

Wechselkursanker oder Floating? Währungspolitik und Transformationsstau in Rußland

Hishow, Ognian N.

Veröffentlichungsversion / Published Version

Forschungsbericht / research report

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Hishow, O. N. (1999). *Wechselkursanker oder Floating? Währungspolitik und Transformationsstau in Rußland*. (Berichte / BIOst, 1-1999). Köln: Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-43858>

Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

Terms of use:

This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.

By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

Die Meinungen, die in den vom BUNDESINSTITUT FÜR OSTWISSENSCHAFTLICHE UND INTERNATIONALE STUDIEN herausgegebenen Veröffentlichungen geäußert werden, geben ausschließlich die Auffassung der Autoren wieder.

© 1999 by Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Köln

Abdruck und sonstige publizistische Nutzung – auch auszugsweise – nur mit vorheriger Zustimmung des Bundesinstituts sowie mit Angabe des Verfassers und der Quelle gestattet.

Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Lindenbornstr. 22, D-50823 Köln,
Telefon 0221/5747-0, Telefax 0221/5747-110; Internet-Adresse: <http://www.uni-koeln.de/extern/biost>;
e-mail: biost.koeln@mail.rrz.uni-koeln.de

ISSN 0435-7183

Inhalt

	Seite
Kurzfassung.....	3
Der Finanzmarkt als Determinante des Rubelkurses	7
Lockere Geldpolitik beschleunigte den Wirtschaftsverfall.....	7
Verhängnisvolle Substitution von Inflation durch Schuld.....	8
Zu den wirtschaftspolitischen Fehlentwicklungen im realen Sektor	10
Verzögerter Strukturwandel und Konservierung unrentabler Strukturen.....	10
Gläubigerschutz in der Wirtschaftsrechtsprechung unzureichend.....	12
Risiken und Grenzen einer etatistischen Wirtschaftspolitik	13
Rückwärtsgewandtes Krisenmanagement.....	13
Industriepolitik via Liquiditätszufuhr.....	15
Entlastung durch unterentwickelten Bankensektor.....	19
Kontroverse um den IWF	21
Ein Currency-Board-System für Rußland	25
Implikationen eines Währungsratssystems.....	26
Politische Vorbereitung entscheidend.....	30
Währungsratssystem und Außenschuld.....	32
Fazit: Keine stabilitätspolitische Rezeptlösung vorhanden	35
Summary.....	37

1. Dezember 1998

Glossar der englischen Finanzfachtermini

- Audit: Wirtschaftsprüfung
- Bail Out: Einlösen einer Bürgschaft bei Konkurs
- Crawling Peg: gleitende Wechselkursbindung
- Currency Board: Währungsrat bzw. "verkleinerte Zentralbank"
- Dutch Disease: Deindustrialisierung aufgrund von Einkommenszuwächsen durch Rohstoffexport
- Hedging: Kurssicherungsgeschäft
- Hot Money: kurzfristig aufzulösende Finanzanlagen
- Lender of Last Resort: Kreditgeber in letzter Instanz
- Moral Hazard: Spekulation auf Bail Out

Ognian Hishow

Wechselkursanker oder Floating?

Währungspolitik und Transformationsstau in Rußland

Bericht des BIOst Nr. 1/1999

Kurzfassung

Vorbemerkung

Ein wirtschaftlicher Niedergang leitete die Auflösung der ehemaligen Sowjetunion ein, und die Hoffnungen auf eine Kehrtwende durch eine liberale Wirtschaftspolitik in einem demokratischen Rußland waren 1990/91 groß. Politisch betrachtete sich das postsowjetische Rußland als ein natürlicher Nachfolger der früheren Großmacht, wobei auch ein ökonomischer Anschluß lediglich eine Frage der Zeit zu sein schien. Die neue Wirtschaftspolitik orientierte sich an dem Modell der westlichen Industrienationen und versuchte das dort Bewährte in Rußland zu implementieren. Transformationspolitisch ging es insbesondere um eine zügige Privatisierung, Liberalisierung und außenwirtschaftliche Öffnung, um die Wettbewerbsordnung zu stärken, den Mechanismus der Bildung gleichgewichtiger Preise wirken zu lassen und durch Kapitalimport den technologischen Rückstand der Wirtschaft zu beheben. Allerdings erwies sich das Beharrungsvermögen der vorhandenen Strukturen als groß, und die mentalen Widerstände stellten sich als kaum überwindbar heraus. Die Durchsetzung eines umfassenden Reformkonzepts wurde somit in weiten Teilen verhindert.

Ergebnisse

1. Die Geschichte der Wirtschaftstransformation im Rußland der 90er Jahre unterscheidet eine intensive Reformphase unter Premier Jegor Gajdar und eine längere gradualistische Phase unter Tschernomyrdin, in der noch nicht überwundene Verwerfungen aus der Sowjetzeit zementiert und neue geschaffen wurden. Gajdar scheiterte an den Widerständen gegen sein Liberalisierungskonzept, das als monetaristisch kritisiert wurde. Monetarismus stand hierbei für nicht güterwirtschaftliche Eingriffe des Staates in die Produktion, die nach Meinung der politökonomisch geprägten Wirtschaftsfachleute die Kapitalakkumulation verhindern und die für Rußland typischen Großbetriebe zerstören.
2. Der wirtschaftspolitische Paradigmawechsel folgte der Logik dieser Kritik und führte zu einer neuen Gewichtung der Prioritäten, insbesondere im geld- und finanzpolitischen Bereich. Ohne die Ursachen für das Scheitern des sowjetischen Wirtschaftsordnungsmodells ausreichend zu berücksichtigen, wurde ab 1993 versucht, soviel wie möglich von den überkommenen Strukturen zu retten. Nicht wettbewerbsfähige Unternehmen wurden

durch eine Politik des leichten Geldes gestützt, und weiche Budgetbeschränkungen sollten die Realeinkommen der Haushalte steigern. Wegen der hohen Inflationsraten und des massiven Rubelverfalls wurden beide Ziele verfehlt, und eine erneute wirtschaftspolitische Wende – jetzt zu mehr Stabilität – folgte ab Mitte 1995.

3. Mit der Entlassung des für diese Ergebnisse weitgehend verantwortlichen Zentralbankpräsidenten Viktor Geraschtschenko war der Weg frei für eine Festigung des russischen Rubels, deutliche Senkung der Preissteigerungsraten und Normalisierung des Bankwesens. Allerdings blieben die Transformationsfortschritte im güterwirtschaftlichen Sektor unzureichend. Das kam vor allem im Aufrechterhalten konkursreifer Betriebe quer durch alle Sektoren, einschließlich der kommunalen Wohnungswirtschaft, zum Ausdruck. Als Subventionsempfänger im großen Stil belasteten sie den konsolidierten Haushalt zunehmend – zuletzt mit etwa 18% der Ausgaben. Zugleich konnten die bereits Ende der 80er Jahre im Entstehen begriffenen oligarchischen Strukturen ihren Einfluß ausbauen und der Strukturreform massiven Widerstand leisten.
4. Die Fortschritte im monetären Sektor wurden durch die Unfähigkeit der Politik, ein fiskalisches Gleichgewicht zu erzielen, in Frage gestellt. Eine Steuerreform scheiterte, und zur Finanzierung der hartnäckigen und permanent zu hohen Haushaltsdefizite war man zunehmend auf internationale Kredite angewiesen. Die mit hohen Raten wachsende Binnenschuld belastete den Staatshaushalt spürbar und machte die Staatsfinanzen von einem Finanzierungsschema nach dem Schneeballprinzip abhängig. Im Zuge der Asienkrise zeigte sich, daß Moskau dem sehr volatilen "Hot Money" internationaler Finanzjongleure gefährlich ausgeliefert ist. Dagegen blieben wegen nichttarifärer Barrieren langfristige Direktinvestitionen aus, und es war nur eine Frage der Zeit, bis der Wechselkursanker aufgegeben werden mußte. Die Wirtschaft kollabierte mit der Entlassung des reformentschlossenen Technokraten Sergej Kirijenko zum zweiten Mal.
5. Eine rasche Überwindung der neuen Krise ist nicht denkbar, da alle Fundamentaldaten dagegen sprechen. Noch ist sich die Politik nicht schlüssig, welchen Weg sie gehen soll. In der gegenwärtigen Transformationsdiskussion in Rußland ist wieder eine Tendenz zu beobachten, die "monetaristischen" Rezepte des Internationalen Währungsfonds für die Lage verantwortlich zu machen. Zu erklären sind solche Stellungnahmen mit der Stärkung der Position marxistischer Ökonomen, vor allem hinsichtlich der Priorität realwirtschaftlicher Stabilisierungsmaßnahmen und der Gültigkeit des Wertgesetzes, wonach die Preise an die Produktionskosten zu koppeln sind. Viktor Geraschtschenko erlebte in dieser Konstellation als neuer (alter) Zentralbankpräsident im Herbst 1998 ein triumphales "Comeback".
6. Vor allem kritische russische Ökonomen schlagen dagegen radikale Stabilisierungsschritte vor und empfehlen eine disziplinierende Zwangsjacke in Gestalt eines Currency-Board-Systems für Rußland. Die wirtschaftspolitischen Chancen bestehen im Stabilisierungspotential eines solchen Währungssystems, insbesondere bezüglich der Inflation und des nominalen Geldwerts. Gefahren rühren dagegen von dem – freiwilligen – Verzicht auf diskreditonäre Eingriffe zur geldwirtschaftlichen Steuerung her. Unter den

Bedingungen globaler Kapitalströme, rußlandskeptischer Finanzmärkte und hoher externer Verschuldung bürdet dies der Fiskal- und Lohnpolitik hohe Verantwortung auf. Makroökonomische Anpassungsvorgänge erfolgen wegen der Wechselkursfixierung nicht mehr monetär, sondern als Mengenanpassung. Wirtschaft und Bevölkerung müssen daher über die auf sie zukommenden Belastungen aufgeklärt sein, um die Akzeptanz des Boards und somit seinen Erfolg zu gewährleisten.

7. Das Währungsratsystem könnte auch zur weiteren Normalisierung der Finanzbeziehungen des Westens mit Moskau beitragen, welche angesichts der russischen Zahlungsunfähigkeit immer erratischer zu werden drohen. Ein permanentes "Bail Out" sollte der Westen von vornherein klar ausschließen und eine gebührende Zahlungsmoral von der Gegenseite einfordern. Ein glaubwürdiges Currency Board würde das Vertrauen der Investoren stärken und so die Kapitalbilanz verbessern. Nur über weitere umfassende Kapitalimporte können die Schulden bedient werden, wie entsprechende Finanzierungsrechnungen beweisen. Ferner verfügen russische Privathaushalte, Unternehmen und Banken vorsichtigen Schätzungen zufolge über durchaus umfassende Devisenbestände, die aus Mangel an Vertrauen dem volkswirtschaftlichen Kreislauf entzogen sind. Unter günstigen politischen Rahmenbedingungen dürfte eine feste Rubelanbindung auch das umfassende russische Fluchtkapital repatriieren und den Schuldendienst erleichtern helfen.
8. Alles in allem ist auch das Currency-Board-System nicht die Patentlösung, wie die positiven, aber auch warnenden Beispiele aus anderen Transformationsökonomien zeigen. Seine Schwachstelle ist die Notwendigkeit realökonomischer Anpassung und Flexibilität, was politisch oft nur schwer durchzusetzen ist. Dennoch führt an einem neuen Stabilisierungsanlauf auch in Rußland nichts vorbei, zumal wirtschaftspolitisches Zögern, wie derzeit unter Primakow, einen hohen volkswirtschaftlichen Preis fordert. Ein weiterer Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion und der Realeinkommen ist die unmittelbare Folge, so daß in dieser Konstellation ein Währungsrat die wünschenswerteste Lösung darstellt.

Der Finanzmarkt als Determinante des Rubelkurses

Lockere Geldpolitik beschleunigte den Wirtschaftsverfall

Die russische Wirtschaft ist am 17. August des vergangenen Jahres zum zweiten Mal seit dem Systemwechsel zusammengebrochen. Sie folgt somit dem Muster anderer "reformunwilliger" Transformationsökonomien, beispielsweise Bulgariens, das vor rund eineinhalb Jahren ebenfalls wiederholt am Ende war und einen mühsamen Neuanfang wagen mußte. Im In- und Ausland suchen Kritiker und Befürworter der russischen Reformen jetzt intensiv nach Erklärungsmustern für den erneuten Kollaps. Ein Rückblick scheint dabei hilfreich zu sein, zumal sich das Personalkarussell dreht und – wie noch gezeigt werden soll – sich "der Kreis schließt". Die gescheiterten Anstrengungen haben dazu geführt, daß in Teilen der russischen Gesellschaft die Begriffe "Reformen" und "Marktwirtschaft" zu Unworten geworden sind. Stimmen nach einem eigenen, sog. russischen Entwicklungsweg in der Wirtschaft werden wieder laut. Dabei wird bewußt oder unbewußt vergessen, daß die bisherigen Veränderungen in Rußland die Bezeichnung "Reformen" nur bedingt verdienen.

Lediglich zu Beginn der Transformation, unmittelbar nach dem Zerfall der Sowjetunion, haben die Radikalreformer Gelegenheit gehabt, sich an einer raschen Überwindung der Krise zu versuchen. Das makroökonomische Gleichgewicht war gestört, der Haushaltssektor litt unter einem umfassenden Geldüberhang, der Unternehmenssektor war wegen der stark verzerrten relativen Preise blockiert, und die Währungspolitik belastete mit ihren gespaltenen Wechselkursen die Zahlungsbilanz. Nach dem Kollaps der Wirtschaft waren energische Schritte angesagt. Diese Schritte – allen voran die Preisliberalisierung und Öffnung – wurden von der Regierung Gajdar gewagt. Nach nur ungefähr einem Jahr mußte sie zurücktreten; die Reformen wurden – weil sie schmerzhaft waren – abgebremst. Die Reformphase II, die sich mit der Durchsetzung des Gradualismus auszeichnete, wurde eingeleitet.

Die ideologische Basis der Gradualisten, die eine schnelle Transformation à la Balcerowicz ablehnten, war im ordnungspolitischen Bereich zu finden. Die Kritik richtete sich gegen eine chaotische Privatisierung, bei der große Teile der früher volkswirtschaftlichen Aktiva auf den privaten Bankensektor, der z.T. kriminell entstanden ist, "unter Preis" übertragen worden sind. Die Freigabe des Rubelkurses und die Aufhebung des Währungsmonopols des Staates durch Premier Gajdar wurden als ein Ausverkauf des Vaterlandes identifiziert, während eine restriktive Geldpolitik als tödlich für die heimischen Großunternehmen angesehen wurde. Ein Zusammenhang zwischen Geld- und Finanzpolitik wurde lediglich in Gestalt einer Dominanz der letzteren akzeptiert, wobei mit weichen Budgetrestriktionen als Voraussetzung zur Wiederbelebung der darniederliegenden heimischen Industrie argumentiert wurde. Diesen Worten folgten geld- und finanzpolitische Taten: Zentralbankpräsident wurde Viktor Geraschtschenko. Zwar wollte er angeblich den Rubel festigen, doch primär hat er umfangreiche Zentralbankkredite an den Staat und die finanziell notleidenden Großbetriebe gewährt. Die Zentralbank befand sich nach den Worten eines hochrangigen Mitarbeiters in der Rolle des David, welcher gegen den Fiskus Goliath wenig ausrichten konnte.

Erst allmählich wuchs die Erkenntnis, daß die fiskalisch argumentierte Priorität der Geldmengenausweitung aufgehoben werden muß. Diese Erkenntnis war reif, nachdem es nicht gelungen war, durch Liquiditätszufuhr die Wirtschaft auf einen Expansionspfad zu überführen. Im Gegenteil: Das reale BIP ging mit hohen Raten zurück, und die Inflationsraten blieben mit zwischen 850 und 250% pro Jahr sehr hoch. Die 1995 beschlossene Ablösung Geraschtschenkos und damit seiner Geldpolitik war eine Konsequenz dieser Einsicht. Sichtbarstes Merkmal der neuen Stabilitätsphilosophie wurde ein mit IWF-Unterstützung installierter "nomineller Anker". Es handelte sich um eine Teilfixierung des Rubels in Form eines Wechselkurskorridors vom 1. Juli 1995 an. Er brach die abwertungsbedingten Inflationserwartungen und unterband das spekulative Wechselkursgeschäft des Bankensektors.

Verhängnisvolle Substitution von Inflation durch Schuld

Das neue Paradigma lautete somit "Inflationsbekämpfung durch Straffung der Geldpolitik", es maß jedoch der Finanzpolitik eine nachgeordnete Bedeutung bei. Zwar bestand Konsens darüber, daß die Budgetdefizite der Föderation inflationsfrei durch Kreditaufnahme im Inland (später auch im Ausland) zu decken sind. Es handelte sich somit um einen deutlichen geld- und finanzpolitischen Fortschritt, denn noch 1993 wurden die Defizite des Föderalbudgets ausschließlich und 1994 zum überwiegenden Teil durch Zentralbankkredite gedeckt. Über die Obergrenzen der laufenden Verschuldung wurden keine weiteren Überlegungen angestellt, sondern es wurde ein Finanzierungsschema nach einem Schneeballsystem aufgebaut. Danach wurden Altschulden durch Ausbau der Kreditaufnahme unter Heranziehung immer neuer Investoren bedient bzw. getilgt. Zunächst funktioniert ein solches "Pyramidensystem" naturgemäß, da die – inländischen – Kapitalreserven bei hinreichend hohen Schuldzinsen dem Markt für öffentliche Wertpapiere theoretisch voll zur Verfügung stehen. Eine fatale Fehleinschätzung der finanziellen Belastbarkeit der Volkswirtschaft kam zum Ausdruck im Unwillen oder in der Unfähigkeit der Regierung, einen positiven Primärsaldo¹ des Föderalbudgets zu erzielen. Nach Abzug des Zinsdienstes würde dann der Kassensaldo entweder ausgeglichen oder aber zwar defizitär sein, jedoch weniger gravierend. Statt dessen blieben die Einnahmen chronisch hinter den Ausgaben zurück, und die hohen Nominalzinsen sorgten für hohe – im Durchschnitt der 90er Jahre um 7% des BIP – Kassendefizite.

Eine Finanzierungspyramide beginnt dann zu bröckeln, wenn der letztmögliche Investor (Grenzinvestor) bereits herangezogen und somit die Quelle zur Bedienung der Verbindlichkeiten versiegt ist. In Rußland war das ca. Ende 1995 der Fall, da Budgetdefizite von 7% des BIP und mehr die Ersparnis des Haushaltssektors bei weitem übertrafen. Sie wird

¹ Primärsaldo eines Haushalts: Einnahmen minus Ausgaben ohne Berücksichtigung der fälligen Zinszahlungen auf die öffentliche Schuld.

zur Zeit auf rund 5% des BIP geschätzt.² Sofern die Einlagen der Haushalte bei der russischen Staatssparkasse und den Geschäftsbanken deren Ersparnis widerspiegeln, kann angenommen werden, daß sie seit Jahren gänzlich dem Markt für staatliche Schuldverschreibungen zugeführt worden sind. Der Unternehmenssektor hat dagegen seine Ersparnis dem Zugriff des Rentenmarktes weitgehend ferngehalten. Gewinnerzielende Unternehmen sind relativ gering an der Zahl und gehören ausschließlich dem sog. extraktiven Bereich an, wobei die Erlöse hauptsächlich im Auslandsgeschäft erzielt werden. Sie scheinen auf Konten dortiger Banken zu verbleiben und nur bedingt – in bar – repatriiert zu werden, da die Einlagen der Betriebe bei den Geschäftsbanken volkswirtschaftlich unbedeutend sind. Wegen des geringen Passivgeschäfts verwundert daher nicht, daß die Privatbanken nur einen unbedeutenden Anteil – höchstens 10% – der Forderungen an den Staat halten. Dagegen halten Staatssparkasse und Zentralbank 20% bzw. 40% der Forderungen.

Das letzte Drittel entfällt auf die ausländischen Anleger. Sie wurden ab 1996 zunehmend nach Rußland gelockt, um die unzureichende inländische durch ausländische Ersparnis zu ergänzen. Die ausländischen Anleger haben den Markt dynamisiert, weil der Kredithunger des russischen Staates ihnen höhere Renditen als bei Alternativenanlagen zu Hause bot und die Wechselkursverpflichtung der Zentralbank für ein geringes Abwertungsrisiko sorgte. Ein Übergewicht der ausländischen Portfolioinvestitionen gegenüber den Direktinvestitionen – 1997 im Verhältnis 46 zu 6 Mrd. US-Dollar – stellte sich ein. Auch hier wurde eine Finanzierungspyramide aufgebaut, weil die ausstehenden Schulden durch Nettokreditaufnahme bedient wurden, allerdings stieg im Zuge der internationalen Finanzkrise die Rendite überproportional. Internationale Anleger sind seit Ende 1997 sehr viel vorsichtiger in ihrem Engagement in Emerging Markets geworden, was den Zusammenbruch der russischen Finanzen nur beschleunigt, jedoch nicht primär verursacht hat.

Mitte 1998 erreichte der Ausländeranteil am Markt für kurz- und mittelfristige Titel der Russischen Föderation ca. 20 Mrd. US-Dollar. Bei einer Nominalverzinsung von etwa 100% wären für das Roll Over der Schuld (nur für den Zinsendienst, ohne Tilgung also) monatlich 1,6 Mrd. US-Dollar aufzubringen, bei mittlerweile negativen Leistungsbilanzsalden und niedrigen Devisenreserven.³ Prinzipiell ist das möglich – schnell wachsende Ökonomien mit einem Investitionsbedarf, der größer als die inländische Ersparnis ist, weisen in der Regel negative Leistungsbilanzsalden auf, die durch Kapitalimport ausgeglichen werden.

² Zur Ermittlung des BIP-Anteils der privaten inländischen Ersparnis liegen verschiedene Berechnungsschemata vor. Eine – einfache – Möglichkeit liefert die Verwendungsrechnung des BIP. Danach können der private Verbrauch auf rund 67%, der Staatsverbrauch auf 15%, die Bruttoanlageinvestitionen auf 16% und der Außenbeitrag auf 2% geschätzt werden. Die Bruttoanlageinvestitionen enthalten den aus den Amortisationen zu finanzierenden Teil der Ersatzinvestitionen von ca. 6% und den Erweiterungsinvestitionsanteil von etwa 10%. Kommen hierfür 1 Prozentpunkt vom Ausland (ausländische Direktinvestitionen) und etwa 4% von der Ersparnis des Unternehmenssektors, verbleiben für die Ersparnis des Haushaltssektors rund 5% des BIP.

³ Sie betragen Mitte 1998 ca. 3% des BIP. Die Devisenreserven der Bundesrepublik Deutschland bewegen sich auf einem ähnlich niedrigen Stand (vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, verschiedene Ausgaben). Da die DM aber eine international akzeptierte Reservewährung ist, kann Deutschland seine Verbindlichkeiten "direkt" in der eigenen Währung bedienen.

Voraussetzung für solche Mittelzuflüsse sind jedoch stabile politische Verhältnisse und klare Rahmenbedingungen für Investoren. Ordnungspolitische Widersprüche und die Verzögerung der Reformen im güterwirtschaftlichen Sektor stellen bislang die größten Hindernisse für mehr ausländische Direktinvestitionen in Rußland dar. Eine funktionierende Wettbewerbsordnung konnte sich nicht durchsetzen, so daß ganze volkswirtschaftliche Sektoren strukturell mit einem einzigen Konzern (einem, wie die Russen sagen, "natürlichen Monopol"⁴) identisch sind: Gasförderung,

-transport und -export mit Gasprom, die Energieerzeugung und -distribution mit dem Vereinigten Energiesystem u.a.m. Laut Verfassung können Grund und Boden nicht privat bzw. von Ausländern erworben werden, wodurch wichtige Kreditsicherheiten wegfallen und entsprechend hohe Risikoaufschläge die Kredite zusätzlich verteuern. Ein Vergleich mit den ostmitteleuropäischen Transformationsländern, etwa Ungarn, macht deutlich, daß Rußland pro Kopf der Bevölkerung 15 bis 20 Mal weniger ausländische Direktinvestitionen bezogen hat. Dagegen ist es zunehmend zum Zielgebiet heimischer und internationaler Finanzspekulant geworden, welche mit Portfolioanlagen hohe Renditen auf Kosten der russischen Volkswirtschaft und teilweise, wegen der Bail-Out-Neigung des IWF, auf Kosten der westlichen Steuerzahler erzielen. Somit waren der Spekulationspyramide gewinnkalkulatorische Grenzen gesetzt: Ihre Basis konnte nicht weiter ausgebaut werden, da auch das spekulative Kapital Moskau den Rücken kehrte. Im Sommer 1998 übertraf der Kapitalbedarf das Angebot, so daß die neu begebenen Anleihen nicht ausreichten, um die fälligen Zahlungen zu finanzieren. Zwar sind dabei die Zinsen zeitweise (aufs Jahr hochgerechnet) auf real über 200% sehr deutlich gestiegen,⁵ aber die Anleger konnten nicht überzeugt werden. Mit dem Ausbleiben der Investoren gingen die Devisenreserven der Zentralbank simultan zurück, bis der Rubelkurs am 17. August 1998 schließlich zusammenbrach.

Zu den wirtschaftspolitischen Fehlentwicklungen im realen Sektor

Verzögerter Strukturwandel und Konservierung unrentabler Strukturen

Als sich die russische Wirtschaftspolitik Mitte 1995 zum zweiten Mal anschickte, die Krise zu überwinden und den marktwirtschaftlichen Kurs zu stärken, erlangte ein fester bzw. berechenbarer Wechselkurs eine zentrale Bedeutung. Um Leistungsbilanzinflüsse des Wechselkurses zu neutralisieren, mußte der Realkurs stabilgehalten werden. Etwaige Feedback-Effekte der Inflation auf den Nominalkurs sollten durch Straffung der Geldpolitik ausgeschlossen werden, und die Finanzpolitik hatte die bisherige Linie weicher Budgetbeschränkungen zu verlassen. Alles in allem handelte es sich um ein in sich geschlossenes Konzept der Koordinierung der drei wesentlichen makroökonomischen

⁴ Preistheoretisch unterscheidet sich das natürliche Monopol von einem Unternehmen, welches unter monopolistischer Konkurrenz wirtschaftet. Bei diesem stimmen im Gleichgewicht Grenzkosten und Grenzerlös überein. Beim natürlichen Monopolisten sind im Gleichgewicht – wenn die Produktion kurzfristig nicht mehr ausgedehnt wird – die Grenzkosten geringer.

⁵ Die kurzfristigen Papiere werden als Diskontbonds ohne Kupon verkauft. Wenn eine Obligation mit einem Nennwert von 100 für etwa 33 Rubel plaziert wird, beträgt die Rendite 67 Rubel oder 200%.

Teilpolitiken – der Geld-, Wechselkurs- und Finanzpolitik. Wegen des Versagens der letzteren stürzten auch die anderen beiden Säulen ein und machten die bisherigen stabilisierungspolitischen Erfolge zunichte. Die ursprüngliche Intention, durch mehr Stabilität im monetären Bereich den güterwirtschaftlichen Sektor zu revitalisieren und Wachstum zu erzielen, ist nun verfehlt worden. Das Wachstum wurde als die entscheidende Voraussetzung für die Linderung der sozialen Not, die Lösung der fiskalischen Aufgaben und die Implementierung der Demokratie in die russische Gesellschaft angesehen.

Die Rubelabwertung vom 17. August legte somit nicht nur das Scheitern des bisherigen Zentralbankpräsidenten Sergej Dubinin offen, der bis zuletzt den Wechselkurs verteidigen wollte. Das gesamte Reformkonzept hat sich als nicht tragfähig erwiesen, da Geld- und Wechselkurspolitik allein nicht ausreichen, um die strukturellen Probleme einer Volkswirtschaft zu lösen. Zwar ist auch die russische Wirtschaft, wie die Wirtschaft der ostmitteleuropäischen Länder, einem tiefen Strukturwandel unterzogen worden. Das Übergewicht der Industrie ist dabei zurückgegangen zugunsten des tertiären (Dienstleistungs-)Sektors. Teile der Infrastruktur sind modernisiert und ausgebaut worden, insbesondere die Telekommunikation. Neue Dienstleistungen wie Bankdienstleistungen sind entstanden, und andere, etwa in der Gastronomie, sind moderner geworden. Allerdings haben die neuen Sektoren keine ausreichende Dynamik entwickelt, um den Arbeitsmarkt umzugestalten, die überkommenen Regionalstrukturen mit ihrer monokulturorientierten Spezialisierung zu überwinden und einen rasch wachsenden Mittelstand entstehen zu lassen. Die Betriebsgrößenstruktur der Industrie ist immer noch geprägt durch schwerfällige Großunternehmen mit angegliederten artfremden Unternehmensbereichen, und in der Landwirtschaft hält man nach wie vor an der Kolchosform fest.

Entsprechend hoch sind die volkswirtschaftlichen Kosten dieser unrentablen Strukturen: Im konsolidierten Haushalt sind bis zu 18% der Ausgaben für Subventionen und Förderung vorgesehen, etwa 6% des BIP. Hinzu kommen entgangene Vorteile der Umstrukturierung, die durch überholte Konstruktionen behindert wird: Da oft Wohnungen in der Obhut der Unternehmen sind, bleibt interregionale Arbeitskräftemobilität unzureichend. Insbesondere die in nördlichen und schwer zugänglichen Gebieten angesiedelten Betriebe sind – weil unter planwirtschaftlichen Voraussetzungen konzipiert – wegen zu hoher Transport- und Energiekosten kaum zu restrukturieren bzw. zu verkaufen. Formell war auch in Rußland die Privatisierung sehr umfassend: Binnen wenigen Jahren sind über 60% der Aktiva der ehemals staats-eigenen Wirtschaft in private Hände übergegangen. Allerdings ist die Eigentümerstruktur nach wie vor wachstumsfeindlich, denn strategische, d.h. kapitalpotente ausländische Investoren durften bislang nur 2% der Wirtschaft übernehmen. Der überwiegende Teil der Aktiva ist nach dem Employee- und Management-Buy-Out-Verfahren veräußert worden, wobei diese Eigentümer mit dem Börsengang zögern und vor Beteiligung von Ausländern erst recht zurückschrecken. Weniger als 1% aller Unternehmen haben bislang Aktien emittiert, die an der Börse gehandelt werden. So ist dringend benötigte Modernisierung ausgeblieben oder verzögert worden, bis die Betriebe konkursreif waren. In mehreren Anläufen wurde zwar der Versuch unternommen, verlustreiche Unternehmen zu schließen, zuletzt durch das Inkrafttreten eines Konkursgesetzes am 1. März 1998. Fällige Konkurse sind vor allem am Widerstand der

kommunistischen Fraktion in der Duma, aber auch an der öffentlichen Meinung, welche sich mit der Vorstellung des Verschwindens oder der Übernahme des "Familiensilbers" durch Ausländer schwertut, stets gescheitert.

Gläubigerschutz in der Wirtschaftsrechtsprechung unzureichend

Bereits ab 1993 verlor die russische Transformation an Schwung, und es wurde immer schwerer zu vermitteln, daß eine Restrukturierung via Konkurs erforderlich und in Marktwirtschaften durchaus üblich ist. Statt dessen hielt man zunehmend an einer vermeintlich notwendigen Industriepolitik fest, die in der Konservierung und Lebensverlängerung der bestehenden Strukturen einen Ausweg aus der Wirtschaftskrise sah. Zwar waren die besagten Unternehmen ökonomisch tot, aber sie wurden als funktionierend geführt, und die Belegschaften sollten Einkommen beziehen. Unter marktwirtschaftlichen Wettbewerbsbedingungen erreicht ein Unternehmen seinen optimalen Output, wenn die Grenzkosten, die zusätzlichen Kosten, die bei zusätzlicher Produktionsausdehnung entstehen, mit dem Marktpreis für die angebotenen Güter übereinstimmen. Andernfalls muß das Unternehmen seine Kosten durch "Gesundschumpfung", Reallohnminderung, Technologiewechsel etc. senken. Das ist in Rußland nicht geschehen: Die Rechtsprechung ist in bezug auf das Konkursrecht ausgeschaltet. Trotz Verlusten haben konkursreife Firmen weitergearbeitet. Dadurch ist auch die Arbeitslosenrate – im Durchschnitt der 90er Jahre ca. 7% der Erwerbspersonen – relativ moderat geblieben. Diese Firmen, die immer zahlreicher geworden sind (nur ein Drittel aller Unternehmen erwirtschaftet Gewinn vor Steuern), belasten den Haushalt doppelt: Sie entrichten keine Körperschaftssteuer, die Belegschaft zahlt keine Lohnsteuer, und sie sind Subventionsbezieher.

Doch wieso können verschuldete Unternehmen in großer Zahl fortexistieren? Da die Verbindlichkeiten des Schuldners Forderungen des Gläubigers darstellen, müssen die Kreditgeber, um nicht selbst in Konkurs zu gehen, jederzeit auf eine Bedienung der Schuld bestehen. Obwohl in Rußland privatisiert wurde und ein Markt im Entstehen begriffen ist, hat die Politik zugelassen, daß die Schulden nicht beglichen werden, wodurch die Zahlungsrückstände in der Volkswirtschaft massiv zugenommen haben. Die Rechte der Banken gegenüber Firmen können nicht durchgesetzt werden, was dem Kreditbetrug Vorschub leistet. Das Konkursgesetz ist vorwiegend schuldnorientiert und gibt der Reorganisation anstelle der Liquidierung den Vorzug, wobei der Gläubiger während der Reorganisationszeit von 18 Monaten seine Forderungen aussetzen muß.⁶ Bank- und Lieferantenkredite werden zwar gegen Bürgschaft vergeben, doch ist der Bürge letztendlich nicht haftbar. Die überfälligen Lieferantenkredite und die Steuerschuld stehen mit je ca. 20% des BIP an erster Stelle. Dagegen betrug die vielzitierte Lohn- und Gehaltsschuld der Regierung maximal 2% des BIP und wurde ab Ende 1997 abgebaut. Reziprok dazu nahmen die Forderungen innerhalb des Unternehmenssektors und simultan dazu des Bankensektors an den Unternehmenssektor ab dem Herbst 1997 sprunghaft zu, was auf Auswirkungen der Asienkrise zurückgeführt werden kann. Zusammen mit den ausstehenden Bankkrediten (Mitte 1998 lagen sie bei 8 bis 10% des BIP) erreichten

⁶ Vgl. Russian Economic Trends, Southampton, 2/1998, S. 49ff.

die Zahlungsrückstände kurz vor dem Zusammenbruch 50% des BIP – eine Last, die keine Volkswirtschaft lange ertragen kann, schon gar nicht eine dermaßen geschwächte.

Risiken und Grenzen einer etatistischen Wirtschaftspolitik

Rückwärtsgewandtes Krisenmanagement

Mit der Ablösung der Regierung Kirijenko hat auch eine neue Philosophie Einzug in die russische Wirtschaftspolitik gehalten. Die Aufgabe des nominellen Wechselkursankers am 17. August 1998 machte es den Kritikern der westlich geprägten Reformschritte möglich, die Weichen für eine wirtschaftspolitische Korrektur zu stellen. Getragen wird sie von exponierten Vertretern einer sowjetisch orientierten "alten Garde" mit den Apparatschiks Primakow als Regierungschef, Geraschtschenko als Zentralbankpräsident und Masljukow als für die Wirtschaft zuständiger Vizepremier. Änderungen und Verbesserungsstrategien werden derzeit heftig diskutiert,⁷ wobei ein Etatismusruck nicht zu verkennen ist. Die an sich recht undifferenzierte Forderung nach "mehr Staat" wird von einer je nach ideologischer Couleur mehr oder weniger offenen antiwestlichen Attitüde begleitet. Genährt wird die Kritik an der bisherigen Politik der Öffnung und Liberalisierung durch die harten Fakten der sozialen und ökonomischen Wirklichkeit. Die massive Rubelabwertung führt zum Rückgang des Realeinkommens der Bevölkerung aufgrund einer bestimmten Kausalkette, in der die Importnachfrage nach Lebensmitteln einen zentralen Platz einnimmt.

Da der Anteil des Privatverbrauchs am BIP ca. 65% und die Ausgaben für Lebensmittel am verfügbaren Einkommen der Haushalte ca. 50% betragen, werden etwa 30% des Inlandsprodukts für Lebensmittelverbrauch verwendet. Der Anteil der Importe am Lebensmittelaufkommen wird mit ca. 40% veranschlagt. Daraus folgt, daß 12 bis 13% des BIP für importierte Lebensmittel/Nahrungsgüter verwendet werden. Diese Angaben decken sich nicht ganz mit der Importstatistik (vermutlich wegen nichtregistrierter Mengen und Zeitlags), sie vermitteln jedoch eine Vorstellung von der Dimension des Problems. Eine Dollaraufwertung wie z.Zt. um 300% würde rechnerisch eine 30- bis 35prozentige Inflationsrate hervorrufen. Hierbei ist eine etwaige Geldemission durch die Zentralbank nicht mitkalkuliert. Wegen der niedrigen Preiselastizität der Einfuhrnachfrage – Imports Substitute können nicht schnell aus heimischer Produktion angeboten werden – dürfte die Teuerung voll durchschlagen. Da die Nominaleinkommen gering sind, würde eine so deutliche Reduzierung der Realeinkommen (wie vorgerechnet) große Bevölkerungsgruppen hart treffen. Zu berücksichtigen sind dabei regionale Schwankungen: In Moskau wird der Fleisch- und Wurstbedarf zu 94% durch Importe gedeckt. Regionen wie der Hohe Norden oder die Exklave Königsberg sind aus logistischen Gründen noch anfälliger.

Zusätzlicher Auslöser zu erwartender sektoraler und regionaler Einkommensrückgänge ist fast überall der Fiskus, da die Ausgaben bzw. Transfers der Föderation und der lokalen

⁷ Vgl. ausführlich zum Programmwechsel in Rußland: Roland Götz, Back in the USSR, Aktuelle Analysen des BIOst, 41/1998.

Budgets gekürzt werden. Das trifft insbesondere die Löhne im Staatssektor und Renten, die Zuschüsse für die Medikamentenbereitstellung und die Verpflegung der Armee. Krankenkassen, die im Rentenmarkt engagiert sind, werden wechselkursbedingt hohe Verluste hinnehmen müssen und defizitär sein. Durch die Zahlungsunfähigkeit des Staates kann es transportbedingt zu Engpässen in der Versorgung mit Brennstoffen und Heizmaterial im Winter kommen. Die Zahlungsrückstände des Unternehmenssektors dürften unter den Bedingungen einer weiterhin aufgeschobenen Konkurswelle noch mehr zunehmen. Finanzgeschwächte Betriebe wenden ihre Abschreibungen für laufende Ausgaben auf und haben keine Reserven für die Wartung und Pflege ihrer Anlagen, einschließlich in der Kernenergieerzeugung und der Infrastruktur. Daraus erwachsen einerseits Sicherheitsrisiken und andererseits Mobilitätsprobleme für die Bevölkerung und die Reallokation der Arbeit.

Am 1. Oktober 1998 gab die Regierung ein 10-Punkte-Programm über die dringlichsten Maßnahmen zur Überwindung der Finanzkrise bekannt.⁸ Im Mittelpunkt stehen naturgemäß die Pläne zur Stabilisierung des Rubelkurses, Gesundung des Bankensystems und Haushaltsanierung.

Der Wechselkurs soll nun von der Zentralbank anhand der Leistungsbilanz, der Währungsreserven und der Inflationsrate festgelegt werden. Die Bewegung der internationalen Reserven wird von der Zentralbank verantwortet, wobei die Geschäftsbanken ihre Auslandskonten zu schließen und statt dessen sog. Korrespondenzkonten bei ihr zu eröffnen haben. Exporte werden gegen 100prozentige Vorkasse getätigt, während Importerlöse zu 75% obligatorisch gegen Rubel, davon 50% bei der Zentralbank, zu tauschen sind. Der Devisenexport für Individualreisende wird auf 500 US-Dollar im Jahr limitiert, während der Devisenerwerb über die Banken und Wechselstuben uneingeschränkt bleiben soll.

In bezug auf die Umschuldung der kurzfristigen Verbindlichkeiten des Finanzministeriums sollen ausländische Halter von Forderungen in Höhe von mehr als 50 Mio. US-Dollar wohl bevorzugt behandelt werden. Die Eigenkapitalanforderungen an die Banken werden verschärft, und die Budgetkrise soll durch einen Nothaushalt für das vierte Quartal 1998 überwunden werden. Ferner soll die überfällige Steuerreform angegangen werden. Zu diesem Zweck werden die Sätze für die Mehrwertsteuer und die Gewinnsteuer (Körperschaftsteuer) einheitlich auf 15% bzw. 30% festgelegt.

Bis auf die letzte Maßnahme scheinen alle anderen Aktivitäten wenig erfolgversprechend zu sein. Insbesondere kann der Wechselkurs nicht auf der Grundlage einer so heterogenen Indikatorensequenz marktgerecht ermittelt und durchgesetzt werden. Es kann angenommen werden, daß eine gleitende Anpassung, allerdings mit Überbewertung, angestrebt wird. Ein System gespaltener Kurse wird die ursprüngliche Intention, heftige Ausschläge zu vermeiden, zunichte machen. Die Exporteure werden nämlich mit allen Mitteln versuchen, eigene Kursverluste zu umgehen. Der offizielle Wechselkurs kann somit nicht als Anker dienen.

⁸ Kommersant-daily, 1.10.1998, S. 4-5.

Die Finanz- und Wechselkurskrise hat auch eine Bankenkrise zur Folge, weshalb zahlreiche Banken den Zahlungsverkehr eingestellt haben. Die darin geparkten öffentlichen Guthaben (insbesondere regionaler und lokaler sog. Versorgungsdepartments) sind blockiert und erschweren die Finanzierung von sozialen Notprogrammen, z.B. für Kindergärten und Altenheime. Unter diesen Umständen ist die Ausgangslage für einen stabilitätspolitischen Neubeginn denkbar schlecht, jedenfalls schlechter als die "Aufbruchzeit" Anfang der 90er Jahre. Die materiellen, finanziellen und emotionalen Reserven der Bevölkerung sind aufgebraucht. Es wird schwer sein, sie zu überzeugen, daß noch mehr Geduld und Opfer notwendig sind.

Industriepolitik via Liquiditätszufuhr

Die neue Mannschaft setzt Hoffnungen auf eine lockere Geldpolitik und die Politik weicher Budgetbeschränkungen, wenn es um soziale Belange geht und Wirtschaftsaktivitäten angeregt werden sollen. Insbesondere will man über Geldschöpfung ausstehende Lohn- und Gehaltsrückstände der Regierung abbauen, welche seit Jahren chronisch sind und zyklischen Charakter aufweisen. Nach periodischem Anwachsen wurden sie durch finanzpolitische Kraftakte, auch mit Hilfe ausländischer Kreditgeber, vorübergehend abgebaut. Zuletzt war das Ende 1997/Anfang 1998 der Fall, als akkumulierte Schulden in Höhe von umgerechnet 2 bis 3 Mrd. US-Dollar beglichen werden konnten. Mit der Verschlechterung der budgetären Einnahmensituation wuchsen die Rückstände im Laufe des Sommers aber auf ca. 10 Mrd. US-Dollar oder über 2% des BIP schnell wieder an.

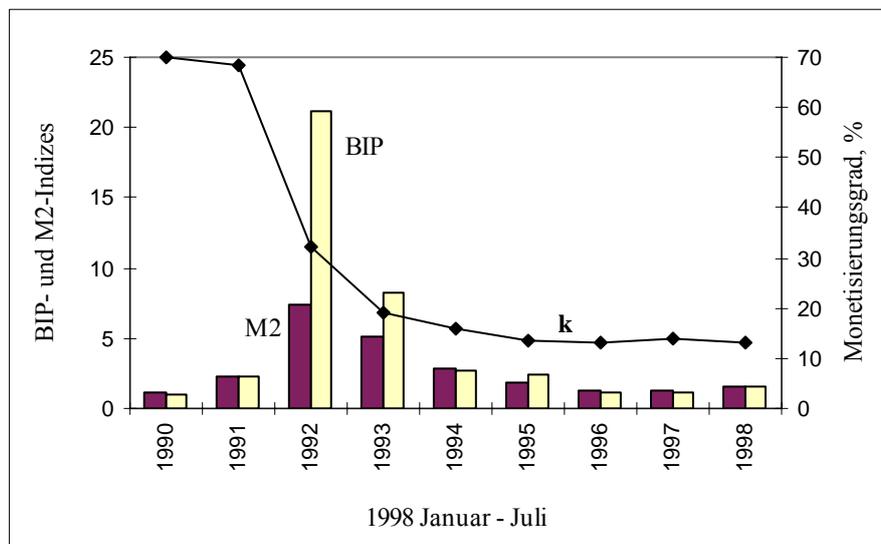
Die Begleichung nominaler Lohnrückstände rechnet sich in einer stagnierenden oder sogar schrumpfenden Wirtschaft für die Haushalte nur, wenn die Inflationsrate gering ist. In einem inflationären Umfeld rechnet sie sich dagegen für den Staat durchaus, vorausgesetzt jedoch, die Arbeitnehmer unterliegen einer sog. Geldillusion. Andernfalls würden sie einen Ausgleich für reale Kaufkrafteinbußen verlangen und eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzten. Inzwischen sind die Inflationsraten nach oben geschnellt: Es wurde bereits vorgerechnet, daß allein abwertungsbedingt der Preisindex um mehr als 30% anziehen wird. Addiert man die Ausweitung der Geldmenge dazu, würden sich auf Dauer noch höhere Preisindizes ergeben. Ferner ist die Inflation auch eine Funktion der Kassenhaltungsdauer, die vor dem Hintergrund eines schwindenden Vertrauens in den Rubel radikal abnimmt und den Preisauftrieb noch mehr beschleunigt. Daher rechnet sich eine "kontrollierte Geldemission", wie die Regierung Primakow sie beabsichtigt, als einmaliger Akt für die Bevölkerung kaum, weil sie keinen realen Einkommenseffekt für die Haushalte nach sich zieht. Aber auch eine permanente Geldschöpfung ist in bezug auf die Einkommen wirkungslos: Auf Dauer hinkt die Einkommensindexierung der Inflation zunehmend hinterher, und die Privaten entrichten eine steigende Inflationssteuer an den Staat. Dagegen eignet sie sich gut als Mittel zur inflationären Tilgung der öffentlichen Binnenschuld.

Können Zentralbankkredite den Zahlungsverkehr innerhalb der Wirtschaft und die darniederliegenden Unternehmen beleben? Gerade die jüngste Wirtschaftsgeschichte Rußlands lehrt, daß diese Hoffnung illusorisch ist. Zwar ist die russische Volkswirtschaft im internationalen Vergleich wenig monetisiert, d.h. das Verhältnis Geldmenge-BIP ist mit ca. 13 bis 15% nominal gering. Die Monetisierung liegt in Deutschland bei zwei Dritteln des BIP, und in den

USA übersteigt das Geldvolumen die gesamtwirtschaftliche Jahresproduktion – auch wegen der Funktion des US-Dollar als weltweit wichtigste Reserve- und Transaktionswährung. Kritiker des bisherigen Zentralbankpräsidenten Dubinin machen seine Politik des knappen Geldes dafür verantwortlich und fordern seit Jahren ihre Lockerung. Wie oben erwähnt, sind die Zahlungsrückstände im Unternehmenssektor inzwischen stark gestiegen, und nichtpekuniäre Zahlungsformen wie Barter oder die Ausgabe von Geldsurrogaten wie z.B. örtliche Wechsel spielen eine bedeutende Rolle in der Abwicklung von Zahlungen. Liquiditätsbereitstellung soll dazu beitragen, Schulden zu begleichen und die Surrogate zu verdrängen, um auch mehr Steuern einzutreiben, die nur auf der Basis intakter Geldströme zu veranlagen sind.

Allerdings fordern die Industriepolitiker makroökonomisch etwas, das der frühere Zentralbankvize Sergej Aleksaschenko als "Feuerlöschen mit Benzin" umschrieb. Der Geldbedarf einer Volkswirtschaft und somit ihre Monetisierung hängen funktional nicht von der Geldemission schlechthin ab, sondern vom sog. Verkehrsvolumen, d.h. vom Umfang der real durchgeführten Transaktionen unter den Wirtschaftssubjekten, einschließlich der Haushalte. Sind die Liefer- und Zahlungsverträge quantitativ rückläufig, ist das Filialnetz des Bankensystems unzureichend, das Angebot an Finanzdienstleistungen mager und die Steuerlast groß bzw. die Korruption in den Finanzbehörden verbreitet, bleibt auch das Verkehrsvolumen bescheiden. Zusätzliches Geld würde in einem solchen System lediglich für einen Preisauftrieb sorgen und die Monetisierung, die doch nur ein Verhältnis ist, unverändert lassen, ja sogar weiter drücken. Die monetären Fakten der frühen neunziger Jahre in Rußland belegen dies: Die massive Geldmengenausweitung hat eine deutlich größere Inflation zur Folge gehabt, wodurch der Geldanteil am nominalen BIP zwangsläufig zurückgegangen ist (Graphik 1).

Graphik 1: **Nominales Geldmengen- und nominales BIP-Wachstum
sowie Monetisierungsgrad k**
(Jahresendwerte)

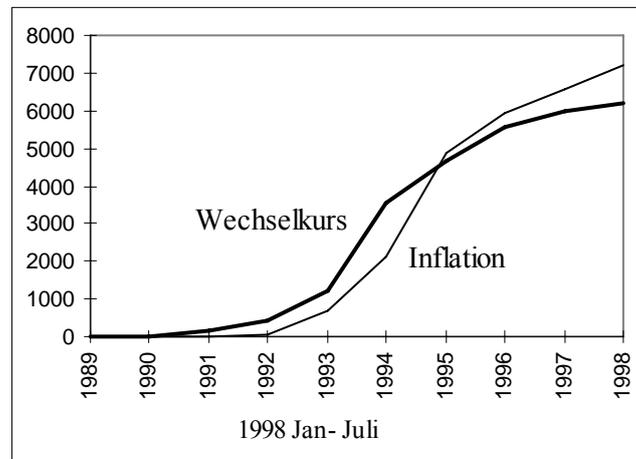


Quellen: IWF; EBRD; PlanEcon Report, verschiedene Ausgaben.

Nach der Preisliberalisierung 1991/1992 schnellte das nominale Inlandsprodukt in die Höhe und verzehnfachte sich 1992 fast im Vergleich zum Vorjahr. Dagegen war die erweiterte Geldmenge weniger stark gestiegen, so daß der Monetisierungsgrad k rückläufig war (rechte Ordinate der Graphik 1). In jenem Jahr wurde selbst Bargeld knapp, und die Demonetisierung war auch eine Folge der technischen Unfähigkeit der Zentralbank, die Geldmenge adäquat zur Preisentwicklung auszuweiten. In den Jahren danach stabilisierte sich die Monetisierung des BIP auf niedrigem Niveau, obwohl die Geldmenge auch zwischen 1993 und 1995 massiv ausgeweitet wurde: 1993 hat sie sich mehr als verfünffacht und 1995 immer noch mehr als verdoppelt (linke Ordinate). In den westlichen Volkswirtschaften mit geringer Inflationsrate liegt die Geldmengenausweitung dagegen im einstelligen Bereich. Ironischerweise schrumpfte die Monetisierung dann am meisten, als die Geldemission am intensivsten war. Erst 1997, im Jahr der bislang deutlichsten Stabilisierungserfolge, gab es eine leichte Trendwende, welche 1998 wieder zunichte gemacht wurde. Das findet seinen geldpolitischen Ausdruck in der Einsicht, daß die Haushaltslücke der Föderation nunmehr fast ausschließlich durch Zentralbankkredite geschlossen werden muß. Obendrein verdoppelte sich das Budgetdefizit seit dem Rücktritt der Regierung Kirijenko. Da die Steuereintreibung sehr mangelhaft bleibt und eine inflationsfreie Finanzierung wegen skeptischer in- und ausländischer Kreditgeber kaum möglich ist, zeichnet sich eine ähnliche Entwicklung ab wie Mitte 1992, als Viktor Geraschtschenko Zentralbankpräsident wurde.

Der 1937 in Leningrad geborene Finanzfachmann sowjetischer Prägung machte als Mitarbeiter der Außenhandelsbank der früheren UdSSR in ihren Auslandsvertretungen in London, Frankfurt und Singapur Karriere. In der Endphase der Sowjetunion war er Abteilungsleiter in der Zentralbank und zwischen 1992 und 1995 ihr Vorsitzender. Er betrachtet die Inflation in Rußland nicht als ein monetäres Phänomen und hat schon früher eine lockere Geldpolitik als wachstumsfördernd befürwortet. Geldschöpfung und Nachfrageausweitung hält er für kausal determiniert. Seine Geldpolitik war mit den Empfehlungen des amerikanischen Beraters der russischen Regierung, Jeffrey Sachs, in Konflikt geraten, welcher 1994 diese Tätigkeit entnervt quittierte und Geraschtschenko als den "schlechtesten Zentralbankchef der Welt" bezeichnete. Dieser wollte bei seinem Amtsantritt den Rubel festigen. Als er ging, war der Rubelpreis eines US-Dollars astronomisch geworden: Der Rubel fiel von etwa 800 auf über 4.000 je Dollar, wobei sich der Wechselkurs unter Berücksichtigung der Inflationserwartungen ziemlich exakt der Inflationsrate anpaßte (Graphik 2). Erst ab 1995, als die Stabilisierungsstrategie der Zentralbank griff, blieb die nominale Abwertung hinter der Preissteigerungsrate zurück und kam der Wechselkursanker zum Tragen.

Graphik 2: Indizes der Verbraucherpreise (Inflation) und des Rubelkurses
(1989 = 1)



Quellen: EBRD; Government of the Russian Federation, Russian Economic Trends, Southampton, verschiedene Ausgaben.

Entlastung durch unterentwickelten Bankensektor

Vielfach wird nach dem Rubelzusammenbruch vom 17. August 1998 auch die Frage nach der Gefahr eines Bankenzusammenbruchs in Rußland erörtert. Es überwiegt die Meinung, daß in diesem Fall die Wirtschaft lahmgelegt würde, weil ein Crash der (Privat-)Banken naturgemäß die Geldströme erst einmal versiegen ließe. Doch trifft diese für entwickelte Marktwirtschaften gültige Feststellung auch für Rußland zu?

Nach der politischen Wende entstand auch in Rußland ein zweistufiges Bankensystem mit einer Notenbank einerseits und privaten sowie staatlichen Geschäftsbanken andererseits. Charakteristisch für das russische Bankensystem, das vielfach untersucht worden ist,⁹ ist die große Anzahl der neuentstandenen Kreditinstitute und deren regionale Inhomogenität. Der Geschäftsbankensektor wird durch die staatliche Sparkasse mit ihren über 30.000 Filialen klar dominiert. Diese Zweigstellendominanz bedingt die absolute Monopolstellung der Sparkasse in der Heranziehung von privaten Depositen – 70% des Spareinlagenvolumens liegen auf ihren Konten, wohl auch wegen der noch gültigen staatlichen Einlagengarantie. Der Sparkassenanteil an der Bilanzsumme des Bankensystems lag Mitte 1998 bei ca. 40%, d.h., rund 1.600 andere (private und staatliche) Banken teilen sich die restlichen 60%.¹⁰ Das Aktivgeschäft erreicht in Rußland rund ein Viertel des BIP, viel weniger als in westlichen Ökonomien also, wo 100% und darüber die Regel sind. Zum Wechselkurs vom 1. Juli 1998 betragen die Sparkasseneinlagen der Bevölkerung ca. 22 Mrd. US-Dollar. Höchstens 10 Mrd. dürften auf Konten der restlichen Banken geparkt sein. Die Einlagen des Unternehmenssektors belaufen sich auf etwa 23 Mrd. US-Dollar, davon 3 Mrd. bei der

⁹ Hans-Hennig Schröder, Jelzin und die "Oligarchen". Über die Rolle von Kapitalgruppen in der russischen Politik, Berichte des BIOst, 40/1998.

¹⁰ Angaben aus: Finansovye izvestija, 11.8.1998, S. III-IV.

Sparkasse. Die Forderungen des Unternehmenssektors gegenüber den Banken liegen somit bei etwa 5% des BIP, während umgekehrt die Banken, wie bereits erwähnt, Forderungen an den Unternehmenssektor von etwa 10% des BIP halten. Bei einem angenommenen Bankenzusammenbruch (ohne die Sparkasse) würde der Unternehmenssektor immer noch Nettoschuldner bleiben, wenn dies mikroökonomisch auch unterschiedlich gewichtige Auswirkungen haben würde. Nettogläubiger bliebe bei einem Bankencrash der Haushaltssektor, dessen Forderungen von 10 Mrd. US-Dollar oder 2,5% des BIP offenbleiben würden. Auch hier ist zu differenzieren – Kleinanleger würden schwer betroffen werden, während "Neureiche" – sofern sie ihr Geld in Rubelform zu Hause gehalten haben – diesen Verlust leichter verschmerzen dürften.

Der zweite und viel größere Verlierer würden die westlichen Banken sein, die Partnerinstituten in Rußland Kredite bewilligt haben, als noch die Wechselkursgarantie der Zentralbank unter Sergej Dubinin bestand. Die offenen Dollarpositionen der russischen Geschäftsbanken werden auf rund 20 Mrd. geschätzt. Unter Berücksichtigung der wichtigsten Passivposten des privaten Bankensektors erhöht sich jedoch der Betrag um rund ein Drittel nach folgender Kalkulation:

Tabelle 1: **Passiva des Geschäftsbankensystems, ohne Sberbank**
(in Mrd. US-Dollar zum Wechselkurs vom 1.7.1998)

A. Bilanzsumme , davon	80
1. Einlagen der Bevölkerung	10
2. Einlagen der Unternehmen	20
3. Diskontkredite	1
4. Budgetmittel	4
5. Bilanzgewinn	1
6. Verschuldung bei der Sparkasse	10
B. Summe 1+2+3+4+5+6	46
C. Andere Passiva	5
D. Differenz A – B – C = Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Kreditinstituten	29

Quellen: Russian Economic Trends, verschiedene Ausgaben;
Vladislav Andreev, Emissija – opium dlja ekonomiki, Nezavisimaja gazeta, 9.10.1998.

Nach der drastischen Rubelabwertung können die russischen Banken diese Kredite kaum noch bedienen, und eine Reihe von ihnen müßte in Konkurs gehen. Die volkswirtschaftlichen pekuniären Kosten wären für Rußland – aus den bereits genannten Gründen – jedoch nicht so

hoch. Im Ergebnis eines allgemeinen Crashes würde der Konzentrations- und Konsolidierungsprozeß beschleunigt werden, was mittelfristig zu einer volkswirtschaftlichen Aufwertung des Bankensektors führen könnte. Die Imageverluste sowie die finanziellen Verluste russischer Konteninhaber und westlicher Kreditgeber wären kurzfristig dagegen beträchtlich.

Kontroverse um den IWF

Die neue Lage in Rußland ist makroökonomisch durch die ausbleibende externe Finanzierung der Haushaltsdefizite auf allen Ebenen geprägt, wobei der föderale Haushalt, welcher auch für den äußeren Schuldendienst aufkommen muß, besonders betroffen ist. Hierbei wiegt die Zurückhaltung der offiziellen Kreditgeber, in erster Linie des Internationalen Währungsfonds (IWF), schwer. Der IWF begründet sein Abwarten mit dem fehlenden Krisenkonzept der russischen Regierung, doch es dürfte klar sein, daß es nicht um einen formalen Maßnahmenkatalog geht. Derzeit überwiegen die Zweifel, ob es denn einen Sinn macht, Moskau mit immer neuen Krediten unter die Arme zu greifen, wenn diese Politik die Ansicht der russischen Seite stärkt, daß sie "too big to fail" ist. Genauso wie die umfassende Kreditgewährung nicht das wirtschaftliche Überleben der früheren UdSSR ermöglicht hat, erweisen sich die Finanzspritzen an den russischen Staat seit 1992 in bezug auf die Krisenüberwindung als unwirksam. Inzwischen wissen die meisten Gläubiger, daß sie über kurz oder lang auf ihre Forderungen werden verzichten müssen. Insbesondere die offiziellen Kreditgeber, aber auch die westlichen Großbanken müssen sich darauf einrichten, die entsprechenden Beträge allmählich abzuschreiben. Diese Gefahr nahm simultan mit den enttäuschenden Transformationsergebnissen zu und wurde bereits durch die Umstrukturierungsabkommen mit dem Pariser und Londoner Klub evident.¹¹

Dagegen weiß die Führung in Moskau, daß sie jeden IWF-Dollar gut gebrauchen kann, und pocht auf die Überweisung weiterer Tranchen eines im Sommer 1998 vereinbarten Kreditpakets. Ohne diese vorläufig letzte Hilfsaktion des Auslands wären die russischen Finanzen und der Wechselkursanker noch früher zusammengebrochen. Nach einigem Zögern beschlossen IWF und Weltbank, denen sich die japanische Regierung anschloß, ein größeres Stabilisierungspaket zu schnüren, um die Devisenreserven aufstocken zu helfen und so den Abwertungsdruck vom Rubel zu nehmen. Die treibende Kraft war eigentlich die US-Regierung, welche eine Schwächung der Position Präsident Jelzins und seiner Reformmannschaft unbedingt vermeiden wollte. Es handelte sich um ein Kreditvolumen von 17,1 Mrd. US-Dollar mit langer Laufzeit (bis zu 17 Jahren), die bis Ende 1999 ausgezahlt werden sollen. Davon steuert der IWF 11,2 Mrd. in zwei gleich großen Tranchen bei. Die Weltbank hat 4,4 und Japan 1,5 Mrd. zugesagt. Diese Mittel sollten nicht ausgabenwirksam, sondern in (amerikanischen) Wertpapieren angelegt werden und einen Seigniorage (Gewinn des Staates) abwerfen. Allerdings war die Wechselkurskrise des Rubels bereits voll im Gange, und die erste Tranche

¹¹ Bezüglich der drohenden Insolvenz Rußlands vgl. Ognian Hishow, Öffentliche Verschuldung in osteuropäischen Transformationsländern, Berichte des BIOst, 49/1997, Abschnitt 3.3.

von 4,6 Mrd. US-Dollar floß dem Devisenmarkt zu, um die offizielle Parität von 6 Rubel zu 1 US-Dollar aufrechtzuerhalten. Nachdem die Mittel erfolglos ausgegeben waren, hielt der IWF weitere Überweisungen zurück. Dies wird von der russischen Seite mit dem Hinweis kritisiert, sie hätte alle Auflagen des Fonds erfüllt, stecke dadurch in der Krise und bekomme nun kein Geld. So kann nach außen der Eindruck erweckt werden, schuld an der Misere sei der westliche Partner.

Diese (keineswegs erste) Schuldzuweisung kontrastiert mit der Tatsache, daß Rußland gleichzeitig einer der bedeutendsten Kreditnehmer des Fonds ist, und dokumentiert das widersprüchliche, durch Auf und Ab gekennzeichnete Verhältnis zwischen der Washingtoner Finanzorganisation und der Moskauer Regierung. Die Russische Föderation wurde am 1. Juni 1992 IWF-Mitglied mit einer Quote von 4,31 Mrd. Sonderziehungsrechten (SZR) bzw. 6,22 Mrd. US-Dollar.¹² Wie jedes Land, dessen Wirtschaft sich in der Transformation befindet, kann es insgesamt Beistands- und Systemtransformationskredite bis zu 350% seiner Quote ziehen.¹³ Die Haltung des Fonds Rußland gegenüber unterscheidet sich im Prinzip nicht von seiner Haltung gegenüber politisch weniger gewichtigen Ländern. Dieser Haltung liegt die Standardphilosophie des IWF zugrunde, wonach eine übermäßige Ausdehnung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zu den vorliegenden Zahlungsbilanzproblemen geführt hat. Entsprechend soll durch Einsatz monetärer und realwirtschaftlicher Instrumente als primäre Stabilisierungsmaßnahme eine Rückführung der Geld- und Kreditexpansion erzielt werden.

Die Moskauer Regierung war seit Beginn der Wirtschaftsreformen auf internationale Finanzhilfe angewiesen: Der Umfang kumuliert sich von Januar 1991 bis September 1998 auf 91,5 Mrd. US-Dollar.¹⁴ Nicht enthalten in dieser Summe ist die Restrukturierungshilfe für die Außenschuld der russischen Regierung. Ein Großteil davon entfiel auf direkte, darunter staatlich garantierte Kreditgewährung der sieben wichtigsten Industrieländer, an welcher Deutschland den bedeutendsten Anteil hat, aber auch auf Mittel des IWF. Die IWF-Kredite fielen anfänglich quantitativ weniger ins Gewicht, weil die Deckung des russischen Haushaltsdefizits noch bis 1994 überwiegend durch Geldschöpfung erfolgte. Sie hatten aber die psychologisch wichtige Signalwirkung, daß Rußland die marktwirtschaftliche Transformation unwiderruflich in die Wege geleitet hat. 1992 gewährte der IWF die erste Tranche von 1 Mrd. US-Dollar eines Standbykredits und 1993 1,5 Mrd. US-Dollar im Rahmen eines sog. "System-Transformation-Facility"-Pakets (STF). Eine zweite Tranche

¹² Zum laufenden Wechselkurs. Das SZR wurde 1969 geschaffen und 1972 als offizielle Recheneinheit des IWF eingeführt. Es stellt ein internationales (Reserve-)Zahlungsmittel in Form von Bucheintragungen beim Fonds dar. Sein Wert wird auf der Grundlage eines Währungskorbs gebildet, der aus den nationalen Währungen Dollar, DM, Yen, Pfund Sterling und Französischer Franc entsprechend ihrem Welthandelsgewicht zusammengesetzt ist.

¹³ Im Normalfall nur in Höhe seiner Quote. Jedem Mitgliedsland wird entsprechend seiner Wirtschaftsleistung und Höhe der Devisenreserven eine Quote zugeteilt. Im Gegenzug leistet es einen Subskriptions(Mitglieds-)beitrag in Höhe der Quote, der zu 25% aus Devisen und zu 75% aus eigener Währung besteht. Zur Überbrückung von Zahlungsbilanzschwierigkeiten macht das Land von seinen durch die Quote bestimmten Ziehungsrechten Gebrauch. Es werden in der Regel bis zu vier Tranchen zu je 1/4 der Quote gewährt, d.h., 3/4 der Quote stellen reine Kreditfazilitäten dar.

¹⁴ Financial Times, 15.10.1998, S. 3.

wurde 1994 ausgezahlt, wodurch das Gesamtkreditvolumen des Fonds an Rußland auf 4 Mrd. US-Dollar angewachsen war.¹⁵ Ein Beistandskredit in Höhe von 6,5 Mrd. US-Dollar und eine Erweiterte Kreditfazilität (EFF) folgten 1995 und 1996. In diesen beiden Jahren konnte die Regierung rund ein Viertel der Defizitfinanzierung aus IWF-Mitteln einkalkulieren.¹⁶

Die EFF hat einen Gesamtumfang von 10,2 Mrd. US-Dollar, eine dreijährige, inzwischen um ein Jahr verlängerte Laufzeit – bis März 1999 bzw. 2000 – und wird in Tranchen überwiesen. Jede Tranchenfreigabe ist an mit der russischen Regierung vereinbarten Kriterien orientiert, deren Einhaltung durch den Fonds seit 1995 monatlich überprüft wird. Wegen der immer schlechter werdenden Haushaltssituation – die Erfüllung des Einnahmensolls lag im Durchschnitt des Jahre 1995 bis Mitte 1998 bei ca. 60% – erlangten die IWF-Tranchen als stabile Einnahmenquelle des Föderalbudgets große Bedeutung. Die russische Regierung war sich über die Rolle dieser Mittel von Anfang an im klaren und versuchte um jeden Preis, eine Kriterienerfüllung (Qualifizierung) vorzuweisen.

Auch dem IWF liegt es daran, eine Konfrontation zu vermeiden, und er praktiziert letztendlich eine getarnte "Zuckerbrot-und-Peitsche"-Politik. In offiziellen Statements lobte IWF-Exekutivdirektor Camdessus wiederholt die umfassenden Anstrengungen Moskaus, eine Finanzstabilisierung zu erzielen. Zugleich war der Fonds bemüht, stärker über die Mittel zu wachen, die er verteilt. Seine Bereitschaft, den Russen Konzessionen zu machen, hat reziprok zur wirtschaftlichen Zuversicht, vor allem ab Mitte 1996, abgenommen. Es schienen überwiegend rein finanzpolitische Überlegungen die jeweilige Geldfreigabeentscheidung zu dominieren. Weil die gemachten Versprechungen hinsichtlich der Aufstockung der Budgeteinnahmen permanent nicht erfüllt wurden, hat der Fonds mehrmals eine reguläre EFF-Tranche suspendiert. Die Daumenschrauben wurden allmählich angezogen: Waren 1996 Tranchen nur dreimal zurückgehalten worden, wurden 1997 nur drei ausgezahlt. Insgesamt wurde dadurch bislang lediglich die Hälfte der zugesagten Mittel gewährt, was auch die Fristverlängerung bewirkte.

Allerdings haben Kritiker Recht, wenn sie behaupten, der Fond habe Rußland selber zu "Moral Hazard" verholfen. Statt die Konditionierung zu verschärfen, hat er immer wieder durchblicken lassen, daß am Ende Nothilfe bereitstünde. Die Russen haben sich bislang – wohl aufgrund positiver bisheriger Erfahrungen mit einem "zahnlosen" IWF – von Mahnungen zu mehr Reformtempo wenig beeindruckt gezeigt. Die Presse wertet die ausbleibenden Tranchen überwiegend als eine zeitweilige Unterkühlung bei gleichzeitig langfristiger Aufrechterhaltung der Partnerschaft. Mehr noch, die offiziellen Stellen werden um so kämpferischer und halten den Forderungen der IWF-Missionen die eigene Position entgegen. Als das geeignetste Instrument erschien die Verbreitung von Hiobsbotschaften über eine mögliche Destabilisierung, die – da Rußland eine atomare Supermacht sei – auch die

¹⁵ B.M. Pičugin, *Vnešnij dolg Rossii i problemy ego uregulirovanija*, Moskau 1995, S. 57.

¹⁶ Unter Zugrundelegung von Sollwerten. Quelle: Government of the Russian Federation, *Russian Economic Trends* 1995/2, 1996/1, S. 12ff.

westliche Sicherheit in Frage stellen würde.¹⁷ Somit gelang es der russischen Seite stets, die Bereitschaft des Westens zu mobilisieren, Mittel bereitzustellen. Als weiteres zentrales Argument wird das Eigeninteresse des IWF angeführt, die erfolgreiche Zusammenarbeit mit Rußland zum Qualitätszeugnis für das Direktorium werden zu lassen.

Die Operationalisierung des "Versteckspiels" mit dem Fonds erfolgte weitgehend unter Nutzung der umfassenden Erfahrung der sowjetischen Planungsbürokratie mit Sollkennziffern. Zahlreiche heutige Apparatmitarbeiter stammen aus der früheren Riege dieser Bürokratie, welche den IWF als eine Art neuen russischen Gosplan zu antizipieren scheint.¹⁸ Sie ist geübt, Plansolldaten zwar zu beschließen, diese dann aber still und konsequent zu unterlaufen. Erfahrungsgemäß demonstriert die Regierung vor jedem Besuch einer IWF-Mission, dem eine weitere Tranchenfreigabe folgen soll, uneingeschränkte Bereitschaft zur Erfüllung der haushaltspolitischen Konditionen des Fonds. Sie gab den Washingtoner Prüfern auch stets sehr konkrete Versprechungen. Schon sehr früh, im Falle der ersten Suspendierung der Kredittranche von Juli 1996, hatte diese bekundete Bereitschaft Wirkung gezeigt. Ex ante, nach Überprüfung der vorgestellten Dokumente zur – beabsichtigten – Verbesserung der Steuereintreibung also, gab der Fonds im August die fälligen 350 Mio. US-Dollar in einer Art Vertrauensvorschuß frei. Auch das bereits erwähnte Notpaket vom Juli 1998 gehört in dieses Muster. Unter dem Eindruck weltweiter Finanzturbulenzen wurde es hastig geschnürt und ebenfalls im voraus zugesagt.

Trotz Reformrückschlags überwiegt bei der russischen Seite noch die Einsicht, daß die Zusammenarbeit mit dem Fonds per Saldo Vorteile bringt. Die erhaltenen und zugesagten Kredite summieren sich auf 28,2 Mrd. US-Dollar. Dazu kommen Weltbankkredite von 11,1 Mrd. US-Dollar (vgl. auch Tabelle 2 mit Angaben zur Effektivschuld).¹⁹ Damit ist Moskau der größte Schuldner des Fonds mit einem Kredit-Quoten-Verhältnis von rund 450%. Südkorea, Mexiko, Brasilien und Indonesien folgen mit Zusagen zwischen 21 und 4 Mrd. US-Dollar mit einigem Abstand. Insbesondere wird in Moskau der makroökonomische Know-how-Transfer geschätzt, der über die ständige IWF-Vertretung und die Missionen erfolgt.

Diese Einsicht bleibt Teilen der russischen politischen Klasse allerdings verschlossen. Aus Konservatismus oder politischem Opportunismus wird aus entsprechenden Kreisen der Vorwurf laut, ein IWF-Diktat liege vor. Der Bogen ist je nach politischer Färbung weit gespannt – von der hysterischen Anschuldigung, der IWF sei ein Instrument des USA-Imperialismus zur Vernichtung der russischen Staatlichkeit, über die Vorstellung, Rußland werde zu einem Rohstoffanhängsel des industrialisierten Westens, bis hin zur Ablehnung der wirtschaftspolitischen Rezepte des Fonds als für Rußland, das ja anders sei, ungeeignet. Die Vertreter der letzteren, moderateren Richtung scheinen am zahlreichsten zu sein. Sie

¹⁷ So der Direktor des Nordamerika-Instituts der Russischen Akademie der Wissenschaften, Sergej Rogow. *Nezavisimaja gazeta*, 3.10.1998, S. 3.

¹⁸ *Nezavisimaja gazeta*, 22.8.1996, S. 1. Gosplan war die zentrale staatliche Planungsbehörde der ehemaligen UdSSR.

¹⁹ Government of the Russian Federation, *Russian Economic Trends*, 2/1998, S. 90; Deutsche Bank Research, *Aktuelle Themen*, 92/1998.

rekrutieren sich aus eher gemäßigten postkommunistisch-patriotischen Kreisen, welche auch über eine gewisse makroökonomische Qualifikation und Forschungserfahrung verfügen. Ihre IWF-Skepsis ist schwerwiegender als die schrillen Attacken der Chauvinisten und Altkommunisten, weil sie die nicht ungefährliche Neigung Rußlands ernsthafter dokumentieren, weiterhin an einer konfrontativen Abgrenzung zum Westen festzuhalten. Unterstützung finden sie auch in Teilen der westlichen Öffentlichkeit – angesichts der weltweiten Finanzturbulenzen mehrt sich hier die Kritik an den angeblich ultraliberalen Wirtschaftsrezepten des Fonds.²⁰ Wer jedoch die Geschichte der Beziehungen des IWF zu der Moskauer Regierung kennt, weiß, daß die Anmahnung eines makroökonomischen Gleichgewichts eine Konstante der Fondspolitik gewesen ist. Die russische Seite war es, die es versäumt hat, sich daran zu halten.

Noch können solche Bedenken zerstreut werden. Die russische Wirtschaftspolitik darf aber den bisherigen Pfad der realwirtschaftlichen Transformation, etwa auf der Suche nach einem vermeintlichen "dritten Weg", nicht verlassen. Davor warnt der IWF mit Nachdruck. Andernfalls ist das Wasser auf die Mühlen der Kritiker der Öffnung und Demokratisierung.

Ein Currency-Board-System für Rußland

Die Analyse der bisherigen Transformationsergebnisse zeigt, daß die russische Wirtschaftspolitik nicht die Kraft gehabt hat, die erforderliche Stabilisierung konsequent durchzuführen. In der Regel ist sie an den Widerständen der verschiedenen Interessengruppierungen bzw. an der mangelhaften Vorbereitung der Gesellschaft auf die Härten des Überganges vom Plan zum Markt gescheitert. Bereits die Regierung Gajdar – die reformfreudigste, zumal sie unter den gesellschaftlich günstigsten psychologischen Umständen zu agieren begann – mußte zulassen, daß die Haushaltsdefizite ausschließlich durch Zentralbankkredite gedeckt wurden. Der Rubel wurde den "Muddling-Through"-Interessen der Industrielobby mit ihrem Ruf nach Geld für Gehälter und Bezahlung bezogener Vorleistungen geopfert. Es folgte die unrühmliche geldpolitische Phase unter Viktor Geraschtschenko mit simultanem Rubel- und Produktionsverfall. Als man sich endlich zu einem Stabilitätskurs durchringen konnte, ließ man die fiskalische Flanke so lange offen, bis ein erneuter Zusammenbruch unvermeidlich wurde.

Angesichts solcher Erfahrungen stellt sich die Frage nach der Konsensfähigkeit der russischen Akteure – Regierung, Unternehmerklasse und Haushalte – in bezug auf die Reformen. Diese Frage knüpft der Logik nach an die Frage nach einem vorhandenen bzw. ausbleibenden wirtschaftspolitischen Ziel an: Will Moskau in den Kreis der führenden Industrienationen vorstoßen oder bleibt es zunehmend bei einem lediglich verbalen Anspruch, Rußland sei eine Großmacht (*velikaja deržava*)? Im letzteren Fall würde sich das Land eher im Kreis der instabilen, ewigen Schwellenländer lateinamerikanischen oder südostasiatischen Typs auf dem Weg zu mehr Divergenz als Konvergenz mit den Industrienationen wiederfinden. Die bisherigen Tendenzen in der russischen Wirtschaft und Gesellschaft

²⁰ Stephan Schulmeister, Zuviel vom Westen, Die Zeit, 8.10.1998, S. 44.

scheinen eine solche Orientierung zu bestätigen. Oligarchische Strukturen, fiskalische Ineffizienz des Staates mit korrumpierter bzw. kriminalisierter Verwaltung, Vertrauen auf die natürlichen Ressourcen und folgerichtig "Dutch-Disease"-Erscheinungen, eine schwache Währung, hohe Inflationsraten und Kapitalflucht lassen aus der ehemaligen Supermacht rasch ein Entwicklungsland werden. Noch kann das Ruder herumgerissen werden, allerdings dürfte die anzuwendende Therapie schmerzhaft sein. Insbesondere müssen wirtschaftspolitische Instrumentarien eingesetzt werden, welche auch in Zeiten wachsender Widerstände aufgrund ihrer Eigendynamik die Stabilität garantieren bzw. von der Politik implementierte "automatische Stabilisatoren" in sich bergen. Da die Moskauer Transformation bislang durch fehlende Selbstdisziplin im finanziellen Bereich und nachlassende Reformkraft im güterwirtschaftlichen Sektor aufgefallen ist, wird zunehmend über eine geeignete wirtschaftspolitische Zwangsjacke nachgedacht, insbesondere über die Chancen und Risiken eines Currency-Board-Systems.²¹

Ein Currency Board bzw. Währungsrat wird seitens kritischer russischer Ökonomen überwiegend befürwortet, während westliche Partner diesem Instrument noch ablehnend gegenüberstehen. Ablehnung kommt auch aus dem nationalistischen Lager in Rußland wegen der als Erniedrigung empfundenen Ausrichtung der eigenen Geldpolitik nach dem geldpolitischen Kurs des Referenzlandes. Schließlich ist vor dem Hintergrund der internationalen Finanzkrise eine Kursfixierung nicht im Sinne des Zeitgeistes, richten sich doch die meisten Kritiken an den stabilitätspolitischen Rezepten der (USA-beherrschten) internationalen Finanzorganisationen gegen feste Wechselkurse für Transformationsökonomien. Allerdings ist auch eine Gegentendenz zu beobachten: Zumindest in politischen Kreisen wird über Wechselkurszielzonen und Kursbindung nachgedacht.²²

Implikationen eines Währungsratssystems

Die wichtigsten Parameter des Currency Board sind die Fixierung des Wechselkurses – meist aufgrund einer entsprechenden Parlamentsentscheidung –, ferner die Geldbasis, welche durch die nationalen Bestände an gewählten Reservewährungen jederzeit umfassend gedeckt sein muß, sowie der weitgehende Verzicht auf eigenständige Zinspolitik, da eine Refinanzierung der öffentlichen Haushalte bzw. des Geschäftsbankensystems nur bedingt zulässig ist.

Eine Boardeinführung richtet sich nach technischen und politischen Entscheidungskriterien. Der technische Aspekt allein, vor allem der erforderliche Devisenumfang, erscheint in Rußland zum gegenwärtigen Zeitpunkt weniger problematisch. Die gesamtwirtschaftliche Leistung ist in US-Dollar gerechnet wechselkursbedingt geschrumpft. Die 2.700 Mrd. Rubel der 1998er Jahresproduktion betragen im Sommer noch 450 Mrd. US-Dollar, nach der Abwertung (hier wurde mit einem moderaten Wechselkurs von 15 Rubel je US-Dollar gearbeitet) nur noch 180 Mrd. Ihnen stehen Devisenreserven in Höhe von rund 11 bis 13 Mrd.

²¹ Das BIOst hat bereits vor den August-Ereignissen auf die Currency-Board-Option für die russische Stabilisierungspolitik hingewiesen. Vgl. Ognian Hishow, Rußland: Wechselkursstabilität am Ende?, Aktuelle Analysen des BIOst, 22/1998, 28. Mai 1998, S. 4.

²² Oskars neue Ordnung, Der Spiegel, 41/1998, S. 104ff.

US-Dollar gegenüber, so daß, wenn sie nicht verbraucht werden sollten, eine ausreichende Geldbasisdeckung vorläge (etwa 6% des BIP, jedenfalls kaum weniger als die Geldbasis vor dem Kollaps am 17. August). In manchen Fällen kann die Geldbasisdeckung auch durch dollardenominierte Staatsschuldscheine erfolgen. So dürfen z.B. in Argentinien die Boardaktiva bis zu einem Drittel auf diese Weise zusammengesetzt sein.²³ Parallel wird die Geldmenge M2, die in Rußland ohnehin gering war (der Geldmultiplikator – das Verhältnis zwischen erweiterter [M2] und enger [Geld-

²³ Allerdings wird dieser Rahmen nicht ausgeschöpft, und die Devisendeckung liegt bei 95%. Vgl. IMF Staff Team, Currency Board Arrangements. Issues and Experiences, Washington, D.C., August 1997, Abschnitt I. Im Falle Rußlands, das in bezug auf seine Dollarschuld zahlungsunfähig ist, bietet sich ohnehin nur eine vollständige Deckung an.

basis] Geldmenge – hatte sich wegen des noch wenig entfalteteten Bankensystems bei etwa 2 eingependelt), zurückgehen, da Rubelkonten weiter aufgelöst werden dürften. Diese für die Banken negative Tendenz würde mit der positiven Wirkung eines verringerten Abwertungsdrucks verbunden sein, weil sie einen Run auf den Board unwahrscheinlicher macht.

Um die "Moral-Hazard"-Mentalität der Geschäftsbanken zu überwinden, muß die "Lender-of-Last-Resort"-Funktion der Zentralbank eingestellt werden. Nichtsdestoweniger sind auch modifizierte Formen dieser Funktion bekannt, die auch in diesem Fall genau überlegt sein müssen.²⁴ So kann ein Diskontfenster dennoch offengehalten werden. Z.B. setzt das Currency-Board-System in Bulgarien voraus, daß sich die Geschäftsbanken untereinander auf dem sog. Interbankenmarkt zum jeweiligen "Leitzins" refinanzieren, da es der Zentralbank untersagt ist, einen "echten" Leitzins festzulegen. Die Ansteckungsgefahr, daß die Schwäche einer einzelnen Bank alle übrigen, auch die gesunden also, in den Sog eines Bankruns zieht, wird in Rußland zunächst groß bleiben, da die negativen Erwartungen der leidgeprüften einheimischen Sparer dominieren. Zur Stabilisierung des Bankwesens und Relativierung der Wichtigkeit der Kreditvergabe in letzter Instanz sollte der Bankensektor weit geöffnet werden, wobei renommierten internationalen Großbanken der Vorzug zu geben ist. Die gegenwärtig gesetzlich festgeschriebene Öffnungsquote von 12% – das ist die Obergrenze der von Ausländern gehaltenen Anteile am Eigenkapital des russischen Bankensystems – muß für diesen Zweck aufgehoben werden. Auch die informellen Hindernisse bzw. nichttarifären Barrieren für ein ausländisches Engagement – sowohl im Kredit- als auch im Investmentbereich – im Bankensektor müssen beseitigt werden. Bedenklich ist z.B., daß nicht einmal der vom Gesetz festgeschriebene 12%-Plafond bislang ausgeschöpft werden konnte und die tatsächliche Quote bei unter 7% liegt. Die einheimischen Banken müssen zumindest in der Aufstellungsphase des Boards strenger überwacht werden – internationales Audit und erforderliche hohe Kapitaladäquanz (als Verhältnis des Eigenkapitals zu den Nettoaktiva) gehören dazu. In keinem dieser Punkte hat das russische Bankensystem zum gegenwärtigen Zeitpunkt auch nur annähernd zufriedenstellende Standards vorzuweisen. Dabei spielt auch hier die Gesetzesmißachtung eine unrühmliche Rolle. Zwar sind die Aufsichts- und Liquiditätsvorschriften des Bankensystems nach internationalem Muster verfaßt, sie werden aber oft umgangen.²⁵

Eher ungewollt ebnet die gegenwärtige orientierungslose Geld- und Haushaltspolitik der Boardvorbereitung den Weg. Unter Primakow dürfte die Dollarisierung erst recht zunehmen, was ein normatives Sanktionieren des Faktischen nur noch erleichtert. Je größer die umlaufende Dollarmenge ist, desto resistenter wird das Boardsystem gegen spekulative Attacken gemacht. Eine Boardgefährdung könnte von dieser Seite sogar vorläufig ausgeschlossen werden, wenn man bedenkt, daß die offiziell umlaufende Rubelgeldmenge zuzüglich der Reser-

²⁴ In Rußland könnte sie eingestellt werden, wenn der Bankensektor von internationalen Großbanken dominiert würde. Im Falle einer Vielzahl kleinerer Banken – der jetzigen Situation also – könnte ein Interbankenkreditfonds eingerichtet werden, in den die Banken und die Zentralbank Devisen einzahlen.

²⁵ Olaf A. Lemmington, Die Entwicklung von Bankensystem und Finanzmarkt in Rußland, FKKS, Universität Mannheim, November 1997, S. 31-32.

ven des Geschäftsbankensystems vor der Krise umgerechnet 27 Mrd. US-Dollar betragen hat. Dagegen wird die im Inland inoffiziell umlaufende Dollarmenge (gehalten von den Haushalten und Unternehmen) auf über 40 Mrd. US-Dollar geschätzt. In den letzten Jahren wurden laut Zahlungsbilanzstatistik zwischen 20 und 26 Mrd. US-Dollar jährlich von den privaten inländischen Nichtbanken nachgefragt. Zumindest ein Teil dieser Beträge dürfte der illegal umlaufenden US-Dollarmenge zugeführt worden sein.²⁶ Diese gemessen an der Geldbasis großen US-Dollarbeträge können eine Hedging-Funktion in bezug auf die gewählte Kursparität übernehmen, da sie die jederzeit zu gewährende Konvertibilität erleichtern bzw. den Spekulationsdruck auf den Kurs mildern.

Ein Pendant zu den spekulativen Attacken auf das Board ist ein hohes Vertrauen in die Kursfixierung und die Konsistenz der gewählten Stabilitätsphilosophie. Im Ergebnis können die Kapitalzuflüsse zunehmen und die Geldpolitik vor das Problem der inflationären Geldmengenerweiterung stellen. Inflationsdruck entsteht z.B., wenn die Geldbasis schneller wächst als die reale Produktion. Im güterwirtschaftlichen Bereich führt der kapitalimportbedingte Einkommenszuwachs bei den Haushalten kurzfristig zur Verschiebung der Nachfragepräferenzen: Dann werden mehr Importwaren nachgefragt, wodurch der heimische Sektor für handelbare Güter einen Nachfragerückgang erfährt. Es stellt sich ein Prozeß der Deindustrialisierung ein (Dutch Disease). Im monetären Bereich gleicht der positive Kapitalbilanzsaldo die negative Leistungsbilanz zunächst aus. Nehmen die Importe deutlich schneller zu als die gesamtwirtschaftliche Produktion, öffnet sich eine immer größere Leistungsbilanzlücke, deren Finanzierung zunehmend erschwert wird. Wichtig ist es, den Akteuren zu vermitteln, daß "Moral Hazard" nicht durch "Bail Outs" honoriert wird, was auf die Neigung der Unternehmen oder des Bankensektors, sich im Ausland mit Liquidität zu versorgen, dämpfend wirken soll.

In dieser Hinsicht hat die russische Wechselkurspolitik jüngst ihre bitterste Erfahrung gemacht, als der relativ feste (korridor gebundene) Rubelkurs durch Auslieferung an die internationalen "heißen" Geldströme letztendlich gesprengt wurde. Ein Boardsystem ist dagegen stabiler, weil zumindest die Geldbasis jederzeit gedeckt und Konvertierbarkeit gewährleistet ist. Ferner sorgen niedrige Zinsen aufgrund einer restriktiven Fiskalpolitik für eine sinkende Nachfrage nach schnellliquiden Portfolioinvestitionen und schließen somit einen plötzlichen Kapitalabzug weitgehend aus. Mikroökonomisch angesiedelte Liquiditätskrisen wie in den ostasiatischen Schwellenökonomien müssen durch geeignete Schritte der Wirtschaftspolitik – insbesondere durch Transparenz und Vermeidung von "Vetternwirtschaft" zwischen Zentralbank, Geschäftsbanken und Unternehmen – vermieden werden.

Mittelfristig stellt sich dann – sofern das Board nicht aufgegeben wird – eine Gegentendenz ein: Die Referenzwährung wertet real auf, und die heimische Währung wertet real ab. Das fördert die Exportnachfrage, der Leistungsbilanzsaldo kommt aus dem defizitären Bereich

²⁶ Government of the Russian Federation, Russian Economic Trends, Monthly Update, April 1998, Tabelle 2; Zur Kapitalflucht und Dollarisierung vgl. ebenda, Tabelle 3, und Heiko Pleines, Kapitalflucht aus Rußland, Aktuelle Analysen des BIOst, 46/1998.

heraus. Nun beginnt eine neue Gleichgewichtsrunde: Die Importe beginnen erneut schneller zu wachsen usw. Runde um Runde erhöht sich der Stand der heimischen Wirtschaft, wobei die Phasen der Importbelebung eine rege Investitions- bzw. Modernisierungstätigkeit widerspiegeln. Voraussetzung ist, daß die Glaubwürdigkeit des Boards während der realen Auf- und Abwertungsphase der nationalen Währung nicht durch die Politik oder aufgrund von Interessenkollisionen erschüttert wird und die Öffnung der Wirtschaft nicht in Frage gestellt wird. Nur dann können positive Produktivitätssteigerungseffekte negative Inflationstendenzen wettmachen und die Wechselkursparität sichern.

Politische Vorbereitung entscheidend

Vor diesem Hintergrund gesehen kann Rußland eine "Ad-hoc"-Boardeinführung nicht empfohlen werden. Von der technischen Seite her erschwert ferner die Rohstofflastigkeit des russischen Außenhandels eine Kursfixierung. Länder mit einseitiger sektoraler Außenwirtschaftsstruktur sind von Nachfrageschwankungen stärker betroffen und messen der nominalen Wechselkursanpassung einen höheren Stellenwert bei. Sie streben eine Neutralität des Realurses

$$e_{\text{real}} = e \cdot P^* / P$$

an, wobei e den nominalen Wechselkurs, P^* die Exportpreise und P die Inlandspreise der Exportgüter darstellen. Sinkende Exportpreise oder steigende Inlandspreise lösen bei konstantem e einen realen Aufwertungseffekt aus (e_{real} wird kleiner, d.h., es müssen weniger Einheiten der Inlandswährung für eine Fremdwährungseinheit hingegeben werden). Zumindest am Anfang wird diese Tendenz jedoch durch den gestiegenen Offenheitsgrad der Wirtschaft neutralisiert. Angesichts der schweren Wirtschaftskrise ist fast nur noch der Exportsektor vital. Nach der drastischen Rubelabwertung ging das nominale dollargerechnete Inlandsprodukt zurück, während die dollargerechneten Exporterlöse annähernd auf dem alten Stand geblieben sind. Daher kann geschätzt werden, daß der Offenheitsgrad der russischen Wirtschaft gegenwärtig gestiegen ist und somit von einem festen Wechselkurs profitieren könnte. Länder mit hohem Offenheitsgrad – mit einem hohen Exportanteil am BIP also – favorisieren eher feste Wechselkurse, um Beschäftigungs- und Einkommensverluste durch nominale Kursschwankungen zu vermeiden. Zwar handelt es sich bei solchen Ländern oft um relativ kleine Volkswirtschaften. Unter den gegenwärtigen Bedingungen zählt aber auch Rußland dazu – mit einer zehnmal geringeren Pro-Kopf-Wirtschaftsleistung als die Niederlande und einer zehnmal größeren Gesamtbevölkerung erwirtschaften die Niederlande und Rußland momentan ein gleichgroßes nominales BIP.

Während also die technische Seite der Boardeinführung weniger problematisch sein dürfte, liegen noch große Defizite auf der politischen und psychologischen Ebene vor. Aus der Spezifik der Rahmenbedingungen folgt, daß das Board mit der konsequenten Geld- und Finanzdisziplin des Staates steht und fällt, und so gesehen ist es – rein theoretisch auch in Rußland – nicht unersetzlich. Stabilität ist nur aufgrund der Anerkennung einer (langfristig wirkenden) Korrelation zwischen Abwertung und Preisniveauveränderung zu erreichen. Aber auch kurzfristig wirkt die Änderungsrate des Wechselkurses auf die Inflation – über die Zinsarbitrage auf die Geldmengenentwicklung und dadurch wiederum auf das Preisniveau.

Diese Wirkung erfolgt über die im Entstehen begriffenen Finanzmärkte in den Reformländern. Das alles förderte die Einführung ganz verschiedener Wechselkursanker als ein (oft nicht einziges) Stabilitätsinstrument.²⁷ Einige Reformstaaten benutzten lediglich die Bindung an eine stabile Währung oder an einen Währungskorb,²⁸ ohne auf Spielräume in der Refinanzierungs- und Haushaltspolitik zu verzichten. Dazu gehören vor allem die ostmitteleuropäischen Länder. Andere Emerging Markets sind mit dieser Wechselkurspolitik gescheitert: von 1994 bis 1996 Rumpfjugoslawien, zwischen Mitte 1995 und Mitte 1998 Rußland und im Gefolge die Ukraine. Die Puristen unter den stabilitätsorientierten Ländern entschieden sich für Currency-Board-Systeme – Estland und Litauen, mit Verzögerung Bulgarien und neuerdings auch Bosnien.

Doch da Moskau bislang keine Beweise geliefert hat, daß es in der Lage ist, der Versuchung einer Politik weicher Budgetbeschränkungen zu widerstehen, ist die Empfehlung dieser bitteren ökonomischen Pille nicht mehr abwegig. Daher müssen alle Akteure – Politiker (Regierung und Opposition gleichermaßen), Haushalte sowie Unternehmen, einschließlich der Banken – von der Notwendigkeit des Boards überzeugt sein, um im Konsens sein störungsfreies Funktionieren zu ermöglichen. Es bedarf einer intensiven Vorbereitung mit Erläuterung der erforderlichen "Rules of the Game" und des Anpassungspreises, um ein Dauerfunktionieren dieses Währungssystems in einem Land mit wachsender Skepsis für die Wirtschaftspolitik möglich zu machen. Die wirtschaftspolitischen Aspekte einer solchen Vorbereitung schließen die Bereitschaft ein, die bisherige Art und Weise der Privatisierung und Öffnung zu überdenken und durch eine massive Integration des güterwirtschaftlichen Sektors in die Weltwirtschaft das Board zu stützen. Wegen des hohen anfänglichen Inflationsdifferentials zwischen Rußland und den Referenzvolkswirtschaften kann die reale Aufwertung des Rubels unter Kontrolle bleiben, wenn zum einen ein Preiswettbewerb auf internationaler Basis stattfindet. Zum anderen kann nur ein umfassender Technologie- und Know-how-Import die Produktivität und somit die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft im Bereich des Sektors für handelbare Güter steigern und den Wechselkurs stabilhalten. Bleiben nämlich die Produktivitätsgewinne in Rußland hinter jenen in den Referenzländern zurück, wird der Druck in Richtung nominaler Abwertung steigen. Wegen der Kursbindung findet entsprechend eine reale Rubelaufwertung statt, die dem Exportsektor schadet und über den Inflationsimport weiteren Druck auf die Kursfixierung ausübt. Estland, das osteuropäische Land mit der längsten Boardgeschichte, hat durch konsequente Öffnung die anfänglich deutliche reale Aufwertung in den Griff bekommen. Die Lohnstückkosten (sie sind entscheidend für die Wettbewerbsfähigkeit im Sektor der handelbaren Güter) sind weitaus weniger stark gestiegen als der Verbraucherpreisindex.²⁹ Abschottung und interventioni-

²⁷ Ognian Hishow, Makroökonomische Politik und Reformfortschritte im östlichen Europa, Berichte des BIOst, 25/1997, Abschnitt 2 und 3.

²⁸ Dieser Korb enthält mindestens zwei Währungen der wichtigsten Handelspartner des Landes, das seine nationale Währung an ihn bindet, z.B. die slowakische Krone an den "Korb" DM-US-Dollar im Verhältnis 60:40.

²⁹ Ognian Hishow, Wechselkursbestimmung im östlichen Europa, Bestimmungsfaktoren und transformationspolitischer Stellenwert, Berichte des BIOst, 23/1998, Abschnitt 1.2.

stische Lenkung der Wirtschaft sind wegen der damit verbundenen Fehlallokation von Ressourcen und entsprechenden Produktivitätseinbußen dagegen kontraproduktiv.

Währungsratssystem und Außenschuld

Der russische Staat zählt nicht nur zu den weltweit größten Schuldnern, er ist auch nicht in der Lage, seinen laufenden Schuldendienst aufrechtzuerhalten. Die dollardenominierte Schuld beläuft sich Ende 1998 auf ca. 142 Mrd. US-Dollar, und die auf Rubel lautende Binnenschuld erreicht umgerechnet 28 Mrd. US-Dollar. Davon halten ausländische Geldinstitute mindestens zwei Drittel, wobei die Regelung dieser Verbindlichkeiten gegenwärtig Gegenstand von Verhandlungen zwischen ihnen und der Moskauer Regierung in London ist. Ferner weisen der private Banken- und Nichtbankensektor Verbindlichkeiten in konvertibler Währung von mindestens 32 Mrd. US-Dollar aus, und auch Regionalregierungen haben sich inzwischen mit 3 Mrd. US-Dollar verschuldet (Tabelle 2).

Tabelle 2: **Außenschuld des staatlichen und privaten Sektors**
(Mrd. US-Dollar, Stand 1. Juli 1998)

<i>Föderation</i>	141,9
<i>Offizielle Kreditgeber</i> (westliche Regierungen)	68,6
davon	
Pariser Klub (restrukturierte Kredite an die frühere Sowjetunion)	40,0
<i>Private Kreditgeber</i>	48,3
davon	
Londoner Klub (restrukturierte Kredite an die frühere Sowjetunion)	32,0
Eurobonds (nur Russische Föderation)	16,3
Internationale Finanzorganisationen	25,0
<i>Regionale Körperschaften</i>	3,0
<i>Privatsektor</i>	32,0
davon	17,0
Bankensektor	(31,0) ^a
Unternehmenssektor	15,0
Nachrichtlich: Schuldscheine der Föderation bei Ausländern (zum Wechselkurs vom 31. Juli 1998)	18,0

^a vgl. Tabelle 1

Quellen: Institute of Economic Analysis, Moskau; Russian Economic Trends; The Economist; Financial Times, verschiedene Ausgaben.

Die Schuldenquote der Föderalregierung lag mit ca. 48% des BIP Mitte 1998 zwar weit unter dem Referenzwert der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (Euro-Konvergenzkriterien) von 60% des BIP, dennoch sind die russischen Finanzen unter der Schuldenlast bereits früher zusammengebrochen. Es half auch nicht, daß aus dem politischen Kalkül einer erwünschten Stärkung der Position Boris Jelzins das Land Anfang 1997 offizielles 19. Mitglied des Pariser Klubs der großen Gläubigernationen geworden war. Tatsächlich war bereits die Sowjetunion gegen Ende ihrer Existenz kaum zahlungsfähig, und zu den ersten internationalen finanzpolitischen Schritten Rußlands als ihr Nachfolger zählten eine Reihe von Umschuldungsvereinbarungen mit den Kreditgebern.³⁰ Andernfalls hätte Moskau bereits zu Beginn der 90er Jahre ein Moratorium seines Schuldendienstes erklären müssen.

Nach der Abwertung hat sich die Gesamtschuldenquote (staatlicher und privater Sektor zusammengenommen) sprunghaft erhöht und liegt zum Wechselkurs von 16 Rubel je US-Dollar nunmehr bei rund 118%, wovon die Hartwährungsschuld mit 108% des BIP den Löwenanteil stellt. Nach eigenen Angaben soll Rußland (allerdings zum 31.12.1997) Nettogläubiger sein, denn rein rechnerisch würden seine Forderungen in Höhe von 195 Mrd. US-Dollar³¹ seine Verbindlichkeiten von 177 Mrd. übertreffen. Im übrigen hat diese sehr formale Argumentation Moskau den Weg in den Pariser Klub geebnet. Allerdings profitiert die Zahlungsbilanz kaum davon, weil die Struktur der offiziellen Schuldner äußerst ungünstig ist und die vergebenen Kredite keine Zinseinnahmen abwerfen. Interessanter ist dagegen die Struktur der Dollarforderungen des inländischen privaten Banken- sowie des Nichtbankensektors, die vorsichtig geschätzt Ende 1998 115 Mrd. US-Dollar halten (Tabelle 3). Davon entfallen etwa 43 Mrd. auf sog. "Matratzendollar", d.h. auf konvertible Aktiva der Haushalte außerhalb des inländischen Bankensektors. Hinzu kamen bis Mitte 1998 etwa 17 Mrd. US-Dollar auf heimischen Bankkonten, 5 Mrd. US-Dollar russische Direktinvestitionen im Ausland und vermutlich 50 Mrd. US-Dollar Nettobestand an Fluchtkapital.³² Innerhalb dieses Gesamtstocks sind lediglich die Bankdepósitos zinsfähig, allerdings sind die meisten Einlagen nach dem Rubelkollaps entweder verlorengegangen oder aus den Privatbanken abgezogen worden. Minimaleinnahmen von unter 1 Mrd. stehen mit anderen Worten vertraglich festgelegten Aufwendungen für die Schuld – sie schließen auch Tilgungen von IWF-Krediten ein – von über 17 Mrd. US-Dollar im Jahr gegenüber.

Aus eigener Kraft könnte die russische Volkswirtschaft die Zahlungen nur finanzieren, wenn die Handelsbilanzüberschüsse etwa 22 bis 23 Mrd. US-Dollar betragen würden. Unterstellt ist in dieser Kalkulation ein gegenüber 1997 unveränderter Minussaldo der Dienstleistungsbilanz von ca. 5 Mrd. US-Dollar. Allerdings haben sich die Terms of Trade, d.h. das Export-/Import-

³⁰ Vgl. zur Verschuldungsproblematik Rußlands ausführlich: Ognian Hishow, Öffentliche Verschuldung in osteuropäischen Transformationsländern, Berichte des BIOst, 49/1997.

³¹ Government of the Russian Federation, Russian Economic Trends, Monthly Update, April 1998, Tabelle 3.

³² Als Grobschätzung. Es ist nicht möglich, den Fluchtkapitalstock zu erfassen, weil ein Großteil der Einlagen über Off-Shore-Konten und durch Zwischenschaltung von Scheinfirmen schnell reingewaschen wird.

Preisverhältnis, verschlechtert, und die Handelsbilanzüberschüsse dürften 1999 gering ausfallen. Auch die massive Rubelabwertung würde die Exporte nicht nennenswert steigern helfen. Nach der deutlichen Rubelabwertung im August 1998 hätte angenommen werden können, daß die russischen Unternehmen international wettbewerbsfähiger werden. Allerdings ist die Exportstruktur ungünstig – das Land ist als Anbieter von Erzeugnissen des verarbeitenden Gewerbes oder von Dienstleistungen auf den Weltmärkten kaum präsent. Der Abwertungseffekt dürfte im Bereich der eigentlichen russischen Domäne, dem Rohstoffsektor, dagegen moderat ausfallen, weil im extraktiven Bereich der Anteil der Arbeitskosten an den Gesamtkosten gering ist. Hier überwiegen die Kapital-, Transport- und Lagerkosten sowie die Abgaben. Letztere werden in US-Dollar entrichtet, während die Kapitalkosten technologisch bedingt hoch sind. Re- und Nettoinvestitionen werden in US-Dollar gerechnet, da der einheimische Anlagenbau wenig konkurrenzfähige Imports Substitute bieten kann. Abwertungsbedingt verteuern sich die Importe und drücken ihrerseits auf die Rentabilität.

Tabelle 3: Forderungen des Privatsektors in konvertiblen Währungen
(Mrd. US-Dollar, Schätzung zum 1.12.1998)

Fluchtkapital , netto	50,0
US-Dollaraktiva der privaten Haushalte außerhalb des inländischen Bankensektors	43,0
US-Dollareinlagen der privaten Haushalte bei inländischen Banken (zum 1.7.1998)	17,0
Direktinvestitionen des russischen Unternehmenssektors im Ausland	5,0
Gesamtforderungen	115,0

Quellen: Russian Economic Trends, verschiedene Ausgaben; Heiko Pleines, Kapitalflucht aus Rußland, Aktuelle Analysen des BIOst, Nr. 46/1998; eigene Schätzungen.

Der allgemeine Preisverfall auf den internationalen Rohstoffmärkten hat der Leistungsbilanz Rußlands demnach massiv geschadet. Lediglich mehr Kapitalimporte könnten die Zahlungsbilanz entlasten oder ein schwebendes Dauermoratorium abwenden, wobei das Vertrauen der Investoren entscheidend ist. Ein strikter Stabilitätskurs, untermauert durch ein Currency-Board-System, sorgt für einen Vertrauensgewinn und öffnet eine Option, aus der Schuldenfalle herauszukommen. Es wurde bereits erörtert, daß hohe Kapitalzuflüsse unter den Bedingungen einer Kursfixierung die Geldbasis erweitern und proinflationär wirken. Dagegen verursacht ein plötzlicher Kapitalabzug eine Schrumpfung der Geldbasis und über den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auch der inländischen Produktion. Insofern können die Devisenreserven nicht mehr für den Schuldendienst herangezogen

werden, denn sie sind bereits durch das Currency Board "ausgebucht". Eine glaubwürdige Stabilitätspolitik, deren sichtbarstes Zeichen das Currency Board ist, dürfte dagegen Abhilfe schaffen. Zum weiteren Untermauern der Seriosität des Krisenmanagements sollten die Primärüberschüsse des Föderalbudgets umfangreich sein, um über die Zinszahlungen hinaus auch einen Reservefonds für den inneren Schuldendienst allmählich aufzubauen. Rußland hat während der Rubelbindung bis August 1998 relativ viel Kapital angezogen, wodurch nach einer eventuellen Boardimplementierung die Chancen auch nicht schlecht stünden, daß die Investoren nach Moskau zurückkehren. Da die Zinsen boardbedingt stark reduziert sein werden, dürfte der Anteil des spekulativen Kapitals geringer werden, was einen stabilisierenden Effekt hervorriefe.

Fazit: Keine stabilitätspolitische Rezeptlösung vorhanden

Die sehr ähnlichen Erfahrungen anderer Transformationsnachzügler, etwa Bulgariens, könnten der neuen russischen Führung von Nutzen sein. Das Land zeichnete sich bis Ende 1996 durch eine ausgeprägte Reformträgheit aus. Seit Beginn der Wirtschaftstransformation korrelierte die Kursveränderung des Lew im wesentlichen mit der Preisniveau- und Leistungsbilanzentwicklung, aber auch mit der Schwankung der Devisenreserven. Nach einem zweiten Kollaps von Währung und Wirtschaft und nach Massenunruhen der Bevölkerung konnte durch umfassende Stabilisierungshilfe der internationalen Gemeinschaft 1997 ein Währungsratsystem installiert werden, welches den Circulus vitiosus aus fiskal- und geldpolitischer Disziplinlosigkeit und Wirtschaftsverfall durchbrach.³³ Bislang überwiegen hier wie auch im baltischen Raum die positiven Effekte.

Aber auch alarmierende Erfahrungen des Auslands sind zu berücksichtigen. Insbesondere der Fall Argentinien, als der "Tequilaeffekt" der Mexikokrise trotz oder wegen eines im April 1991 eingeführten Boards 1994/95 die argentinische Wirtschaft in eine schwere Krise stürzte, zeigt die wirtschaftspolitischen Grenzen des Boardsystems auf. Bereits in den vorangegangenen Jahren litt das Land unter höheren Inflationsraten als das Referenzland (USA) und konnte eine reale Astral- bzw. Pesoaufwertung nicht verhindern. Ein chronisches Leistungsbilanzdefizit, welches auf den Currency Board drückte, war die Folge und wurde von defizitären Haushalten begleitet, wobei zur Haushaltskonsolidierung ähnlich wie in Rußland auf Zahlungsrückstände, z.B. durch verzögerte Überweisungen an die Regionen, zurückgegriffen wurde.³⁴ Die Mexikokrise verunsicherte die Investoren in der ganzen Region und führte dazu, daß auch aus Argentinien massiv Kapital abgezogen wurde. In der Folge ging die Geldbasis um 30% zurück, ohne daß das Board einschreiten konnte. Daraufhin kollabierte die Volkswirtschaft. Zwar war die Krise durch externe Effekte (in Mexiko), quasi unverschuldet,

³³ Zur Entstehungsgeschichte des Currency-Board-Systems in Bulgarien vgl. auch Ognian Hishov, Transformationskrise und Krisenbewältigung in Bulgarien, Südosteuropa, 7-8/1997, S. 387-400, oder ders., Wechselkursbestimmung im östlichen Europa, Bestimmungsfaktoren und transformationspolitischer Stellenwert, a.a.O., Abschnitt 4.1.

³⁴ Argentinien und Brasilien: Wirtschaftsreformen bei volatilen Kapitalströmen, IFO-Schnelldienst, 25-26/1996, S. 37.

verursacht, dennoch dürfte klar sein, daß zum einen eine konsequente und langfristig angelegte Stabilitätspolitik das Vertrauen der Märkte festigt und deren Neigung mindert, Verwerfungen in einem Land "multilateral" zu bestrafen. Zum anderen hat es die nationale Wirtschaftspolitik in der Hand, dem Aufbau von Verwerfungspotential durch eine Sequenz von Steuerungsinstrumenten zu begegnen. So kann die Kapitalbilanzliberalisierung erst einmal verschoben werden, die kurzfristige Verschuldung des Staates und der Privaten ist steuerlich zu erschweren, die Haushaltspolitik ist insbesondere einnahmenseitig zu verbessern. Ordnungspolitisch ist eine funktionierende, wenig korrupte Finanzverwaltung aufzubauen, die Bankenaufsicht soll nach internationalen Audit-Standards erfolgen u.a.m. Zwar ist man auch dann nicht gegen plötzliche externe Schocks hundertprozentig gefeit, weil die Natur des Currency-Board-Systems ein diskreditionäres Eingreifen der Zentralbank ausschließt.³⁵ Die Wahrscheinlichkeit spekulativer Attacken gegen die nationale Währung und damit verbundener schmerzhafter realwirtschaftlicher Anpassungsschritte wird durch mehr Vertrauen verringert, wie die baltischen Beispiele belegen. Trotz Rußlandkrise haben sich die Boardsysteme in etlichen Emerging-Market-Ökonomien wie Estland und Litauen bewährt, und auch die bulgarische Währung scheint bislang wenig betroffen zu sein.

Alles in allem stellt das Currency-Board-System somit nur ein Element in einem ganzen System wirtschaftspolitischer Maßnahmen dar, welches nur allmählich Wohlfahrtseffekte bewirkt und gegen Widerstände aus verschiedenen ideologischen Richtungen verteidigt werden muß. Eine richtungsorientierte Debatte muß deutlich machen, daß Geldpolitik allein nicht in der Lage ist, Stabilitätsziele zu erreichen – wegen wichtiger "offener Flanken". Die meisten Transformationsländer – auch Rußland – waren sich der Notwendigkeit ihrer Schließung von Anfang an bewußt. Stabilitätspolitisch handelt es sich beim fixen Wechselkursanker nicht um eine Nonplusultra-Lösung – viele Volkswirtschaften neigen ohnehin dazu, sich für ein Währungssystem weitgehend flexibler Wechselkurse zu entscheiden. Doch die Krise in Rußland wird die Notwendigkeit deutlich werden lassen, internationales Vertrauen neu zu gewinnen. Die Moskauer Wirtschaftspolitik wird wohl beraten sein, die nationale Währung an Fremdwährungen mit hohem Stabilitätsstandard zu binden und den Märkten die Langfristigkeit dieser Entscheidung glaubhaft zu machen. Das Risiko, wegen einer radikalen Kursbindung reale Aufwertungen in Kauf zu nehmen, muß einkalkuliert werden. Von einer eventuellen Modifizierung des Wechselkursregimes, etwa durch Übergang zu einer vorausgesagten Abwertung – mit "Crawling Peg" und seinen Varianten –, sollte aus Vertrauensgründen dabei von vornherein Abstand genommen werden. Nicht zuletzt würde ein Boardsystem zur Normalisierung des externen Schuldendienstes Moskaus beitragen und die russisch-westlichen Finanzbeziehungen auf eine pragmatische Grundlage – ohne erratische Schuldendienstmoralien – stellen.

³⁵ Eine Erkenntnis aufgrund der Auswertung der bisherigen Erfahrungen der Emerging-Market-Ökonomien ist, daß es ohnehin kein einheitliches Modell bei der Implementierung eines Währungssystems gibt. Vgl. H.-J. Dubrowsky, Wechselkurse in der Transformation planwirtschaftlicher Systeme zur Marktwirtschaft, Studie am Institut für internationale Bildung, Berlin, 1995, S. 161ff.

Ognian Hishow

A Pegged Exchange Rate or a Floating Currency?

Monetary Policy and the Transformation Deadlock in Russia

Bericht des BIOst Nr. 1/1999

Summary

Introductory Remarks

The break-up of the former Soviet Union was brought on by economic collapse. Thus, in 1990/1991 there were great hopes that in a new democratic Russia an economic turnaround could be effected through a liberal economic policy. Politically, post-Soviet Russia regarded itself as the natural successor to the former great power and the achievement of a corresponding economic status seemed to be merely a matter of time. The new economic policy was based on the model provided by Western industrialised nations and sought to introduce what had proven to be successful in the West to Russia. Key elements of the economic transformation were rapid privatisation, liberalisation and the opening up of the country to foreign economic activity in order to strengthen competition, allow the mechanism of price equilibrium to take effect and to overcome the economy's technological backwardness via capital imports. However, both the old structures and the prevailing mentality proved to be extremely resistant to change. Therefore, many parts of the comprehensive reform programme ran into obstacles.

Findings

1. The history of economic transformation in Russia in the 1990s may be divided into two phases – a period of intensive reform under Prime Minister Yegor Gaidar and a longer period characterised by more gradualist policies under Chernomyrdin. During the latter period, various hangovers from the Soviet era that had not yet been overcome once again became more firmly cemented and others were recreated. Gaidar failed when he ran into resistance to his liberalisation concept, which was criticised as monetary. Monetary, in this case, stood for the non-commodity interference of the state in production, which, in the opinion of economic experts with a background in political economy, prevented the accumulation of capital and destroyed the large enterprises that were a typical feature of the Russian economy.
2. The change in the paradigm of economic policy took this reasoning to its logical conclusion and resulted in a new ordering of priorities, particularly in the realm of monetary and fiscal policy. Without paying sufficient heed to the reasons for the failure of the Soviet economic model, attempts were made after 1993 to preserve as much as possible of the old structures. Uncompetitive enterprises were shored up by a policy of

easy money and soft budgetary constraints were adopted with the idea of increasing state revenues. A high inflation rate and a massive devaluation of the ruble, however, meant that neither of these goals was achieved, and a new economic course, this time aimed at bringing about greater stability, was followed from mid-1995 onwards.

3. The sacking of the president of the Russian Central Bank, Viktor Gerashchenko, who had been largely responsible for these events, cleared the way for a stabilisation of the ruble, a significant decrease in the inflation rate and the normalisation of the banking sector. However, progress towards reform in the field of commodities remained inadequate. This was evident above all in the preservation of enterprises that were on the verge of bankruptcy in all sectors, including the communal housing one. As big recipients of subsidies they became an increasing drain on the budget, swallowing, at the last count, 18% of expenditure. At the same time, the oligarchical structures that had begun to emerge in the late 1980s were able to expand their influence and put up massive resistance to structural reform.
4. Progress in the monetary sector was jeopardised by the inability of the politicians to achieve fiscal equilibrium. Following a failed attempt at tax reform, the country became increasingly dependent on international credits to finance its persistent and permanently large budget deficits. The country's swiftly growing internal debt also proved to be a considerable drain on the state budget and made state finances dependent on a financial scheme based on the snowball principle. In the wake of the Asian crisis it became evident that Moscow was dangerously vulnerable to the extremely volatile "hot money" dealings of international financial brokers. At the same time, non-tariff barriers prevented long-term investment, and the abandoning of the exchange rate peg was only a question of time. The economy collapsed for the second time with the firing of the technocrat and committed reformer Sergei Kirienko.
5. It is impossible to imagine any swift resolution of the crisis, since all the fundamental indicators speak against it. Moreover, the politicians are still unsure about which road to take. Current discussions about the transformation in Russia are once again showing a tendency to hold the "monetary" formula of the International Monetary Fund responsible for the present situation. This attitude would appear to derive from a strengthening of the position of Marxist economists in Russia, especially with regard to giving priority to real economic stabilisation measures and the validity of the thesis that says that prices must reflect production costs. In this context, Viktor Gerashchenko's reappointment as president of the Central Bank in the autumn of 1998 represented a triumphant comeback.
6. By contrast, critical Russian economists are proposing radical stabilisation measures and are recommending the imposition of a disciplinary strait jacket in the form of a currency board system for Russia. The advantages of such a currency system for the economy would be its stabilisation potential, particularly regarding inflation and the nominal value of money. On the other hand, the voluntary renunciation of discreditory interventions to bring about monetary control poses dangers. Given global capital flows, scepticism about Russia on financial markets and high levels of foreign debt, this imposes a great onus of

responsibility on Russia's fiscal and incomes policy. Once the exchange rate is fixed, macro-economic adjustments are no longer monetary but quantitative adjustments. Therefore, if the board is to gain the acceptance needed to be a success, both the economy and the population need to be prepared for the hardships ahead.

7. The currency board system could also contribute to a further normalisation of financial relations with the West, which, given Russia's insolvency, are threatening to become ever more shaky. Bailing out Russia on a permanent basis is an option that the West should exclude right from the beginning and it should instead demand that Russia honour its payments obligations in the proper fashion. A credible currency board would strengthen the confidence of investors and thus improve the capital balance. As calculations of financing plans demonstrate, the only way for Russia to service its debts is via further major capital imports. In addition, according to cautious estimates, private households, enterprises and banks in Russia hold quite considerable foreign currency reserves, which have been withdrawn from circulation as a result of mistrust. Under more favourable political conditions a ruble peg should also help to "repatriate" large amounts of Russian flight capital and likewise make it easier to service the country's debts.
8. All in all, as both positive and negative examples from other economies undergoing transformation demonstrate, the currency board system is not a patent solution. Its weakness lies in the necessity of real economic adjustment and flexibility, which is politically often very difficult to bring about. Nevertheless, a new attempt to bring about stabilisation is essential for Russia, particularly since a hesitant approach to economic policy of the kind currently prevailing under Primakov exacts a high economic price. A further decline in production and in real incomes would be the immediate consequence of such an approach, and therefore a currency board actually represents a rather attractive alternative.