. (1996): «The Macroeconomics of Low Inflation», *Brookings Papers on Economic Activity*, páginas 1-76.
- [2] ANDERSEN, T. M. (2001): «Can Inflation Be Too Low?», en *Kyklos*, volumen 54, fascículo 4, páginas 591-602.
- [3] ASCHAUER, D. A. (1989): «Is Public Expenditure Productive?», *Journal of Monetary Economics*, volumen XXIII, número 2, marzo, páginas 177-200.
- [4] ASCHAUER, D. A. (1990): *Why is Infrastructure Important?*, A. H. MUNNELL (1990).
- [5] BOWLES, S.; GORDON, D. y WEISSKOPF, T. (1983): «Long Swings in the Nonreproductive Cycle», *American Economic Review*, volumen 73, número 2, mayo, páginas 152-157.

⁷ Véase ASCHAUER (1989 y 1990); MUNNELL y COOK (1990); FORD y PORET (1991).

⁸ Véase GORDON (1995); BOWLES, GORDON y WEISSKOPF (1983 y 1990).

- [6] BOWLES, S.; GORDON, D. y WEISSKOPF, T. (1990): *After the waste Land: A Democratic Economics for the Year 2000*, M. E. SHARPE, Armonk, Nueva York.
- [7] BRANA, S.; MESNARD, M. y ZLOTOWSKI, Y. (eds.) (2002): *La Transition Monétaire en Russie*, l'Harmattan, París.
- [8] CLÉMENT-PITOT, H. y SCIALOM, L. (1993): «Système Bancaire et Dérapage Monétaire», *Économie Internationale*, número 54, segundo trimestre, páginas 137-156.
- [9] EPSTEIN, G. A. y GINTIS, H. M. (1995): *Macroeconomic Policy after the Conservative Era*, Cambridge University Press, Cambridge.
- [10] FORD, R. y PORET, P. (1991): «Infrastructure and Private-Sector Productivity», OCDE, Departamento de Economía y Estadística, Working Paper número 91, OCDE, París.
- [11] GONTAR', J. (2001): *Asimetrija Ekonomitscheskogo Razvitiia regionov - Sovremennye Problemy, Strategija Regulirovaniia*, Stavropol'skoe Knizhnoe Izdatel'stvo, Stavropol.
- [12] GORDON, D. M. (1995): «Growth, Distribution and the Rules of the Game: Social Structuralist Macro Foundations for a Democratic Economic Policy», EPSTEIN, G. A. y GINTIS, H. M., páginas 335-383.
- [13] GRAVEREAU, J. y TRAUMAN, J. (eds.) (2001): «Crises Financières», *Économica*, París.
- [14] LITVIAKOV, M. (1996): «Le Système des Paiements en Russie: Une Proposition de Réforme», *Revue d'Études Comparatives Est-Ouest*, volumen 27, número 2, páginas 109-122.
- [15] LITVIAKOV, M. (2002): *Transformations du Système de Paiements et de Règlements en Russie*, BRANA, S., MESNARD, M. y ZLOTOWSKI, Y., páginas 177-208.
- [16] MUNNELL, A. H. (ed.) (1990): *Is There a Shortfall in Public Capital Investment*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston.
- [17] MUNNELL, A. H. y COOK, L. M. (1990): «How Does Public Infrastructure Affect Regional Investment», *New England Economic Review*, septiembre-octubre.
- [18] ORLOVA, N. (2002): «Evolution du Marché des Actions en Russie», BRANA, S., MESNARD, M. y ZLOTOWSKI, Y. (eds.), páginas 231-256.
- [19] OULT-AHMED, P. (1999): «Politiques Monétaires, Comportements Bancaires et Crise de Financement en Russie», *Revue d'Études Comparatives Est-Ouest*, volumen 30, números 2-3, páginas 89-122.
- [20] RENVERSEZ, R. y KHARTCHENKO-DORBEC, A. (2002): «Ocenka Vlijaniia Finansovykh Faktorov na Ekonomitscheskij Rost v Rossii», *Problemy Prognozirovaniia*, número 3/2002, páginas 30-46.
- [21] SAPIR, J. (1996): *Inflation and Transition: From Soviet Experience to Russian Reality*, S. SEN (ed.), páginas 204-236.
- [22] SAPIR, J. (1999): «Russia's Crash of August 1998: Diagnosis and Prescriptions», *Post-Soviet Affairs*, volumen 15, número 1, páginas 1-36.
- [23] SAPIR, J. (2001): «La Crise Financière Russe - La Finance Émergente en Transition», GRAVEREAU, J. y TRAUMAN, J., páginas 253-270.
- [24] SAPIR, J. (2002): «Troc, inflation et monnaie en Russie: tentative d'élucidation d'un paradoxe», BRANA, S., MESNARD, M. y ZLOTOWSKI, Y. (eds.), páginas 49-82.
- [25] SEN, S. (ed.) (1996): *Financial Fragility, Debts and Economic Reforms*, Macmillan, Londres.
- [26] STIGLITZ, J. E. (1999a): «Wither Reform? Ten Years of Transition», *Keynote Address to the Annual Bank Conference on Development Economics*, Banco Mundial, Washington DC, abril.
- [27] STIGLITZ, J. E. (1999b): «Quis Custodiet Ipsos Custodes?», *Keynote Address, Annual Bank Conference on Development Economics - Europe, Governance, Equity and Global Markets*, Banco Mundial y CAE, París, junio.
- [28] STIGLITZ, J. E. (2002): *La Grande Désillusion*, Fayard, París.
- [29] STIGLITZ, J. E. y WEISS, A. (1981): «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», *American Economic Review*, volumen 71, número 3.
- [30] WEDEL, J. R. (1999): *Collision and Collusion - The Strange Case of Western Aid to Eastern Europe, 1989-1998*, St Martin's Press, Nueva York.
- [31] WOODRUFF D. (1999): *Money Unmade: Barter and the Fate of Russian Capitalisme*, Cornell University Press, Cornell.