

Análisis

Trayectoria macroeconómica y reformas estructurales en Rusia, 1991-2004

DOI: 10.32870/mycp.v6i20.208

*Geneviève Marchini**

En 1991, cuando colapsó la Unión Soviética, numerosos analistas esperaban que la introducción de reformas económicas de mercado permitiría el surgimiento a corto o mediano plazo de un período de prosperidad, e incluso de un auge económico en la Federación Rusa (de aquí en adelante, Rusia). Estas expectativas optimistas, que reaparecieron de tiempo en tiempo en el transcurso de la década siguiente, se fundamentaban en los notables “activos” del país: en particular, el alto nivel educativo de su población y su propensión al ahorro relativamente elevada, estándares científicos de clase mundial, amplios recursos naturales, una infraestructura física amplia de calidad aceptable y un nivel de deuda externa manejable.¹

Sin embargo, en la década de los noventa la evolución de la economía rusa no confirmó estas esperanzas, y el país emprendió por el contrario una senda catastrófica de contracción económica, de hiperinflación y pérdida de valor internacional del rublo, de fuga de capitales y de concentración de los ingresos y las riquezas nacionales en muy pocas manos. El desempeño macroeconómico ruso fue bastante más pobre que el de sus ex vasallos de Europa del Este próximos a integrar la Unión Europea: entre 1990 y 1995, las economías de Hungría, la República Checa y Eslovaquia se contrajeron en promedio de 1.2 a 2.5% del PIB al año, mientras Polonia mostraba un creci-

miento promedio de 0.1%, logrando todos estos países salir de la recesión en años posteriores.

En contraste, el PIB de Rusia se contrajo anualmente en promedio de 9.1% en el mismo período y la inflación en el país alcanzó niveles anuales promedio de 369%;² entre 1990 y 1997, la contracción acumulada del PIB oficial ruso fue de más de 40%. Por otro lado, hasta 1999 Rusia salió de su postración económica, mostrando un crecimiento elevado aunque frágil, pues se halla muy vinculado a su posición de exportador de materias primas estratégicas.

Explicar el desempeño de la economía rusa desde el colapso de la Unión Soviética en 1991 resulta una tarea compleja, para la cual cabe combinar elementos explicativos de orden histórico (de largo plazo) y causas más recientes relacionados con la propia transición política y económica de los años noventa. Así, Kramer³ señala que la herencia de más de siete décadas de planificación centralizada y el elevado grado de militarización de la economía rusa, combinados con el declive económico de la Unión Soviética a finales de los ochenta, constituían los obstáculos más serios que se oponían al éxito de un programa de reformas.

Otros analistas apuntan al fracaso de la estabilización macroeconómica de la primera mitad de los noventa, a las recomendaciones erróneas y la actitud complaciente del Fondo

* Investigadora del Departamento de Estudios del Pacífico, de la Universidad de Guadalajara, miembro del Sistema Nacional de Investigadores.

Monetario Internacional, y a la incapacidad de las autoridades rusas para establecer una economía genuinamente capitalista: debajo de una apariencia de economía “de mercado” o de libre empresa, los remanentes de una racionalidad de economía centralmente planificada seguirían influenciando en gran medida la asignación de recursos.⁴

Este artículo analiza la problemática “transición” rusa hacia una economía de mercado. El tema está desglosado en tres secciones cronológicas y abarca desde la disolución de la Unión Soviética (en 1991) hasta la actualidad. En la primera sección se presenta el marco macroeconómico y los principales rasgos de las reformas económicas entre fines de 1991 y 1994. En la segunda sección se discuten los aspectos más relevantes de las reformas y de la evolución macroeconómica entre 1995 y la crisis de pagos de 1998. La última sección expone los años que van desde la crisis hasta 2004, culminando con un análisis de los desafíos económicos actuales para Rusia.

1. Reformas y evolución macroeconómica: 1991-1994

En esta sección se establece el marco analítico utilizado para presentar las reformas y se estudia el primer período de la trayectoria macroeconómica rusa, que va desde finales de 1991 hasta mediados de 1994.

a) Las tareas de la transición y las etapas de la evolución macroeconómica

Para presentar de manera sucinta el alcance de las reformas aplicadas en Rusia, se tomará como punto de partida la relación de “tareas” consideradas esenciales para el establecimiento de una economía de mercado:

- estabilización macroeconómica
- liberalización de precios y transacciones comerciales
- privatización de empresas pequeñas
- eliminación de barreras para la formación de pequeñas empresas

- reestructuración, privatización y liquidación de grandes empresas públicas
- desarrollo de las instituciones y de la infraestructura necesarias para el funcionamiento de los mercados.

Las primeras cuatro se consideran vitales en el corto plazo y facilitan la realización de las dos últimas clases de medidas, de más largo plazo.⁵ En efecto, su éxito permitiría establecer “bases sólidas para el crecimiento”, y se recalca en particular que en Polonia, Hungría y otras economías exitosas en materia de transición económica, “la estabilización y la liberalización crearon un marco propicio en el cual los pequeños negocios privatizados y las nuevas empresas privadas pudieron florecer”,⁶ lo que permitió al país absorber posteriormente los costos asociados a la reestructuración y a menudo al cierre de las grandes empresas públicas poco competitivas en el nuevo marco.

Ahora bien, ¿cuál ha sido el desempeño de Rusia en relación con estas tareas? La evolución macroeconómica del país nos proporciona un primer acercamiento al relativo éxito o fracaso de estas reformas. En efecto, tres períodos se diferencian claramente en la trayectoria macroeconómica de la Federación Rusa entre 1993 y la actualidad (cuadro 1). Éstos señalan en especial las dificultades experimentadas en los inicios de la transición, las cuales han impreso un sello duradero a la nueva configuración de la economía y de la sociedad rusas:

- De 1993 a 1995 se da una aguda contracción productiva acompañada de descontrol monetario y fiscal, que lleva el país al borde de la hiperinflación. Sin embargo, la inflexión en la política macroeconómica se da a mediados de 1994.
- De 1996 a 1998 se frena la inflación sin que se controle el déficit fiscal, financiado por una masiva emisión de bonos del gobierno. Esta situación insostenible lleva a la crisis de 1998.
- De 1999 a 2004 se produce un crecimiento económico bastante dinámico, acom-

pañado de un descenso de la inflación y del control del déficit de las cuentas públicas.

Cabe notar que si excluimos los años 1997 y 1998, Rusia siempre mantuvo un excedente en la cuenta corriente de su balanza de pagos, el cual ha ido creciendo desde 1999, como producto de una coyuntura mundial favorable para las exportaciones rusas de energéticos y de un menor dinamismo de las importaciones de bienes. Veamos brevemente las características del primer período.

b) La primera etapa desastrosa de la transición: 1992-1994

El inicio de este período, indudablemente el más difícil para Rusia a nivel macroeconómico (véase cuadro 1), se caracterizó por el rápido lanzamiento de las reformas de transición hacia la economía de mercado: se emitió en 1991 la primera ley de privatización, la que autorizó la propiedad privada de las empresas. En enero de 1992, el gobierno reformador del primer ministro Yegor Gaidar aplicó un programa de liberalización de numerosos precios y salarios que incluyó la convertibilidad del rublo en cuenta corriente —excluyendo, sin embargo, precios estratégicos como los de la energía—, a la vez que emprendía la tarea de estabilizar la economía mediante la introducción de una política macroeconómica austera.⁷ Esto inauguraba una larga sucesión de programas de estabilización fallidos, debido a una falta básica de consenso político: “el gobierno ruso ha impuesto la disciplina en las políticas monetaria y fiscal por períodos cortos, alejándose del precipicio de la hiperinflación; sin embargo, apenas producían resultados, los esfuerzos para controlar la demanda se evaporaban y la inflación resurgía”.⁸

En consecuencia, los sucesivos acuerdos firmados entre Rusia y el Fondo Monetario Internacional entre 1992 y 1996, si bien inusualmente “blandos” en lo que concierne a las metas macroeconómicas que el país se comprometía alcanzar, no fueron respetados,

suspendiéndose en varias oportunidades el desembolso de los recursos a los pocos meses.⁹

El fracaso de la estabilización

La incapacidad de controlar el nivel de precios se vinculaba a la falta de control de la oferta de dinero de parte del Banco Central de Rusia, creado a partir del antiguo Banco Central de la Unión Soviética, y gobernado durante buena parte del período por Viktor Gerashchenko (un burócrata que ha sido apodado por el economista estadounidense Jeffrey Sachs, el “peor banquero central de la historia”).

La inflación alta y los brotes de hiperinflación, combinados con las tasas negativas de interés que prevalecieron en el sistema bancario, liquidaron los ahorros de la población a la vez que reducían dramáticamente el valor real de los salarios y de las pensiones, sumiendo en la pobreza una parte importante de la población rusa: se estima que la inflación arrebató a las familias rusas 13.3% del PIB en promedio, de abril de 1992 hasta septiembre de 1993.

En contraste, en el balance de ganadores y perdedores de la inflación en Rusia se muestra que la banca comercial y las empresas subsidiadas fueron las entidades que más ganaron con el proceso inflacionario.¹⁰ En el caso de la banca comercial privada, que pagaba tasas reales muy negativas sobre los depósitos de la población y cobraba rendimientos elevados para prestar al gobierno, se iniciaba un papel parasitario que ha perdurado hasta ahora, a través de diferentes mecanismos, con el resultado de que el apoyo de estas entidades financieras al crecimiento ha sido en el mejor de los casos irrelevante, y en el peor, negativo.

En un segundo momento, los desórdenes monetarios llevaron a una grave pérdida de confianza en la moneda nacional que produjo a su vez una dolarización informal de los pagos y de los ahorros que se fueron reconstituyendo (dólares atesorados fuera del

sistema bancario o “debajo del colchón”). Simultáneamente, se extendió el alcance de las transacciones realizadas sin dinero, mediante varias formas de trueque y se aceleró la fuga de capitales.

El descontrol monetario tenía diferentes orígenes, que se mencionan aquí en orden de importancia creciente: 1) El intento inicial de mantener una zona monetaria común con los países de la Comunidad de Estados Independientes, que multiplicó las fuentes de emisión hasta su abolición en la segunda mitad de 1993.¹¹ 2) La monetización del déficit fiscal: el cuadro 1 muestra cómo culmina el déficit en 1994 a 10.4% del PIB, en parte como producto de una caída de los ingresos fiscales, pero también debido al alza del gasto, en particular de los subsidios a empresas. 3) La ausencia de un presupuesto separado entre el gobierno y las empresas “privatizadas” y la consecuente monetización del crédito interempresarial y de los “pagos atrasados” de las empresas rusas.

La primera ronda de privatizaciones

La cuestión de los pagos atrasados de las empresas rusas, principal “motor” de la creación monetaria a lo largo del período, remite al controvertido proceso de privatización de las grandes empresas públicas, considerado como un grave error por numerosos analistas, pues no habría propiciado la reestructuración productiva de este sector, sino su aprovechamiento y despojo de parte de sus dirigentes, llevando a concentrar el patrimonio productivo del país en las manos de un reducido grupo de “neoempresarios” poco escrupulosos y muy bien conectados políticamente, los denominados “oligarcas”. Combinado con los efectos de la hiperinflación, este proceso efectuó una gigantesca transferencia de riqueza que transformó a Rusia en una sociedad profundamente desigual, donde una parte importante de la población se encuentra sumida en la pobreza.

Una de las críticas centrales hechas al proceso de privatización ruso se relaciona con su ubicación demasiado temprana en la se-

Cuadro 1
Federación Rusa: principales indicadores macroeconómicos, 1993-2005

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Tasa de crecimiento real del PIB ¹	-8.7	-12.6	-4.1	-3.6	0.9	-4.9	5.4	9	5	4.3	4	6	5.3
Índice de precios al consumidor ²	874.2	307.7	197.6	47.8	14.8	27.7	85.7	20.8	21.5	16	12	11.2	9.9
Gobierno general ³													
Ingresos totales (% del PIB)	36.2	34.6	33.5	33.5	37.1	32.9	34	37.1	37.1	37.3	39.3	36.7	34.2
Gastos totales (% del PIB)	43.6	45.1	39.6	42.4	45.1	40.7	37.2	34.4	34.1	36.7	36.8	33.5	33.1
Balance fiscal (% del PIB)	-7.3	-10.4	-6.1	-8.9	-8	-7.8	-3.2	2.7	3	0.6	2.5	1.2	1.1
Balanza de pagos (miles de millones de dólares de EU) ³													
Exportaciones totales (bienes)	44.3	67.8	82.9	90.6	86.9	74.4	75.6	105	101.6	106.3	126.8	122.1	117.5
Importaciones totales (bienes)	32.8	50.5	62.9	68.1	72	58	39.5	44.9	53.8	60.9	68.2	76.4	82.8
Balance en cuenta corriente	2.6	8.3	7.5	11.7	-2.6	-2.1	22.2	44.6	32.4	30.4	42.4	29.3	17.9
Reservas oficiales ⁴	1.2	1.2	2.4	2	2.9	2.5	2.4	4.6	5.1	6.3	8	9.4	9.8
Tipo de cambio rublo/dólar de EU ⁵	1.2	3.6	4.6	5.6	6	20.7	27	28.2	30.1	31.8	nd	nd	nd

Notas:

1 Datos preliminares para 2002 y 2003. Proyecciones para 2004 y 2005.

2 Cambio porcentual promedio del período de 1993 a 2002. Cambio acumulado a fin de período para 2003. Proyecciones para 2004 y 2005.

3 Datos preliminares para 2002. Proyecciones para 2003, 2004 y 2005.

4 En meses de importaciones de bienes y servicios. Dato estimado para 2003. Proyecciones para 2004 y 2005.

5 A fin de período.

nd. Dato no disponible.

Fuentes: FMI. "Russian Federation: Statistical Appendix", *IMF Country Report n° 03/145*, Washington DC, mayo de 2003, 42 p. (años 1993 a 2002).

FMI. *World Economic Outlook*, Washington DC, abril de 2004.

FMI. "Russian Federation Article IV Consultation", *IMF Country Report n° 03/144*, Washington DC, mayo de 2003, 48 p., de 2003 a 2005.

cuencia de reformas. En efecto, la privatización inicial a pequeña escala de 1992 fue seguida rápidamente por una primera privatización masiva, la privatización a través de *vouchers*, cuyo proyecto fue elaborado conjuntamente por funcionarios rusos y consultores estadounidenses, y financiado por la agencia de cooperación de este país, USAID.¹² Entre octubre de 1992 y junio de 1995, esta privatización abarcó a más de 15 000 empresas públicas de gran tamaño, de las cuales quedaron excluidas las más rentables, en particular todas aquellas ubicadas en las áreas de explotación de recursos energéticos y minerales.

En esta oportunidad, el procedimiento aplicado para la privatización fue el siguiente: las empresas privatizables fueron previamente transformadas en sociedades por acciones, las cuales fueron vendidas en subastas realizadas a lo largo del país. Si bien el proceso buscaba formalmente la equidad, pues cada ciudadano ruso recibió un *voucher* intercambiable por acciones (que le daba la oportunidad de transformarse en accionista), en los hechos implicó una primera concentración ilegal de acciones en manos con frecuencia desconocidas. En efecto, los *vouchers* fueron intercambiándose, circularon y fueron coleccionados por “fondos de inversión en *vouchers*” no reglamentados, varios de los cuales desaparecieron sin dejar rastro una vez efectuado el canje por acciones.

Muchas de las empresas así privatizadas requerían un proceso de reestructuración y la inyección de capital fresco para alcanzar la rentabilidad en el nuevo contexto económico.¹³ Esto no sucedió: en ausencia de derechos

de propiedad claramente establecidos, los nuevos “dueños” de estas empresas se dedicaron a despojarlas de sus activos más valiosos (*asset-stripping*, en inglés) derivándolos hacia empresas creadas con tal propósito específico, y dejando subsistir la empresa privatizada sobre la base de transferencias públicas y de una diversidad de “retrasos de pagos” y de transacciones en especie.

En 1995, los pagos atrasados de las empresas rusas alcanzaban ya 16.7% del PIB, y alrededor de la mitad de éstos correspondía a deuda entre empresas y una cuarta parte a deudas con el fisco (cuadro 2).

En suma, en ausencia del marco legal necesario (derechos de propiedad claramente definidos, leyes de quiebra efectivas), de un aparato de justicia, de agencias de supervisión funcionales y eficientes, y de mercados de capitales organizados, esta primera privatización en masa de grandes empresas fue contraproducente: no solamente alejó la eficiencia microeconómica que se esperaba, y el crecimiento deseado del producto, sino que inició un muy nocivo proceso de concentración de la propiedad, en su mayoría ilegal. Sus efectos negativos sobre el crecimiento económico fueron reforzados por el difícil contexto en el que operaban las pequeñas y medianas empresas (PME), el cual impidió a éstas ser un motor de expansión: si la privatización de estas empresas fue rápida, las barreras burocráticas que enfrentaban no han sido eliminadas, lo que ha afectado su desempeño, así como la creación de empresas nuevas. Simultáneamente, el Estado ruso no ha sido capaz de garantizar el funcionamiento mínimo de las instituciones

Cuadro 2
Pagos atrasados de las empresas rusas, 1995-1998
(% del PIB)

	1995	1996	1997	1998
Salarios	1	1.6	1.6	2.3
Seguridad social	2.2	4.5	6.1	9
Pagos al fisco	4.3	4.9	6.4	8.9
Interempresariales	8.5	11.5	13.7	21.6
Con bancos	0.7	1.1	1	2.5

Fuente: FMI. "Russian Federation: Recent Economic Developments", *IMF Staff Country Report n° 99/100*, Washington DC, septiembre de 1999.

imprescindibles a la operación del mercado, como la aplicación de la ley, en especial en cuanto a los derechos de propiedad o el respeto de los contratos firmados. “La situación peculiar que ha surgido, donde el Estado es a la vez demasiado intervencionista y demasiado débil, se considera la peor para el desarrollo de la empresa privada”.¹⁴

A partir de la segunda mitad de 1994, una crisis de liquidez interna (septiembre), que dificultó el financiamiento del déficit fiscal, fue seguida de un desplome del rublo en octubre del mismo año, hecho que marcó un parteaguas en la política macroeconómica: urgido de financiamiento externo, el gobierno ruso entró en nuevas negociaciones con el FMI que llevaron a un cambio en la política macroeconómica y a un nuevo acuerdo con este organismo a partir de julio de 1995.

2. La segunda etapa de la transición: 1995-1998

El año 1995 marcó un cambio importante en la política macroeconómica rusa. Si bien el alza de los precios al consumidor alcanzó niveles de tres dígitos, cercanos al 200% anual, las necesidades de financiamiento externo del gobierno empujaron a éste hacia la reducción del déficit fiscal y a la disminución de su monetización, resultados que debían facilitar la concertación de un acuerdo con el FMI. Las medidas aplicadas para conseguir tales resultados incluyeron fuertes alzas de las tasas de interés pagadas por los títulos de deuda del gobierno ruso, que permitieron atraer fondos hacia éste a la vez que reducían dramáticamente el crédito a las empresas, así como una renovada práctica de préstamos forzados mediante la colocación de bonos especiales entre empresas y bancos. De manera simultánea, una política de devaluaciones sucesivas del rublo (aplicada por el banco central) permitía elevar el superávit en cuenta corriente y reconstituir un nivel mínimo de reservas internacionales.¹⁵ Estos esfuerzos permitieron el acuerdo con el FMI firmado en la primera mitad de 1995.

a) *El desempeño macroeconómico*

En julio de 1995 las autoridades rusas lanzaron un programa de estabilización con anclaje cambiario, fijando el tipo de cambio del rublo en una banda de flotación estrecha. Por otro lado, la financiación del déficit fiscal de parte del banco central fue severamente acotada y, en consecuencia, el gobierno federal debió recurrir —de allí en adelante— al mercado para satisfacer sus necesidades de fondos. Como lo muestra el cuadro 1, esta combinación de medidas permitió abatir la inflación, que pasó de un nivel anual cercano a 200% en 1995 a menos de 15% en 1997.

Sin embargo, no se produjo simultáneamente un proceso paralelo de control del déficit fiscal: el saldo obtenido en 1995 (un déficit de 6% del PIB) se deterioró en los años siguientes, manteniéndose en promedio 8% de déficit entre 1996 y 1998, en parte debido al elevado costo del financiamiento proporcionado por los mercados, en parte atribuible a la supervivencia de los subsidios fiscales hacia empresas públicas o privatizadas. Al inicio, el gobierno ruso pudo cumplir formalmente con los requisitos de financiamiento de mercado de su déficit a través de la operación de “préstamos por acciones” que acordó con la banca privada rusa —y que abordaremos en mayor detalle en el apartado siguiente—, pues marcó el inicio de una segunda ronda de privatizaciones masivas. Más adelante, logró financiarse mediante de la emisión masiva de bonos del tesoro de corto plazo (los GKO) y de bonos federales a plazos mayores (OFZ), cuya proporción acumulada en relación con el PIB fue elevándose de 2% en enero de 1995 a alrededor de 14% en 1998.¹⁶

A partir de 1996, el gobierno abrió parcialmente el mercado de bonos de deuda pública interna en rublos a los inversionistas extranjeros,¹⁷ a la vez que autorizaba su participación en el mercado accionario. Así, el rublo se volvió parcialmente convertible en la cuenta de capitales. Esta apertura regulatoria, aunada a los elevados rendimientos del mercado interno de bonos y a las expectativas de ganancia en las empresas del sector de recursos

naturales, permitió una creciente inversión de portafolio del exterior en ambos mercados.

En un escenario que recuerda en algo la estabilización mexicana de 1989-1994, la entrada de fondos externos, tanto mediante flujos de portafolio como por endeudamiento externo del gobierno y de las empresas rusas, hizo posible apuntalar el valor internacional del rublo —que emprendió un sostenido proceso de apreciación—, así como el proceso de estabilización del nivel de precios; facilitó el financiamiento del déficit fiscal y autorizó al gobierno afianzar el papel interno del rublo, e incluso a introducir un proceso de desdolarización oficial de la economía.

El talón de Aquiles de esta estrategia era también similar al del programa mexicano: la excesiva dependencia de flujos de capitales volátiles provenientes del extranjero; su reversión, que se inició en diciembre de 1997 posteriormente a la crisis asiática, desencadenó la crisis rusa y la cesación de pagos de 1998.

Esta incompleta estabilización de 1995-1998 estuvo acompañada de una “burbuja” de deudas impagas, que se constituyó en una verdadera “bomba de tiempo”. A diferencia del período anterior, la extraordinaria acumulación de “retrasos de pagos” de parte de las empresas no fue monetizada directamente, pero siguió pesando sobre el balance fiscal. En efecto, confrontadas al cierre de la fuente de fondos del banco central, y en general a una

gran escasez de financiamiento, las empresas optaron por financiarse a través de diversos retrasos en sus pagos, de la creación de instrumentos financieros *ad hoc* y del uso del trueque. Partiendo de un nivel de 16.7% del PIB en 1995, los pagos atrasados alcanzaban alrededor de 44% del PIB en 1998, debiéndose casi la mitad de éstos a crédito interempresarial (21.6% del PIB) y 8.9% del PIB a pagos de impuestos no realizados (cuadro 2).

Se recalca en especial la posición clave de las grandes empresas proveedoras de energía en este circuito de deudas: vendedoras a crédito de su producto (petróleo, electricidad) a usuarios en gran parte insolventes, “compensaban” parcialmente estas pérdidas a través de sus retrasos de pagos hacia el fisco.¹⁸ Los retrasos en los pagos de salarios, cercanos a los 40 millones de rublos constantes en 1995,¹⁹ culminaron en 1997 a más de 100 millones de rublos (gráfica 1).

Simultáneamente, la proporción de transacciones realizadas por medio del trueque siguió al alza: inferior a 10% antes de enero de 1994, ésta ya alcanzaba 20% de las ventas industriales en julio de 1995, culminando a más de 50% de éstas en julio de 1998.²⁰ Al final, surgieron varios sustitutos de dinero y se difundieron de manera masiva para paliar la escasez monetaria: entre éstos sobresalen por su importancia los denominados *veksels*, promesas de pagos negociables, emitidas por empresas, bancos y varios niveles de gobiernos, y



que fueron circulando en la economía. Su considerable volumen no se conoce con certeza, pero se estimaron en un rango que va desde 20% hasta 120% del dinero en su definición más amplia en el período considerado.²¹

Este cúmulo de deudas entrecruzadas tenía una gran ventaja: “autorizaba continuar subsidiando empresas y servicios públicos crónicamente deficitarios pero de gran importancia política, sin hacer necesario elevar la emisión monetaria o mejorar la recaudación de impuestos”.²²

Postergar el ajuste de estas empresas permitió minimizar el impacto del programa de estabilización sobre el nivel de desempleo, a la vez que mantuvo muy bajo el número de quiebras. Pero el resultado general del período fue negativo en términos de modernización productiva, creándose “una economía de muertos-vivientes (*zombies*), en la cual miles de empresas ineficientes, desprovistas de efectivo y de toda esperanza de mejoría a largo plazo, lograban de alguna manera subsistir en un extraño limbo”.²³

De hecho, en este período se fomentó una vinculación cada vez más estrecha de la ganancia con la especulación, que favoreció no a los más productivos, sino a los más “listos” y mejor ubicados: “El juego recompensaba a aquellos que se encontraban en posición favorable para acumular deudas y atesorar efectivo. Podían [...] utilizar el efectivo para especular en contra del tipo de cambio o comprar *GKO*. O podían convertir sus rublos a dólares para exportarlos. Aún mejor, se podía adquirir propiedad pública a precios sacrificados. En estas circunstancias, ¿quién invertiría en nuevas plantas o en equipo o en educación?”.²⁴ El ejemplo de la segunda ronda de privatizaciones ilustra estas reflexiones.

b) La segunda ronda de privatizaciones masivas

En efecto, la segunda ronda de privatizaciones de 1995-1996, en la cual jugó un papel protagónico el sistema bancario privado, fue

aún más abiertamente favorable a ciertos intereses privados bien conectados con el poder político, propiciando el fortalecimiento del proceso de concentración de la propiedad iniciado con la denominada privatización por *vouchers*. De forma simultánea, el mencionado programa de “préstamos por acciones” desempeñó un papel importante en el acuerdo de 1995 entre Rusia y el FMI, que permitió posteriormente recapitalizar los bancos privados a cuenta de la propiedad pública.

Durante esta operación, un grupo seleccionado de bancos privados, en los cuales el gobierno ruso había concentrado sus depósitos, utilizaron estos fondos para otorgarle préstamos que permitieron disminuir formalmente sus necesidades de financiamiento, facilitando a las autoridades el cumplimiento aparente de los criterios macroeconómicos acordados con el organismo internacional. En garantía de estos préstamos, realizados a tasas de interés bajas, los bancos recibieron opciones²⁵ que les daban el derecho de adquirir a muy buen precio participaciones accionarias en las empresas públicas más rentables, las del sector de energía y recursos naturales.

A partir de septiembre de 1996, cuando el gobierno ruso dejó de cumplir con el servicio de los préstamos, los bancos ejercieron sus opciones y adquirieron la propiedad accionaria de empresas muy rentables, la cual se volvió más adelante una fuente de recursos muy importante para ellos. La participación del sector bancario ruso en la propiedad de empresas productivas se fortaleció ulteriormente con la realización de subastas privadas donde se dispersaron paquetes accionarios adicionales,²⁶ creándose gigantescos grupos financiero-industriales.

Cuando se abrió el mercado accionario a la inversión extranjera, la venta —en la bolsa, a precio de mercado de paquetes accionarios adquiridos mediante las subastas— permitió la recapitalización del sector bancario y la utilización de la liquidez resultante para comprar bonos públicos cuyos rendimientos eran entonces muy elevados.²⁷

En suma, al igual que en el período anterior, durante 1995-1998 los bancos privados rusos no funcionaron como se esperaba que lo hiciera un sistema financiero de mercado, y en particular no financiaron la actividad productiva. Al principio fueron un canal mediante el cual la riqueza productiva del gobierno ruso transitó hacia manos privadas bien conectadas políticamente, y en consecuencia la mayoría de estos bancos se fortaleció como “brazo financiero” de los nuevos grupos financiero-industriales. En un segundo momento, emprendieron actividades especulativas orientadas a aprovechar los elevados diferenciales de interés entre el costo de su fondeo y el financiamiento que concedían al gobierno ruso, en subastas de títulos frecuentemente amañadas.

Hacia el final del período, la disminución de los rendimientos de los ГКО empezó a afectar la rentabilidad de muchos de estos bancos. Desde los últimos meses de 1997, la onda de choque de la crisis asiática golpeó a Rusia: en los mercados financieros, donde las autoridades tuvieron que elevar fuertemente las tasas de rendimiento de los ГКО para mantener el interés de los inversionistas y defender el tipo de cambio del rublo, y en el sector real, donde la caída de la demanda de energéticos vinculada a la crisis redujo las exportaciones y el PIB de Rusia, deteriorando sus perspectivas de crecimiento económico mientras los indicadores fiscales seguían en rojo.

La retirada de los inversionistas del exterior de los mercados accionarios provocó el desplome de los precios de estos activos en los primeros meses de 1998, fragilizando aún más la posición de los bancos privados. Las agen-

A partir de 1999, y sobre todo desde mayo de 2000, con la mayor estabilidad política y la elevación del grado de control del gobierno central alcanzadas por el gobierno de Vladimir Putin, las autoridades rusas han lanzado importantes reformas estructurales

cias internacionales degradaron en varias oportunidades la calificación de los bonos de deuda interna del gobierno ruso, cuyos intereses fueron elevados hasta un nivel de 300% en un vano esfuerzo de defensa de la moneda.

En efecto, a pesar del apoyo concertado con el FMI, la crisis externa estalló en agosto de 1998, declarando el gobierno una devaluación *de facto* del rublo, la reestructuración unilateral de los pagos de deuda en rublo y una moratoria de 90 días sobre los pagos de deuda externa del sector privado. Las autoridades tuvieron que abandonar su defensa de la moneda el 2 de septiembre, eliminándose la

banda de flotación creada en 1995.²⁸

3. La tercera etapa de la transición: 1998-2004

Las principales manifestaciones de la crisis, posteriores a la fuerte devaluación del rublo que siguió la decisión tomada el 2 de septiembre, incluyeron un colapso del sistema bancario y la parálisis del sistema de pagos, así como una caída de la producción de bienes y servicios. Como resultado de la pérdida de valor de la moneda nacional, la deuda en divisas del gobierno ruso se elevó a un nivel de 80% del PIB en 1999, lo cual empeoró la posición deficitaria de las finanzas públicas. En la fase más aguda de la crisis, se reprochó al gobierno ruso una actitud bastante pasiva, ya que las reformas fueron detenidas y no se habían tratado rápidamente las causas de la crisis.²⁹

a) El desempeño macroeconómico

En los primeros meses de 1999 las autoridades rusas iniciaron un proceso de ajuste desti-

nado a resolver una de las causas principales de la crisis: el excesivo déficit fiscal. Las primeras medidas consistieron sobre todo en comprimir los gastos no-financieros (una medida claramente recesiva) y forzar a las empresas energéticas a cumplir con su pago de impuestos. Más adelante, se tomaron medidas adicionales para mejorar la recaudación fiscal. En junio de 1999 se inició la reestructuración del sistema bancario, que incluyó reformas legales y el lanzamiento del retiro de licencias a bancos insolventes. Simultáneamente, la devaluación del rublo empezó a rendir algunos frutos, favoreciendo la actividad interna en el sector de industrias sustitutivas de importaciones. Desde marzo de 1999 y más aún en los años posteriores, este proceso favorable a la recuperación económica del país ha sido apoyado por la mejoría de los precios mundiales de los energéticos.³⁰

En consecuencia, en 1999 el PIB creció por primera vez a buen ritmo desde el inicio de las reformas (5.4%) y Rusia ha mantenido un nivel de crecimiento anual elevado o regular hasta la actualidad (cuadro 1). Después de un fuerte repunte en el alza de precios en 1999 (85.7%), atribuible a la magnitud de la depreciación del rublo —el tipo de cambio pasó de 6 rublos por dólar estadounidense a fines de 1997 a 27 rublos a fines de 1999—, el gobierno logró frenar paulatinamente el proceso inflacionario (12% en 2003).

La mejoría de ambos indicadores ha sido acompañada desde 1999 por un creciente superávit en cuenta corriente, y desde 2000, por una posición también superavitaria de las finanzas públicas, un vuelco notable si consideramos la incapacidad demostrada del gobierno federal de equilibrar estas cuentas de manera duradera durante toda la década de los noventa. Desde 2000, la dinámica de crecimiento se explica por la fuerte progresión del consumo de las familias (más de 8.5% de crecimiento anual en este rubro entre 2000 y 2002), por la expansión de las exportaciones de materias primas y energía, mientras la contribución de la inversión privada, notable en 2000-2001, se estancó en 2002.³¹ La remonetización de la eco-

nomía ha favorecido la disminución de la proporción de transacciones realizadas por medio del trueque, que se inició en 1999, así como una reducción significativa de los salarios atrasados (ver gráfica 1).

A partir de 1999, y sobre todo desde mayo de 2000, con la mayor estabilidad política y la elevación del grado de control del gobierno central alcanzados por el gobierno de Vladimir Putin, las autoridades rusas han lanzado importantes reformas estructurales. Siguiendo el programa aprobado en 2000, varias reformas de gran alcance fueron emprendidas en 2001: reforma impositiva, reforma del suelo urbano, reformas del trabajo, del sistema judicial y de las pensiones, inicio de un proceso de desreglamentación de las actividades económicas.

En 2001 el gobierno ruso aprobó asimismo un vasto programa de mediano plazo caracterizado por dos objetivos centrales: por un lado, mejorar el ambiente de inversión y de negocios, y por otro, asegurar el equilibrio sostenible de largo plazo de las finanzas públicas. Este programa comprendía medidas adicionales de reforma fiscal, de desreglamentación de las actividades empresariales a la vez que fundamentaba la necesidad de elevar la calidad de la intermediación financiera, de fortalecer los derechos de propiedad, y de reformar los monopolios naturales rusos.³²

Sin embargo, en 2002 la implementación de estas reformas ha sido frenada, probablemente por razones de calendario político (las elecciones parlamentarias previstas para finales de 2003 y la elección presidencial de 2004): las principales reformas aprobadas en 2002 incluyen una nueva ley de quiebras, la ley relativa a la propiedad rural, un nuevo régimen impositivo más favorable a las PME y avances en la reforma del sector financiero.

Cabe señalar también que en 2002 estos esfuerzos de Rusia fueron calificados y reconocidos como “economía de mercado” de parte de la Unión Europea y de Estados Unidos, lo cual representa un paso más en la larga ruta

hacia la integración del país en la Organización Mundial del Comercio. En suma, Rusia ha dado en los últimos años pasos importantes para establecer firmemente una economía de mercado. Sin embargo, los desafíos que enfrentan la economía y la sociedad de este país siguen siendo formidables.

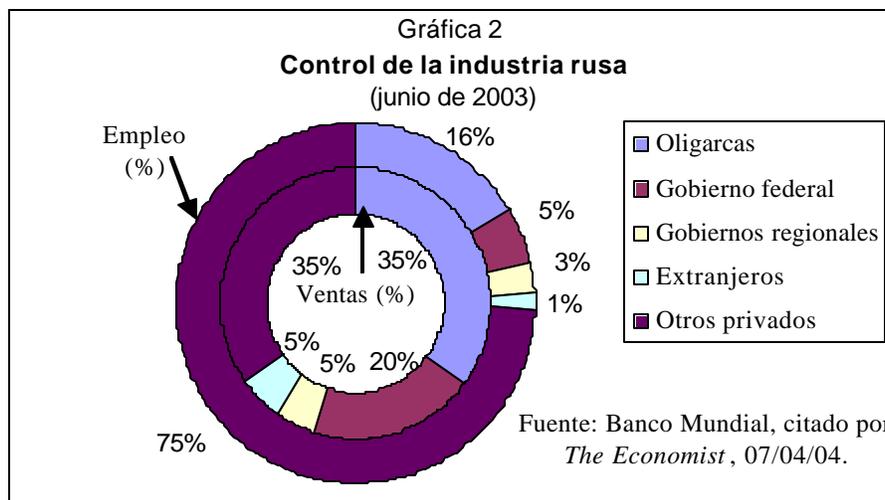
b) Los principales desafíos de la transición hacia una economía de mercado

En 2002, el informe bianual del Banco Mundial sobre Rusia señalaba tres problemas de amplio alcance que constituían un freno al crecimiento futuro: la poca diversificación del aparato productivo dominado por las grandes empresas productoras de materias primas, el bajo crecimiento de la productividad y el problema de la puesta en aplicación de las reformas, vinculado a su vez al papel desempeñado por la burocracia de Estado.³³ Un informe más reciente precisa estos resultados.³⁴ En lo que sigue, utilizaremos este diagnóstico para presentar algunos de los desafíos centrales para Rusia en la actualidad en materia económica.

- Como producto del modelo de desarrollo aplicado en la era soviética, al inicio del período de transición Rusia mostraba una estructura productiva donde predominaban las empresas públicas de muy gran tamaño. Como lo hemos visto, la transición ha estado marcada por dos hechos centrales en materia de empre-

sas. La privatización de las grandes empresas ha favorecido un proceso de aguda concentración de la propiedad de las empresas, y en particular las más rentables, en manos de los llamados “oligarcas”. En 2003 el Banco Mundial estimaba que 23 individuos o grupos controlaban respectivamente 35% de las ventas y 16.4% del empleo industrial (gráfica 2). Simultáneamente, la propiedad pública representaba todavía 25% de las ventas (20.15% para el gobierno federal y 5% para los gobiernos locales), pero solo 7.7% del empleo (5% y 2.7%). El poder de los grandes grupos financiero-industriales privados es aún más notorio en determinados sectores, como las industrias de metales ferrosos y no-ferrosos, la extracción de minerales, la producción de aluminio, el petróleo y la construcción de vehículos,³⁵ así como en la bolsa, donde su capitalización representa 60% del valor de las acciones en circulación.³⁶

El Banco Mundial menciona que los oligarcas son más eficientes que el gobierno en manejar empresas, pero también señala que son menos eficientes que otros empresarios que se hallan al frente de compañías privadas más pequeñas y dinámicas, lo cual implica resultados económicos subóptimos. Asimismo, la estructura empresarial no sería idónea para una economía de mercado: abundan las plantas demasiado grandes para



ser rentables, pero las compañías suelen ser demasiado chicas; hay pocas empresas que dispongan de una red interconectada de plantas de tamaño adecuado, como en las economías occidentales.³⁷

Si el poder político de algunos oligarcas ha disminuido en años recientes, con el exilio o el encarcelamiento de algunos de sus representantes más visibles,³⁸ el poder económico de este grupo no parece ser transitorio y afecta profundamente la asignación de recursos y por ende la trayectoria económica rusa. En efecto, la fuerte concentración de propiedad de los grupos financiero-industriales en los sectores primarios generadores de divisas, aunada al predominio de estos conglomerados en el sistema financiero, tiende a perpetuar y fortalecer su poderío económico. Este rasgo tiene a su vez consecuencias para la asignación de recursos: aun cuando se dedican menos a la fuga de capitales —repatriando incluso parte del dinero atesorado en el extranjero, bajo forma de inversión directa extranjera— y predominan ahora los flujos de inversión, estos grupos o individuos centran sus capitales en los sectores productores de materias primas de exportación, fortaleciendo la excesiva especialización del país en estos bienes.

Estas tendencias en la inversión confluyen y se vinculan con el segundo aspecto del desarrollo empresarial reciente en Rusia: la insuficiente expansión de las PME que tiende a su vez a perpetuar la poca diversificación productiva del país y no le permite aprovechar todo el potencial de una población altamente educada.

A mediados de 2001 se estimaba que ocho millones de rusos trabajaban en pequeñas empresas de nueva creación, cubriendo las PME 5% de la producción industrial y 15% de los servicios.³⁹ Esta cifra oficial es baja y subestima ciertamente la real importancia de estas empresas, en razón del peso de la economía sumergida, que algunos economistas valoran en alrededor de 25% del PIB oficial. Las cifras oficiales más recientes muestran inclusive una contracción del universo de pequeñas empre-

sas que indica las dificultades a las cuales éstas se enfrentan.

Entre los mayores obstáculos: la excesiva carga reglamentaria, que habría sido aliviada por el reciente proceso de desreglamentación; el peso de una burocracia estatal corrupta y la inseguridad en los derechos de propiedad, y finalmente la ausencia de financiamiento bancario hacia las PME, que se vincula a su vez con el disfuncional sistema bancario producto de la transición.⁴⁰

- La recuperación de la producción rusa de los últimos años se ha hecho sobre todo a partir de capacidades productivas ociosas heredadas de la era soviética y de trabajadores subempleados. Muchas de las empresas trabajan con maquinaria arcaica, con una edad promedio de los bienes de capital estimada en 16 años. El desafío que enfrenta el país ahora es el de elevar su productividad a través de la modernización de la maquinaria y de la organización del trabajo al interior de las empresas, y de la modernización de la infraestructura pública, que se vuelve urgente después de años de insuficiente mantenimiento y renovación.⁴¹ La inversión en Rusia no ha resultado hasta ahora a la altura de este desafío.

El problema del país no radica, sin embargo, en la inexistencia o en la insuficiencia de recursos financieros requeridos por un ritmo de inversión más elevado: el sector privado ruso dispone de importantes cantidades de divisas. Dos clases de cifras apoyan lo anterior: por un lado, en 2002 las familias rusas tenían “bajo el colchón” ahorros en divisas por un monto estimado entre cuarenta mil y sesenta mil millones de dólares estadounidenses; por otro, la transición ha sido marcada por una sostenida fuga de capitales, que no ha cesado aún con la recuperación económica que se inició en 1999 (en 2000 estas salidas de fondos eran estimadas oficialmente en 16 mil millones de dólares, y en 24 mil millones en 2001). Las estimaciones para años más recientes varían ampliamente: algunos análisis las estiman

a la baja, mientras otros no arrojan ningún cambio de tendencia.⁴²

En suma, estas cifras nos muestran que en ausencia de una carencia de fondos, la insuficiente inversión en Rusia se vincula con las características del entorno, que generan desconfianza entre los ahorristas y detentores de capitales, a la vez que vuelven la inversión demasiado riesgosa. Estas características nos remiten a las dificultades de implementación de las reformas.

- En efecto, aún cuando en los últimos años han sido aprobadas reformas importantes, la puesta en práctica de éstas resulta difícil en razón de la oposición que suscitan. Todavía quedan sectores o áreas (como el sistema bancario) donde las reformas apenas empiezan a introducirse. Algunas de las áreas más problemáticas son de crucial importancia para el funcionamiento de una economía de mercado: las reformas del sistema judicial, de la burocracia, del sistema impositivo y de las aduanas, cuyo rango de prioridad es alto, figuran también entre las que mayor resistencia oponen al cambio.⁴³

Todo ello tiene como resultado la persistencia de un clima muy poco amigable para los negocios en Rusia. El índice de la corrupción percibida, medido por Transparencia internacional, constituye una estimación del pésimo ambiente de negocios, pues ubica al país en un poco honroso lugar 79, característico de un elevado nivel de corrupción, bastante atrás de China (lugar 61) y de la India (lugar 71). Así, algunos puestos en la administración pública se negociarían, debido al elevado nivel de ingresos ilegales que permiten percibir.⁴⁴

Los derechos de propiedad son todavía “nacionales” en Rusia, o como lo resume la revista inglesa *The Economist* “son siempre de alguien más”,⁴⁵ y el “gobierno corporativo”, si se ha alejado en algo del modelo mafioso prevaleciente en los años noventa, sigue presentando riesgos notables: no son pocos los inversionistas occidentales que lo han experi-

mentado en carne propia, al encontrarse de pronto despojados de sus fondos. En suma, el lento progreso en establecer un estado de derecho que funcione y en alinear las prácticas corporativas sobre los estándares internacionales hace todavía de Rusia un país donde invertir es extremadamente riesgoso si se carece de las conexiones políticas adecuadas.

Conclusión

En este artículo se revisaron los aspectos macroeconómicos de la transición rusa hacia una economía de mercado y se señalaron algunos de los obstáculos más severos para el crecimiento futuro del país. Hemos dejado de lado los aspectos políticos, aun cuando han contribuido a modelar esa transición. Aunque Rusia está creciendo hoy a un ritmo bastante respetable, la herencia multiforme de la era soviética, las dificultades políticas de la transición y los graves errores de las reformas —algunos de ellos propiciados por “consejos” del FMI o de consultores estadounidenses— han favorecido el surgimiento de una economía plagada de numerosas disfuncionalidades si la comparamos con la economía de mercado estándar de los libros de texto: el capitalismo ruso actual tiene muy poco que ver con la versión estadounidense o europea.

A doce años del inicio de la transición, numerosos análisis recientes de Rusia recalcan las dificultades de apreciación de sus resultados: la presencia de un sector sumergido y la persistencia de precios estratégicos administrados son dos elementos explicativos importantes de estas dificultades. Un adagio otrora popular entre los analistas del poderío militar ruso (“Rusia es siempre más fuerte y más débil de lo que aparenta”) se aplicaría hoy al estado de su economía.⁴⁶

Esto es especialmente relevante en lo que concierne a la situación económica de la población rusa, cuya mayoría padeció al inicio del proceso y cuyos indicadores de esperanza de vida han disminuido dramáticamente, con una elevación de la mortandad en las genera-

ciones maduras que llevó a la población a contraerse en términos absolutos.

Se muestra que el consumo es hoy 20% más alto que en 1990, lo cual indicaría una mejoría global en el nivel de ingreso. Se afirma que la industria editorial publica hoy el doble de títulos que en la era soviética. Además, se subraya que el PIB sigue siendo hoy inferior al que era antes del colapso de la Unión Soviética, que los rusos ahorran hoy mucho menos que antes y no pagan a su costo real los servicios de vivienda, electricidad, lo cual eleva artificialmente su bajo nivel de ingreso, y que, aun cuando los títulos están más diversificados, las ventas de libros cayeron a la mitad de lo que eran antes de la transición.⁴⁷ En suma, un panorama complejo y evoluciones con frecuencia discordantes.

Notas

- 1 Michael S. Bernstam y Alvin Rabushka, *Fixing Russia's Banks: A Proposal for Growth*, Hoover Institution Press, 1998, 114 p., disponible en línea en <http://www-hoover.stanford.edu/publications/books/fixing.html>
- 2 Mark Kramer, "The Changing Economic Complexion of Eastern Europe and Russia. Results and Lessons of the 1990s", *SAIS Review*, vol. 19, núm. 2, verano-otoño, 1999, pp. 16-45 (cuadro 1).
- 3 *Ibid.*, p. 28.
- 4 Véase Kurt Schuler y George A. Selgin, "Replacing Potemkin Capitalism. Russia's Need for a Free-Market Financial System", *Policy Analysis*, núm. 348, 7 de junio de 1999. Andrei Ilarionov, "The Roots of the Economic Crisis", *Journal of Democracy*, vol. 10, núm. 2, abril de 1999, pp. 68-82. Michael S. Bernstam y Alvin Rabushka, *Fixing Russia's Banks*, *op. cit.*
- 5 Mark Kramer, "The Changing Economic Complexion...", *op. cit.*, pp. 17-18.
- 6 *Ibid.*, p. 19.
- 7 Michael S. Bernstam y Alvin Rabushka, *Fixing Russia's Banks...*, *op. cit.* Mark Kramer, "The Changing Economic Complexion...", *op. cit.*
- 8 Randall W. Stone, "Russia, the IMF, Private Finance, and External Constraints on a Fragile Polity", en Leslie Elliot Armijo (ed.) *Financial Globalization and Democracy in Emerging Markets*, McMillan Press, Londres, 1999, pp. 177-206 (cita p. 182).
- 9 Entre 1992 y 1996 Rusia firmó seis acuerdos con el FMI, para fines de estabilización y de transformación sistémica. Éstos son analizados en Randall W. Stone, "Russia, the IMF, Private Finance, and External Constraints on a Fragile Polity", *op. cit.*, donde el autor argumenta que la actitud más complaciente que el organismo mantuvo frente a Rusia respondió a las presiones de los sucesivos gobiernos de Estados Unidos.
- 10 Estas estimaciones son citadas en Daniel Treisman, "Fighting Inflation in a Transitional Regime: Russia's Anomalous Stabilization", *World Politics*, vol. 50, núm. 2, 1998, pp. 235-265 (cita p. 250).
- 11 Mark Kramer, "The Changing Economic Complexion...", *op. cit.*, p. 30. La conservación de una zona monetaria rublo surgía de una recomendación del FMI.
- 12 *Ibid.*,
- 13 Se estima que una proporción considerable de estas empresas no era creadora sino "destructora de valor", en el sentido que el valor de sus productos era inferior al de los insumos y factores que entraba al proceso productivo. A mediados de los noventa, esta proporción habría alcanzado la mitad del valor del producto industrial y la tercera parte del valor de los recursos naturales producidos en el país. Véase Michael S. Bernstam y Alvin Rabushka, *Fixing Russia's Banks...*, *op. cit.*, cap. 1.
- 14 Mark Kramer, "The Changing Economic Complexion...", *op. cit.*, p. 26.
- 15 Esta sección se fundamenta en el análisis detallado de Michael S. Bernstam y Alvin Rabushka, *Fixing Russia's Banks...*, *op. cit.*, véase en particular el capítulo 3.
- 16 *Idem.*
- 17 Los inversionistas extranjeros pudieron adquirir hasta 30% de los bonos en rublos, inicialmente a tasas de interés menores que las concedidas a inversionistas rusos.
- 18 Daniel Treisman, "Fighting Inflation in a Transitional Regime...", *op. cit.*, pp. 259-260.
- 19 Se trata de rublos constantes a precios de 1992.
- 20 FMI, "Russian Federation: Recent Economic Developments", *IMF Staff Country Report n° 99/100*, anexo II "Nonmonetary Transactions and Arrears Accumulation", pp. 138-151, Washington DC, septiembre de 1999, gráfico 24.
- 21 *Ibid.*, p. 143.
- 22 Daniel Treisman, "Fighting Inflation in a Transitional Regime...", *op. cit.*, pp. 261-262.
- 23 *Ibid.*, p. 262.
- 24 James R. Millar, "Creating Perverse Incentives", *Journal of Democracy*, vol. 10, núm. 2, abril de 1999, pp. 87-90 (cita pp. 88-89).
- 25 Una opción de compra es un instrumento financiero que da a su tenedor el derecho de comprar un activo subyacente a un precio determinado de antemano durante un periodo también predeterminado.
- 26 Michael S. Bernstam y Alvin Rabushka, *Fixing Russia's Banks...*, *op. cit.*, cap. 3.
- 27 De hecho, los bancos recurrieron también al endeudamiento externo para adquirir más GKO, una operación en extremo riesgosa pues los exponía a la depreciación del rublo.
- 28 Este párrafo y el anterior se fundamentan en la secuencia de hechos sistematizada en el documento del FMI, "Russian Federation: Recent Economic Developments", *IMF Staff Country Report n° 99/100*, *op. cit.*, pp. 18-23.
- 29 *Ibid.*, pp. 23-24.
- 30 *Ibid.*, pp. 24-25.
- 31 FMI, "Russian Federation: 2003 Article IV Consultation", *IMF Country Report n° 03/144*, mayo de 2003, p. 5.

- 32 FMI, "Russian Federation: Selected Issues", *IMF Country Report n° 03/146*, mayo de 2003, p. 103.
- 33 "Scratch and sniff", *The Economist*, 14/02/2002.
- 34 El informe está citado en "A map of Russia's new empires", *Financial Times*, 06/04/2004, y se encuentra disponible en www.worldbank.org.ru.
- 35 "A map of Russia's new empires", *Financial Times*, *op. cit.*
- 36 "Command and control", *The Economist*, 07/04/04.
- 37 *Idem*.
- 38 En octubre de 2003, el gobierno arrestó a Mikhail Khodorkovsky, el "hombre de negocios más rico de Rusia" y confiscó 44% de las acciones de su empresa, la petrolera Yukos ("False calm", *The Economist*, 06/11/03). Vladimir Gusinsky y Boris Berezovsky, que operaban respectivamente en los sectores de los medios y de la construcción de automóviles, se encuentran en el exilio ("Boss class blues", *The Economist*, 31/01/2002).
- 39 "Survey: Russia; Good in part", *The Economist*, 19/07/2001.
- 40 "Change those lightbulbs", *The Economist*, 06/02/2003.
- 41 En el sector eléctrico, por ejemplo, se estima que las inversiones apremian si el país desea evitar iniciar cortes de electricidad a escala nacional entre 2003 y 2008. Para mayores detalles al respecto, véase "In need of shock therapy", *The Economist*, 29/08/2002, y "Survey: Russia. Waiting for the crunch", *The Economist*, 19/07/2001.
- 42 "Change those lightbulbs", *op. cit.*
- 43 "Lurching ahead", *The Economist*, 29/11/2001.
- 44 "Survey: Russia; States within the State", *The Economist*, 19/07/2001.
- 45 "And the owner is?", *The Economist*, 06/11/2003.
- 46 "Getting the measure of the bear", *The Economist*, 21/02/2002.
- 47 "Getting the measure of the bear", *op. cit.*, y "Mud and weeds", *The Economist*, 11/09/2003. 