



Torre Spasskaya del Kremlin, Moscú.

Historia de dos crisis

Erik Berglöf, Alexander Plekhanov y Alan Rousso

EL REVÉS que ha sufrido Rusia es notable. Justo antes de que la crisis financiera mundial golpeará el país con toda su fuerza a finales de 2008, Rusia parecía invencible. Casi 10 años de un rendimiento económico impresionante, una gestión macroeconómica prudente, un superávit fiscal y de cuenta corriente, la tercera mayor reserva de divisas del mundo y una creciente clase media eran tan solo algunos de sus logros.

Pero la situación ha cambiado drásticamente. Una brusca reducción de la producción en el cuarto trimestre de 2008 y en el primero de 2009, la situación prácticamente de quiebra de algunos grandes bancos y las dificultades de destacados grupos industriales, junto con un aumento alarmante del desempleo, han puesto las cosas bajo una perspectiva completamente nueva. Y a ello se suma el hecho de que casi una tercera parte de las reservas del país, utili-

zadas principalmente para sostener al rublo en su caída gradual, se han evaporado.

Déjà vu

Los violentos vaivenes del mercado y del rendimiento económico, y otras características de la crisis actual, son extraños recordatorios del colapso financiero de 1998. Entre 1995 y principios de 1998, numerosos y respetados analistas occidentales consideraban a Rusia un gran éxito mundial. Según estos analistas, gracias a los esfuerzos anticipados del primer equipo reformista del Presidente Boris Yeltsin y del Primer Ministro en funciones Yegor Gaidar, Rusia se había convertido en una economía de mercado en menos de cinco años.

En aquel entonces, al igual que en 2008, Moscú tenía la aureola de una ciudad en crecimiento espectacular, a la que acudían en masa jóvenes profesionales a hacer fortuna. El

Rusia sigue siendo una economía que depende de los recursos naturales y que debe diversificarse siguiendo criterios de mercado

mercado bursátil, aunque pequeño y sin liquidez, era uno de los de mayor rendimiento del mundo, y se estaba formando una clase media. Rusia se consideraba demasiado grande e importante (y demasiado nuclear) para fracasar, y el miedo a que se contagiara de la crisis asiática, que se estaba extendiendo por los mercados emergentes en la segunda mitad de 1997 y a principios de 1998, se creía infundado. Ya conocemos el resto de la historia. En agosto de 1998 llegaron la cesación de pagos, la devaluación y la desesperación.

¿Qué se puede aprender de estas dos crisis, que ocurrieron con una diferencia casi exacta de 10 años? Rusia ha avanzado en muchos aspectos desde la última gran crisis que sufrió. Lo que podemos conseguir al mirar hacia atrás, a los sucesos de 1998, es un cierto consuelo al saber que Rusia es hoy más fuerte de lo que era entonces. Pero también existe cierto temor: esta vez, el rebote de la economía puede ser menos inmediato y profundo.

Lo que observaremos con toda seguridad es que Rusia no ha hecho lo suficiente para vacunarse contra las crisis recurrentes que se derivan, en gran medida, de las fuertes caídas del precio del petróleo. Rusia sigue siendo una economía que depende de los recursos naturales y que debe adoptar medidas importantes para diversificarse siguiendo criterios de mercado.

La continua importancia del petróleo

Ambas crisis se debieron principalmente a fuertes caídas en el precio del petróleo, la principal variable externa de la economía rusa, cuya diversificación más allá del petróleo, el gas y otras materias primas sigue suponiendo uno de los principales desafíos a largo plazo.

Antes de la crisis de 1998, el petróleo y el gas suponían casi la mitad de los ingresos de las exportaciones de Rusia y, directamente, una quinta parte de los ingresos del gobierno federal. Llegado 2008, el petróleo y el gas originaban el 68% de los ingresos de las exportaciones, y los recursos naturales representaban directamente la mitad del presupuesto del gobierno federal. Las industrias de extracción representaban más del 10% del valor agregado total y su contribución real al PIB era muy superior, ya que aproximadamente el 60% de la producción industrial se concentraba en sectores estrechamente relacionados, como el refinado de petróleo y la producción

de metales y fertilizantes. Las estimaciones aproximadas indican que la participación directa global de los recursos naturales y los sectores relacionados en el valor agregado total de la economía en realidad aumentó de aproximadamente el 15% en 1997 a alrededor del 20% en 2007. Además, una parte importante del valor agregado de los servicios se debe al comercio de recursos naturales y al transbordo de petróleo, gas y minerales.

Dado que en la actualidad Rusia depende aún más de los recursos naturales que en 1998, ¿cómo afecta a su economía el derrumbe del precio del petróleo? Después de la crisis asiática, el precio del petróleo de los Urales cayó desde US\$23 el barril a principios de 1997 hasta menos de US\$9 a mediados de junio de 1998, un descenso superior al 60%. El nivel de precios actual del petróleo está lejos de los mínimos históricos: es casi tres veces más alto en términos reales que a mediados de 1998 y comparable al de principios de 2005, cuando la economía rusa crecía rápidamente a un ritmo del 7% anual y acumulaba reservas de divisas (gráfico 1). Pero esta vez el ajuste del precio en términos relativos ha sido aún más rápido y marcado: el precio del barril de petróleo de los Urales cayó desde un máximo de US\$138 en agosto de 2008 hasta un promedio de US\$44 en los primeros cuatro meses de 2009, un descenso de casi el 70%.

El denominador común

La importancia del petróleo para la economía es un denominador común de las crisis de 1998 y 2008. Otra similitud es que tanto el sector real como el sector financiero y las finanzas públicas se vieron gravemente afectados. Sin embargo, las condiciones iniciales de estos tres sectores, sus vínculos y la secuencia de eventos que llevaron a la crisis en 1998 y a la desaceleración en 2008 difieren sustancialmente.

La economía real. Rusia sufrió una recesión incluso antes de que se desencadenara la crisis de 1998. Aunque la economía de Moscú había vuelto a crecer rápidamente a mediados de 1997, se estima que, en ese año, la producción se había contraído en 43 de las 79 regiones. Por el contrario, el crecimiento en la última década fue rápido, sólido y con una distribución geográfica amplia. En el primer semestre de 2008, la producción creció a un ritmo anual del 8,2%, y entre 1999 y 2008 había aumentado 82%. Según numerosas interpretaciones, la economía se estaba recalentando.

En 1998, los problemas del sector real comenzaron mucho antes de que la cesación de pagos de agosto golpeará el sistema financiero y desencadenara una grave depreciación del rublo. No hay datos oficiales desestacionalizados, pero los cálculos aproximados indican que la producción se contrajo fuertemente en los tres primeros trimestres de 1998, y que posteriormente arrancó una fuerte recuperación casi justo después de la crisis financiera (gráfico 2). En términos simplificados, la caída de los precios del petróleo agravó la difícil situación de la economía real con



un fuerte impacto en las finanzas públicas, subsanado temporalmente mediante la emisión de deuda a corto plazo (en títulos conocidos por la sigla GKO) a tasas de interés muy altas, que atrajo a numerosos inversionistas no residentes e instituciones financieras residentes. El colapso del mercado de GKO desencadenó la crisis financiera y una fuerte depreciación del rublo.

A diferencia de 1998, cuando el malestar del sector real se extendió gradualmente a las finanzas públicas y al sistema bancario, en 2008 los tres sectores de la economía se vieron afectados simultáneamente. El dinámico sector real se vio doblemente golpeado por una fuerte caída en los precios de las materias primas y una reducción pronunciada de la demanda mundial de productos manufacturados, incluidos productos del acero elaborados y semielaborados. Los mercados de préstamos sindicados se paralizaron, dificultando muchísimo la refinanciación de obligaciones externas para algunos prestatarios del sector privado e imposibilitándosela a otros. Numerosas carteras de inversión abandonaron Rusia —y los mercados emergentes en general— y el financiamiento para el comercio empezó a agotarse. Los ingresos fiscales se redujeron fuertemente: en los meses de enero y febrero, las entradas interanuales del gobierno general se redujeron un 9% en términos nominales, una reducción de casi el 20% en términos reales.

Finanzas públicas. En 1998, el malestar en el sector real se adelantó a la crisis financiera y, una vez superada la crisis, la influencia del sector bancario y de las finanzas públicas en la economía real era poco significativa. Los ingresos del gobierno general (incluidas las partidas extrapresupuestarias) representaron solo el 27% del PIB en 1997, del cual los correspondientes al gobierno federal eran menos de la mitad. Por tanto, el margen para el estímulo fiscal era limitado.

Para 2008, el papel del gobierno en la economía había aumentado drásticamente. Los ingresos del gobierno general totalizaron el 39% del PIB, del cual el gobierno federal representaba el 58%. En 2004, Rusia creó el Fondo de Estabilización del Petróleo, que posteriormente se dividió en el Fondo de Reserva y el Fondo Nacional de Inversión, para reservar parte de los ingresos procedentes del petróleo. A principios de 2009, este fondo había acumulado US\$225.000 millones, el 17% del PIB, y gran parte de la deuda pública externa se había pagado. A pesar del fuerte descenso de los ingresos fiscales, el gobierno tiene un margen para el estímulo fiscal muy superior al que tenía en 1998.

Sector financiero. Mientras que en 1998 el sector financiero había invertido fuertemente en GKO, el crédito al sector privado representaba solo el 9% del PIB, con una relación de préstamos frente a depósitos del 76%. El crédito al consumidor era casi inexistente y la financiación de proyectos a plazos superiores a un año representaba menos del 2,5% del PIB. En estas circunstancias, el colapso del sistema bancario tuvo un impacto limitado en el sector real. De hecho, la crisis contribuyó a cambiar la orientación del modelo bancario hacia empresas y consumidores.

Sin embargo, a mediados de 2008 el crédito nacional al sector privado había alcanzado el 42% del PIB, del que aproximadamente una cuarta parte se concedió a los consumidores. Con una relación de préstamos frente a depósitos en torno al

150%, una parte importante de la cartera de préstamos estaba en realidad financiada mediante préstamos externos de los bancos (US\$200.000 millones a finales de septiembre de 2008), en gran medida en forma de préstamos sindicados o líneas de crédito de bancos matrices. Las grandes empresas acudieron también activamente a los mercados financieros internacionales y acumularon aproximadamente US\$300.000 millones de deuda externa.

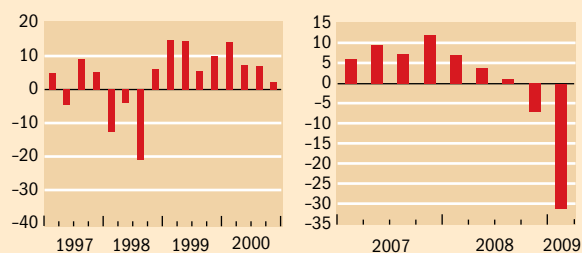
Entre el final de 2000 y el tercer trimestre de 2008, las carteras de préstamos de los bancos crecieron a un ritmo anualizado promedio superior al 50%, casi tan rápido como en Ucrania, donde la proporción de crédito al sector privado en relación al PIB alcanzó el 63% y donde el sistema bancario ya afronta graves dificultades. En este sentido, la relativamente modesta proporción de crédito en relación al PIB de Rusia es en cierta forma engañosa, ya que refleja el crecimiento inusualmente elevado del PIB nominal, que se multiplicó por ocho en términos de dólares entre 1999 y 2008 debido al rápido aumento del precio de las materias primas.

Gráfico 2

Anatomía de una crisis

La economía rusa se recuperó rápidamente en 1999. Queda por ver si ocurrirá lo mismo en 2009.

(PIB intertrimestral, estacionalizado, anualizado, porcentaje)



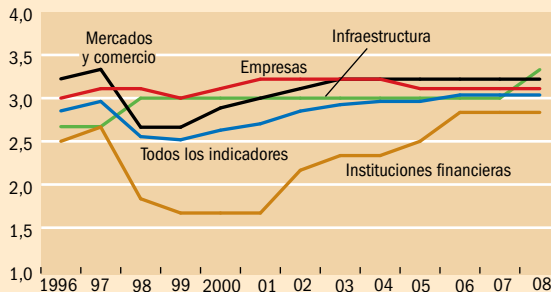
Fuentes: Rosstat; autoridades rusas, y estimaciones del BERD.

Gráfico 3

La transformación de la economía

Algunas reformas se detuvieron tras la crisis de 1998.

(Indicadores de transición, 1996–2008, mín=1; máx=4,33)



Fuente: Indicadores de transición del BERD.

Nota: El BERD analiza las reformas en los países en transición en varias dimensiones (reestructuración empresarial, mercados y comercio, infraestructura e instituciones financieras) y elabora los índices respectivos de las reformas en una escala de 1 a 4+, en la que los valores más altos corresponden a reformas más profundas.

Los índices de crecimiento del crédito tan elevados dificultaban tanto a bancos como a supervisores la tarea de asegurar la aplicación de procedimientos y modelos de gestión del riesgo adecuados. La liquidez aportada por el banco central puede permitir temporalmente a los bancos refinanciar préstamos problemáticos, pero en última instancia la calidad básica de los activos dependerá del estado de la economía real. Por tanto, es importante desarrollar planes de contingencia para recapitalizar y reestructurar el sistema bancario.

Los esfuerzos para reforzar un sistema bancario actualmente mucho mayor se han centrado hasta ahora en la provisión de la liquidez muy necesaria, ya que los bancos se han visto excluidos en gran medida de los mercados internacionales. Además, en septiembre de 2008, un gran número de bancos, en particular bancos medianos y regionales, tuvieron que hacer frente a la retirada de depósitos de clientes corporativos y minoristas. Las autoridades respondieron ampliando la garantía de los depósitos e inyectando liquidez a gran escala mediante préstamos con y sin garantía a los bancos.

El aspecto positivo es que la denominación de la deuda en moneda extranjera no ha supuesto un gran problema para Rusia. Solo el 25% de los préstamos nacionales a empresas y aproximadamente una novena parte de los préstamos al consumidor se denominaron en moneda extranjera, una proporción muy inferior a la de la mayoría de los demás mercados emergentes de Europa. Esto contrasta con la situación en julio de 1998, cuando el coeficiente de dolarización era del 42%.

Por tanto, la reciente depreciación del rublo no ha tenido un fuerte impacto negativo inmediato en la calidad de los balances de las empresas medianas ni en las carteras de préstamos de los bancos. Al mismo tiempo, ante la gravedad de la ralentización económica y el rapidísimo crecimiento del sistema bancario, es posible que la incidencia de los préstamos en mora aumente velozmente en el futuro.

Tiempos distintos, respuestas distintas

Las distintas circunstancias explican, en parte, otra diferencia importante entre 1998 y 2008: la respuesta de las políticas. En 1998, Rusia carecía de recursos, y probablemente de voluntad política, para responder a la crisis. De hecho, lo más importante entonces fue lo que el gobierno no hizo, es decir, intentar facilitar la salida de la crisis cuantitativamente. El gobierno y, en cierto modo sorprendentemente, el gobernador del banco central, Viktor Gerashchenko, resistieron la presión de muchos interesados en imprimir dinero, y la economía real se recuperó rápidamente.

Esta vez, la naturaleza de la crisis es esencialmente distinta, tiene su origen fuera de Rusia y los recursos del gobierno son mucho mayores. La respuesta de las autoridades también ha tenido mucha más fuerza, tanto en términos monetarios como fiscales.

El presupuesto para 2009 revisado prevé un estímulo fiscal sustancial, y se espera que el déficit presupuestario federal alcance hasta el 8% del PIB en 2009, probablemente seguido de un déficit del PIB del 5%–6%, financiado principalmente con reservas fiscales acumuladas. El gasto discrecional adicional del 4,1% del PIB combina un programa del lado de la demanda de

aproximadamente el 2% del PIB, dedicado en su mayor parte al gasto social, un programa del lado de la oferta de hasta el 1,3% del PIB, dedicado a apoyar a determinadas empresas e industrias, y un programa para los bancos de aproximadamente el 0,8% del PIB.

La crisis de 1998 conllevó ciertos retrocesos en las reformas estructurales, principalmente en el sector financiero, pero también en términos de libre mercado, integración del comercio y privatización y reestructuración de empresas (gráfico 3). Pero posiblemente la crisis también originó varias iniciativas de reforma estructural a mediano plazo, entre las que se incluyeron la reestructuración del sector eléctrico, la reforma tributaria, la introducción de la garantía de depósitos y la reforma de las pensiones.

Es demasiado pronto para evaluar el impacto de la crisis actual en el plan de reformas. El aumento del desempleo (estimado en el 9,5% en febrero de 2009), la caída de la renta, la elevada inflación (13% anualizada), la debilidad de la demanda de productos manufacturados y la disminución de las necesidades imperiosas de infraestructura a corto plazo pueden suponer una tentación política para adoptar medidas administrativas como el control de precios y aranceles, barreras al comercio y subsidios específicos a empresas en dificultades. Algunas de ellas ya se han probado a pequeña escala. Por ejemplo, los aranceles a la importación de vehículos usados aumentaron recientemente.

¿Cómo evolucionará el proceso?

Al igual que en 1998, el ritmo de recuperación de la crisis actual dependerá de factores externos, principalmente de la recuperación mundial, la trayectoria de los precios del petróleo y el costo del capital en los mercados internacionales, dada la enorme necesidad de inversión de Rusia en su sector industrial y en infraestructura.

Pero mucho más que en 1998, el ritmo de la recuperación también depende de la respuesta de las políticas, dados el papel más predominante del gobierno y la fuerza considerablemente mayor de los vínculos entre el sistema financiero y la economía real.

A diferencia de la situación de hace 10 años, el gobierno ahora dispone de fondos suficientes para aplicar estímulos fiscales considerables del lado de la demanda y para proporcionar transferencias sociales específicas a aquellos que han sido golpeados por la crisis con especial dureza. Sin embargo, la asignación del gasto público de manera productiva y que estimule la demanda agregada sin crear nuevos cuellos de botella sigue siendo un desafío en Rusia. En particular, la capacidad del gobierno para gestionar grandes programas de infraestructuras sigue siendo limitada. Como el papel del sector financiero en la economía rusa es en la actualidad mucho más prominente, en comparación con la década de 1990, los costos potenciales de un colapso del sistema bancario para la economía real podrían ser muy altos, al igual que el costo de políticas fiscales equivocadas. El gobierno de Rusia deberá moverse con prudencia en los próximos meses. ■

Erik Berglöf es Economista Jefe, Alan Rousso es Director de Estrategia y Análisis y Alexander Plekhanov es Economista del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.