

La moratoria rusa¹

Angel Vilariño

La devaluación y la moratoria

El 17 de agosto de 1998, el gobierno ruso y el Banco Central de Rusia anunciaron un importante paquete de medidas. El núcleo de las decisiones tomadas afectaba a los compromisos de pagos privados con los inversores no residentes, lo que se llamó la moratoria rusa. También se incluían cambios relevantes en la conducción de la política del tipo de cambio y medidas sobre una parte de los activos públicos, que de hecho era también una moratoria de los pagos de la deuda pública cuyo vencimiento estaba situado antes de 1999.

Estas medidas tuvieron un fuerte impacto tanto sobre los mercados financieros rusos, como en los mercados internacionales. Las repercusiones internas no se limitaron a la esfera financiera, incluido el sector bancario, sino que impactaron en la inflación y en la actividad económica general.

Lo aspectos más esenciales de las medidas¹ se exponen a continuación

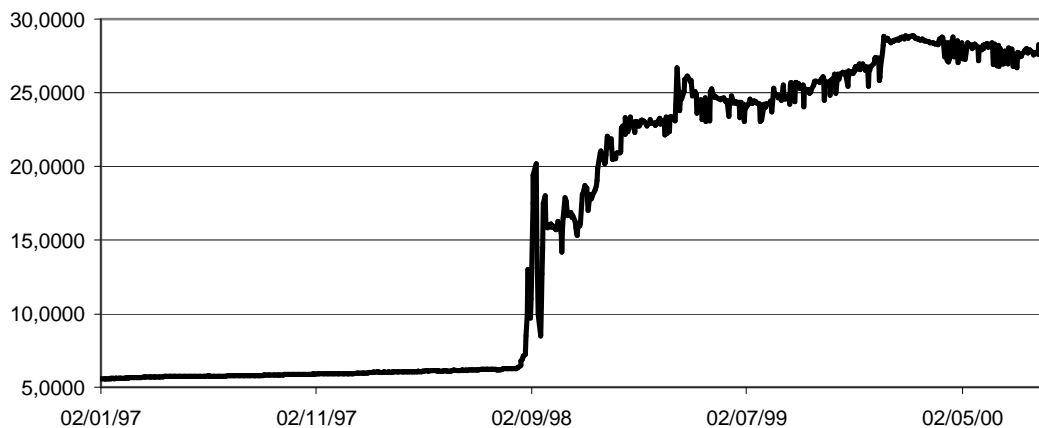
- ? El Banco Central ruso había seguido una política de vinculación del rublo al dólar, dentro de una estrategia antiinflacionista, anunciando una horquilla previa para los tipos de cambio y obligándose a mantener la cotización dentro de las bandas. En el momento anterior a la declaración el límite inferior de la banda era de 8,25 rublos por dólar y se cambió a 9,5 rublos por dólar lo que representaba de hecho una devaluación del 15%
- ? Se establecían controles a los movimientos de capitales a corto plazo. En particular no se permitía invertir a los no residentes en activos nominados en rublos y cuyo vencimiento fuera inferior al año.
- ? Unilateralmente se declaraba una moratoria de 90 días para el pago de deudas privadas, bancos y empresas fundamentalmente, a no residentes. Esta moratoria no incluía los pagos de la deuda externa de la Federación Rusa y afectaba al conjunto de actividades comerciales privadas, incluyendo la liquidación de los contratos a plazo (*forward*) y también los pagos debidos a reposiciones de garantías y márgenes en mercados derivados. La cuestión de los *forward* tenía gran importancia dadas las prácticas de inversión de los no residentes y la amplia actividad de los bancos rusos en este tipo de operaciones.
- ? Se alargaba el vencimiento de los títulos públicos nominados en rublos, los GKO de corto plazo (menos de un año) y los OFZ (hasta cinco años), cuyo

¹ Capítulo 5 de "Turbulencias financieras y riesgos de mercado"

vencimiento estuviera situado antes de 1999. Los bonos serían transformados en otros títulos con distinto vencimiento y tipo de interés, aunque en el momento de dictarse las medidas las condiciones del trueque no se habían explicitado. Adicionalmente quedó suspendida la negociación de esos títulos en los mercados secundarios.

Estas medidas de reestructuración de la deuda eran de hecho una moratoria de gran parte de la deuda pública nominada en rublos.

Gráfico 5.1. Rublos por dólar USA



Los antecedentes más próximos de estas decisiones se sitúan en los cambios de política realizados con anterioridad para combatir la inflación y la apertura de los mercados financieros a los inversores no residentes. Existen sin duda otros factores más profundos, que van desde la fuerte dinámica política interna, hasta el proceso de cambio de las relaciones de propiedad en la que estaba y está inmersa la sociedad rusa, pero esos factores no son objeto de análisis en este apartado.

La financiación del déficit público durante los años anteriores se realizó básicamente con emisión monetaria. A partir de los acuerdos con el FMI se pasó a la emisión de títulos a corto y largo plazo, emisiones de eurobonos y otros instrumentos financieros.

El acceso de los no residentes al mercado de GKO fue progresivo. En el año 1996 se permitió² la compra de GKO con un contrato *forward* añadido, cuya contraparte era el Banco Central de Rusia, que aseguraba un rendimiento predeterminado del 25% en dólares. En abril del mismo año se redujo al 19% y posteriormente la liberalización fue completa. En su mayoría los no residentes, inversores en GKO, siguieron cubriendo parcial o totalmente sus operaciones con contratos *forward*³, haciendo de contraparte los bancos rusos. La moratoria de las liquidaciones de los contratos a plazo tuvo por lo tanto un fuerte impacto en las posiciones de los no residentes debido a la alta participación que ya existía en

agosto de 1998 en el mercado de deuda pública nominada en rublos. La moratoria va más allá de este sector y engloba a todos los agentes, bancos, empresas y particulares que tuvieran contratadas operaciones a plazo sobre el rublo, con vencimiento anterior a 1999.

Antecedentes próximos

Los antecedentes más próximos de la crisis del rublo y la moratoria de las deudas se sitúan en la etapa 1995-97 cuando la economía rusa comenzó a salir de la etapa 1992-94 caracterizada por la hiperinflación.

Siguiendo a Palazuelos⁴ (1999), en el período 1995 a 1997 se consigue un control relativo de los precios mediante un conjunto de medidas de las que cabe destacar la reducción del crédito a las empresas y especialmente la mejora de la situación presupuestaria mediante la reducción de los gastos estatales, -aunque manteniendo todavía un alto nivel de déficit público- y el cambio en los mecanismos de financiación del déficit. Para evitar la creación monetaria se emitió deuda pública; los GKO a corto plazo que son títulos emitidos al descuento, y los OFZ a medio plazo, títulos con cupones. Los compradores de estas emisiones fueron los bancos rusos y posteriormente, tras la liberalización de la entrada de capitales exteriores, entraron con fuerza al mercado de deuda -especialmente en el segmento del corto plazo- los inversores extranjeros. Otra vía de financiación del déficit público fue la concesión de créditos por el FMI, a partir de la aceptación por parte del gobierno de Rusia de los principios del organismo internacional.

Los cambios en la financiación del déficit público, y la adopción de una política de anclaje del rublo al dólar con unas bandas deslizantes gestionadas por el Banco Central, favorecieron la estabilidad de precios. Bajo este nuevo escenario económico y con las reformas de la liberalización exterior se registraron fuertes entradas de capital que elevaron las rentabilidades de las bolsas a cifras superiores al 600%, entre febrero de 1996 y septiembre de 1997.

Otro de los cambios relevantes es el papel clave que juegan los tipos de interés en la nueva situación. La atracción de los capitales externos para financiar el déficit público necesitaba de altos tipos y también es la palanca que el Banco Central utiliza para la defensa coyuntural del rublo.

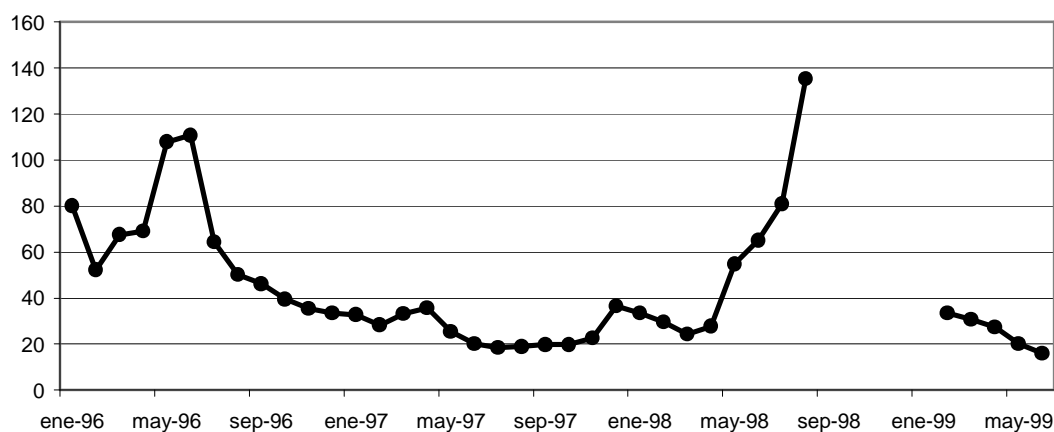
La contrapartida de estos cambios, cuyo principal efecto es la mejora de la inflación, es la factura que pasa la política de altos tipos de interés sobre la deuda pública y el déficit. El ratio del saldo de deuda pública sobre el PIB era de un 2,5% en 1994 y se elevó a un 25% en 1997.

La mejoría conseguida era endeble, ya que descansaba sobre las entradas de capital a corto plazo y en la continuidad de los préstamos del FMI. Si cualquiera de estos pilares fallaba la estabilidad del rublo se vendría abajo. El déficit público continuaba alto y el margen para reducir los gastos estatales era muy estrecho. La crisis asiática irrumpió en esta situación de equilibrio precario, y en el otoño de 1997 aparecieron las primeras señales de desconfianza de los inversores

externas manifestadas en los altos tipos de interés que necesitó la colocación de las nuevas emisiones de deuda pública y la debilidad de los importes adjudicados.

En septiembre de 1997 el FMI no desembolsó uno de los tramos de los préstamos concedidos, como elemento de presión para que el gobierno ruso fuera más beligerante en el control de déficit público. A partir de esas fechas se abrió un proceso de deterioro. Fracasó la oferta de privatización de nuevas empresas, se produjo la quiebra técnica de uno de los grandes bancos y la bolsa registró una caída del 87% entre septiembre de 1997 y julio de 1998. La caída de los precios del petróleo fue un factor que contribuyó a debilitar la situación, teniendo en cuenta que los ingresos de divisas procedentes del petróleo es fundamental en la balanza comercial rusa.

Gráfico 5.2. Tipo de interés GKO. Mercado secundario



Un análisis⁵ sobre los problemas de sostenibilidad de la deuda pública rusa originados por los altos tipos de interés llegaba a la conclusión de que el ratio de deuda pública sobre PIB podría situarse en un 73% a finales de 1998 y en un 97% a finales de 1999. Estas proyecciones generaban entre los inversores una gran desconfianza, traducida en un alto nivel de las primas de riesgo y la ralentización de las inversiones. En los cálculos⁶ de Malki el déficit público sin intereses estaba cercano a cero, pero por el contrario, los tipos de interés reales, cercanos al 40%, eran los que aportaban al ratio de la deuda pública sobre PIB el comportamiento explosivo.

La experiencia de la crisis asiática activó la velocidad de respuesta de las agencias de calificación y la deuda rusa sufrió reducciones de *rating* en diciembre de 1997 y en enero, mayo, junio y agosto de 1998.

En julio de 1998 el gobierno ruso se enfrentó a graves dificultades para renovar los vencimientos de GKO. Los dos grupos de compradores habituales tenían problemas, por distintos motivos, para adquirir nuevos títulos. Los bancos rusos estaban sometidos a una presión muy fuerte sobre sus depósitos y necesitaban

liquidez, y los inversores extranjeros tenían serias dudas sobre la viabilidad de la situación. Y el círculo se cerraba debido a los acuerdos del gobierno ruso con el FMI que hacía inviable la inyección de liquidez a los bancos mediante emisión monetaria. Un exponente de la extrema gravedad de la situación es que los tipos de interés de los GKO en el mercado secundario llegaron al 200% el 10 de julio de 1998. Pocos días después, el anuncio de la aprobación de un programa de ayuda encabezado por el FMI, de 22.600 millones de dólares, “relajó” los tipos de interés de los GKO, llevándolos a niveles del 60%.

Pero para las autoridades rusas la situación no tenía salida y el 17 de agosto tomaron las medidas ya comentadas.

Las consecuencias de la devaluación y de la moratoria se resumen en los siguientes apartados.

- a) Se interrumpió la entrada de capitales extranjeros.
- b) La deuda de los bancos, empresas y gobierno, nominada en divisas experimentó un fuerte aumento.
- c) Se paralizó durante más de un mes el sistema interbancario de pagos
- d) Las bolsas tuvieron fuertes caídas.
- e) Se produjo la dimisión del Primer Ministro y del Presidente del Banco Central.
- f) La economía registró una fuerte contracción económica. La producción industrial cayó un 15% en tasa anual.
- g) La inflación se disparó y alcanzó el 120% en tasa anual en agosto de 1999.
- h) Se inició una aguda crisis bancaria.

La crisis bancaria

A finales de 1991 existían en Rusia 1350 bancos y tres años después había 2400 bancos autorizados; muchos de ellos habían sido creados por empresas para obtener financiación barata del banco central. La mayoría actuaban más como agencias del Banco Central que como entidades con personalidad propia, debido a que su principal actividad consistía en la administración de los préstamos que el BCR concedía a las empresas. Los bancos actuaban de intermediarios, por lo que recibían una comisión, el 3% de diferencial entre el tipo de interés pagado al BCR y el tipo de interés facturado a las empresas. En 1994 los bancos que realizaban actividades significativas eran unos 200, entre los que destacaba el Sverbank con aproximadamente el 80% de los depósitos de la población.

En junio de 1998 el balance agregado de las entidades presentaba la siguiente estructura (Cuadro 1) donde las cifras son porcentajes referidos al balance total agregado.

Cuadro 5.1. Balance de las entidades financieras en Rusia. Junio 1998⁷

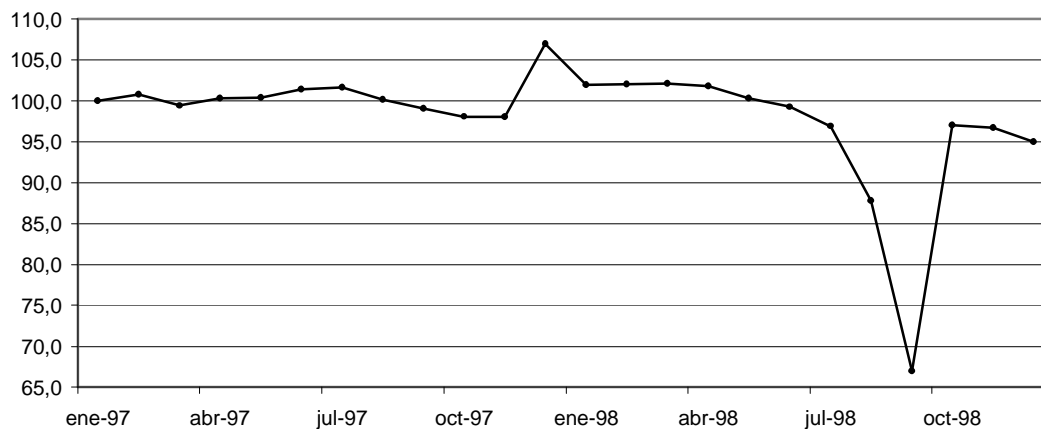
Activo		Pasivo	
Activos exteriores	11,6	Capital	25,1
Activos públicos	33,0	Préstamos divisas	16,9
Créditos sector privado (*)	40,0	Depósitos divisas	12,4
Otros activos	15,4	Depósitos rublos	21,8
		Otros préstamos	23,8
(*) Préstamos sin rendimiento, sobre el total de préstamos 16,4%			

La posición neta en divisas era corta, aunque un poco menor de lo que se puede deducir de la lectura de las cifras del balance; el motivo es que una parte de los crédito al sector privado estaban nominados en divisas, aunque el neto seguía siendo favorable a las posiciones de pasivo. Además los importes de la financiación interbancaria, que está recogida en los prestamos en divisas, eran de exigibilidad casi inmediata debido a que la mayoría eran de muy corto plazo, mientras que la recuperación de la liquidez de los créditos al sector privado era mucho más problemática. De los datos de balance se puede deducir que una parte importante de las adquisiciones de títulos públicos estaban financiadas mediante préstamos a corto plazo en divisas. Además, hay que tener en cuenta las posiciones fuera de balance, cuyo grueso lo formaban las operaciones a plazo de compra-venta de divisas, en la que los bancos rusos actuaban de contraparte de la posiciones de cobertura de los inversores extranjeros.

El sistema bancario tenía antes de la devaluación una alta exposición al riesgo de cambio. La devaluación transformó el riesgo en quebrantos ciertos mediante el aumento de los importes de las deudas netas por una parte y con las pérdidas en las liquidaciones de las operaciones a plazo. Las medidas que adoptó el gobierno, respecto a la moratoria de las deudas privadas, tuvo el efecto de congelar transitoriamente los pagos que las entidades financieras estaban obligadas a hacer a los acreedores internacionales, pero la posición patrimonial de los bancos había sufrido un gran quebranto.

Otro de los frentes específicos por donde las medidas del gobierno afectaron a los bancos se situó en la liquidez del sistema. Los bancos se encontraron sin liquidez al tener los activos más líquidos, los GKO, inmovilizados; adicionalmente con el estallido de la crisis se produjeron fuertes caídas en los saldos de los depósitos que las empresas y las familias mantenían en los bancos. El Gráfico 5.3. muestra la evolución del saldo agregado de depósitos deflactado mediante el índice de precios de consumo y con base 100 en enero de 1997. De ahí el colapso del sistema de pagos interbancario que estuvo suspendido cerca de un mes.

Gráfico 5.3. Saldo depósitos en términos reales



Una vez abierta la crisis el gobierno volvió a utilizar⁸ algunas de las medidas que había abolido. Impuso grandes restricciones sobre las operaciones en el mercado de divisas, financió el déficit público por medio de créditos directos del banco central y obligó a los exportadores a ceder el 75% de sus ingresos de las exportaciones. El sector bancario se mantuvo a flote mediante la inyección de liquidez suministrada directamente por el banco central, mientras que el organismo previsto para la recapitalización de los bancos nunca entró en funcionamiento. Las empresas con grandes dificultades para la obtención de financiación bancaria recurrieron cada vez más a retrasar los pagos y a utilizar el trueque, no sólo entre sí, sino también en el pago de los impuestos al estado.

¹ Russian Economic Trends, 18 august 1998, una publicación de Russian European Centre for Economic Policy

² Box 5. Nonresidents and the Treasury Bill Market, p. 78 en IMF Staff Country report nº 99/100, "Russian Federation: Recent Economic Developments"

³ Un contrato *forward* es una operación a plazo, de compra-venta de una divisa a un tipo de cambio establecido para entrega en una fecha futura. Cuando existen posibilidades de tomar posiciones largas y cortas en los mercados monetarios de ambas divisas, el tipo de cambio a plazo es el resultado del tipo de cambio al contado y de los tipos de interés, al plazo de la operación, de las respectivas divisas. En el caso de que los tipos de interés de los GKO fueran superiores a los tipos de interés interbancarios, la cobertura del riesgo de cambio realizada por lo no residentes les proporciona el diferencial entre los GKO y los depósitos interbancarios. Ese diferencial es la expresión de un riesgo de crédito. Por lo tanto la moratoria o cualquier otra medida que supone un quebranto respecto a los pagos esperados no es una sorpresa total. Uno de los elementos de sorpresa en este caso está en la moratoria de los *forwards* que aumenta la exposición al riesgo.

⁴ Palazuelos, E. (1999): "La evolución de la economía rusa entre 1992 y 1998", mimeo.

⁵ Malki, E. (1999).

⁶ Siendo b_t el ratio de la deuda pública sobre PIB se tiene que $b_t \approx \frac{1+r}{(1+i)(1+g)} b_{t-1} + df_t + k$,

donde r es el tipo de interés nominal, i es la tasa de inflación, g es la tasa de crecimiento económico en términos reales, df es el déficit público sin intereses y k es un parámetro que depende de i , de g , y de la velocidad de circulación. Bajo determinadas hipótesis si $1+r$ es mayor que $(1+i)(1+g)$ la senda del ratio de deuda pública sobre PIB es explosiva y más lo es cuanto más grande sea la relación anterior.

⁷ Buch, C.M. y Heinrich, R.P. (1999).

⁸ Informe anual de I BIS (1999).