

### Der Geld- und Devisenmarkt Rußlands

Ljubskij, Michail

Veröffentlichungsversion / Published Version

Forschungsbericht / research report

#### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Ljubskij, M. (1995). *Der Geld- und Devisenmarkt Rußlands*. (Berichte / BIOst, 46-1995). Köln: Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-42060>

#### 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.



## Inhalt

	Seite
Kurzfassung	
.....	
4	
1. Besonderheiten des Bankensystems und des Geldmarktes	
.....	
7	
1.1 Status und Rolle der Zentralbank bei der Geldmarktregulierung.....	8
1.2 Die Geschäftsbanken und der Geldmarkt.....	12
1.3 Die "Dollarisierung" der russischen Wirtschaft.....	20
2. Der Devisenmarkt	
.....	
22	
2.1 Rechtliche und institutionelle Bedingungen.....	23
2.2 Die Struktur des Devisenmarktes und seine Entwicklungsphasen.....	24
2.3 Probleme des Rubelwechselkurses.....	28
Summary	
.....	
33	

22. August 1995

Der Bericht ist aus einem Forschungsauftrag des Bundesinstituts für ostwissenschaftliche und internationale Studien hervorgegangen.

Der Verfasser ist Abteilungsleiter am Institut für internationale wirtschaftliche und politische Studien (IMEPI) in Moskau.

Redaktion: Roland Götz

Übersetzung: Olga Löwen

**Michail Ljubskij**

## **Der Geld- und Devisenmarkt Rußlands**

**Bericht des BIOst Nr. 46/1995**

### **Kurzfassung**

#### *Vorbemerkung*

Die Entwicklung des Geld- und Devisenmarktes ist das Spiegelbild des Entstehungsprozesses einer sozialen Marktwirtschaft in Rußland. Die fehlende klare Reformstrategie und die mangelnde Konsequenz in der Durchführung einer effizienten Politik der Kursstabilisierung des Rubel sowie bei der Regulierung der Tätigkeit von Geschäftsbanken und des Devisenmarktes hatten einige schwierige Funktionsprobleme des Geld- und des Devisenmarktes zur Folge. Im ersten Teil wird die Spezifik des Bankensystems und des Geldmarktes untersucht. Besonderes Augenmerk wird auf den Status der Zentralbank sowie die Methoden der Geld- und Kreditregulierung gerichtet, die sich von den Einflußmöglichkeiten des Geldmarktes in den westlichen Ländern grundsätzlich unterscheiden. Es werden die Struktur und die Transaktionen der Geschäftsbanken sowie die Besonderheiten in den Beziehungen zwischen der Bank von Rußland und ihnen untersucht. Auch auf das Problem der "Dollarisierung" der russischen Wirtschaft wird eingegangen. Der zweite Teil ist der Analyse der rechtlichen und institutionellen Bedingungen für das Funktionieren des Devisenmarktes, seiner Struktur, seinen Entwicklungsetappen und den Problemen des Rubelwechsellkurses gewidmet. Hier verdient die Tendenz zur Herausbildung eines einheitlichen Devisenmarktes des Landes Aufmerksamkeit.

Als Quellen wurden Gesetzgebungsakte, Regierungsbeschlüsse, Instruktionen der Bank von Rußland, Materialien der Moskauer Interbanken-Devisenbörse, Periodika sowie Arbeiten des Verfassers benutzt.

#### *Ergebnisse*

1. Der Geld- und der Devisenmarkt sind die dynamischsten Sektoren der russischen Wirtschaft, die sich in einer schwierigen und widersprüchlichen Übergangsphase zum Markt befindet. Eine der grundlegenden Besonderheiten der derzeitigen russischen Wirtschaft besteht darin, daß sich beide Märkte herausbilden, während der Waren-, Kapital- und Arbeitsmarkt erst entsteht. Diese Situation ist das Ergebnis der schlecht durchdachten Reformstrategien und Reformmechanismen, der Ignoranz gegenüber der Spezifik der russischen Wirtschaft, die durch Monopolismus der Hersteller gekennzeichnet ist, sowie des unterentwickelten Konkurrenzdenkens und Privatunternehmertums im Produktionsbereich.
2. Das Paradoxe der Situation besteht darin, daß der chronisch gewordene Produktionsrückgang,

der vom Verfall des technischen und technologischen Potentials begleitet wird, und die Krise der Staatsfinanzen sich bei gleichzeitiger rascher Umsatzsteigerung des Geld- und des Devisenmarktes abspielen. Es ist bezeichnend, daß der Devisenmarkt die beherrschende Rolle spielt, und die Lage auf dem Geldmarkt in beträchtlichem Maße von der Konjunktur des Devisenmarktes abhängig ist.

3. In Rußland kann Geld bislang nicht voll für die Belange der gesamten Wirtschaft "arbeiten". Eine aktive Funktion hat es in einem relativ schmalen Bereich: Nahezu die gesamten Mittel des Geld- und des Devisenmarktes werden für Devisen- und Finanzgeschäfte (60%) sowie für die Kreditierung des Handels (30%) verwendet. Rußland fehlen noch die notwendigen organisatorisch-rechtlichen und finanziellen Bedingungen für eine umfassende Beteiligung der Banken an langfristigen Industrieinvestitionen.
4. Die Spezifik des Geld- und des Devisenmarktes und seiner Regulierung wird in vielem vom Status der Bank von Rußland bestimmt, die bei der Durchführung der Geld- und Kredit- sowie Devisenpolitik fast völlig von der Regierung abhängig ist. Die Bank von Rußland ist in einer zwiespältigen Lage: Sie ist die Bank der Banken, zugleich jedoch das Organ zur Finanzierung des Budgetdefizits durch Geldemission. Im Unterschied zu den westlichen Ländern sind nicht die Operationen auf dem offenen Markt, sondern die Kredite der Bank von Rußland an Geschäftsbanken, die fast zur Hälfte deren Kreditquellen bilden, das wichtigste Einflußmittel. Die Geschäftsbanken fungieren auch als Transmissionsriemen für zentralisierte Kredite an die Wirtschaft. Ein großer Teil dieser Kredite taucht auf dem Geld- und dem Devisenmarkt wieder auf und wird in finanziellen Transaktionen eingesetzt.
5. Bei hohem Risiko neigen die Banken dazu, freiwillig beträchtliche Mittel als Reserven anzulegen und Kredite zurückhaltend zu vergeben. Dies mindert den Multiplikatoreffekt und verringert das Geldangebot. Zur selben Zeit greifen Betriebe und die Bevölkerung zunehmend zu Bargeld.
6. Die Geschäftsbanken Rußlands sind in ihrer Mehrheit klein oder mittelgroß. Die meisten von ihnen sind nicht in der Lage, die Funktionen einer normalen Bank westlichen Typs effizient wahrzunehmen. Viele Banken sind mit Mitteln von Staatsbetrieben gegründet worden, weswegen sie an Zusammenarbeit mit unabhängigen Kunden wenig interessiert sind. Dies hemmt ihre Entwicklung zu wirklichen Handelsbanken.
7. Der Geld- und Devisenmarkt entwickelt sich bei ständiger Bewegung des Geldes zwischen dem Markt für Interbankenkredite, dem für kurzfristige staatliche Schuldverschreibungen und dem Devisenmarkt, je nachdem, wie sich die Rentabilität von Operationen ändert. Die wichtigsten Faktoren und Regulatoren des Geldflusses zwischen diesen Marktsegmenten sind das Inflationstempo und die Rubelkursdynamik.
8. Immer größeren Einfluß auf die Konjunktur des Geld- und des Devisenmarktes übt die sich seit 1994 rasch verstärkende "Dollarisierung" der russischen Wirtschaft aus. Der Vormarsch des Dollars und anderer frei konvertierbarer Währungen führte dazu, daß die sich als Bargeld im Umlauf befindenden ausländischen Devisen Anfang 1995 die Rubelbargeldmasse um das Zweifache überstiegen. Der Markt für ausländisches Bargeld ist zu einem wichtigen Bestandteil

des russischen Devisenmarktes geworden. Das Problem der Vorherrschaft von Fremdwährungen in der russischen Wirtschaft ist eine der größten Sorgen der Bank von Rußland, die bislang vergeblich nach Methoden zur Steuerung des immer mehr anwachsenden Einflusses von Devisen im Inlandszahlungsverkehr sucht. Es ist klar, daß all dies das Vertrauen in den Rubel zunehmend unterminiert.

9. Im Unterschied zu den westlichen Ländern, wo die Devisenmärkte international sind, ist der russische Devisenmarkt ein Binnenmarkt. Dies entspricht der begrenzten Konvertibilität des Rubel. Für den russischen Devisenmarkt sind immer mehr Transaktionen, eine größere Rolle des Marktes außerhalb der Börsen sowie der regionalen Devisenbörsen und eine zunehmende Zahl notierter Währungen und Akteure kennzeichnend. Er fördert die Entwicklung des Geld- und des Wertpapiermarktes sowie die Heranziehung ausländischen Kapitals. Die Besonderheit der derzeitigen Entwicklungsetappe des Devisenmarktes besteht in der verstärkten staatlichen Regulierung, vor allem administrativer Art. Der russischen Regierung und der Bank von Rußland will es nicht gelingen, das richtige Maß staatlicher Einmischung in den Mechanismus dieses Marktes zu finden, so daß sie von einem Extrem ins andere fallen, von nahezu vollständiger Unkontrolliertheit hin zu bürokratischer Unterdrückung.
10. Bei der Rubelkurssteuerung sind die Repräsentativität und das Kursregime besonders wichtig. Um den Rubelkurs repräsentativer zu machen, will die Bank von Rußland dazu übergehen, ihn unter Berücksichtigung der Ergebnisse von Auktionen in allen Segmenten des Devisenmarktes festzulegen, d.h. auf dem Devisenbörsenmarkt, auf dem Devisenmarkt außerhalb der Börsen sowie auf dem Markt für Devisenbargeld. Die Zweckmäßigkeit eines festen Rubelkurses zur finanziellen Stabilisierung scheint sehr fraglich. Diese Frage wird in der Regierung und bei der Bank von Rußland erörtert. Die Wirksamkeit dieser Interimsmaßnahme dürfte davon abhängen, ob der feste Wechselkurs mit notwendigen Schritten in der Geld- und Kredit- sowie Finanzpolitik vernünftig abgestimmt werden kann.

## 1. Besonderheiten des Bankensystems und des Geldmarktes

Zuerst muß definiert werden, was unter Geld- und Devisenmarkt zu verstehen ist, denn im Unterschied zu den westlichen Ländern gibt es in Rußland bislang keine eindeutige, allgemeingültige Auslegung dieser Begriffe. In theoretischen Abhandlungen russischer Ökonomen wird der Geldmarkt als ein Teil des Kreditmarktes betrachtet, auf dem kurzfristige Depositen- und Darlehensgeschäfte getätigt werden, die hauptsächlich die Bewegung des Umlaufkapitals von Firmen und kurzfristiger Ressourcen von Banken, Behörden, des Staates sowie von Privatpersonen bedienen. Es gibt den Inlands- und den internationalen Geldmarkt, dessen wichtigster Bestandteil der Eurogeldmarkt ist.

In den russischen ökonomischen Periodika werden die Begriffe "Geld- und Devisenmarkt" in unterschiedlichen Kombinationen gebraucht. Einige Ökonomen differenzieren diese Begriffe und begreifen den Geldmarkt als Rubelangebot und -nachfrage, den Devisenmarkt als Devisenbörsen sowie den Devisenmarkt außerhalb der Börsen. Für andere Fachleute umfaßt der Terminus "Geldmarkt" neben den Devisenbörsen den Markt für Interbankenkredite und kurzfristige staatliche Schuldverschreibungen. Manchmal wird unter "Devisenmarkt" der gesamte (legale und illegale) Devisenverkehr und unter "Geldmarkt" die Veränderung von Angebot und Nachfrage nach Rubel verstanden, wobei auch Zahlungsrückstände in die Geldmasse einbezogen sind.

Diese nicht eindeutige Auslegung der Begriffe "Geld- und Devisenmarkt" ist zum Teil darauf zurückzuführen, daß sich der Markt in Rußland erst herauszubilden beginnt. Der andere Grund liegt in der Dualität des Geld- und Devisensystems, da im inneren Zahlungsverkehr zwei Währungen - Rubel und Dollar - in Gebrauch sind, die unter dem allgemeinen Begriff "Geld" zusammengefaßt werden.

Die Begriffe "Geldmarkt" und "Devisenmarkt" müssen, obwohl sie sehr eng zusammenhängen, unterschieden werden: Der Geldmarkt ist das Geldangebot der Bank von Rußland und die Rubelnachfrage, der Markt für Interbankenkredite und kurzfristige Schuldverschreibungen des Staates, während der Devisenmarkt Auktionen auf den Devisenbörsen Rußlands, der Devisenumlauf außerhalb der Börsen und der Markt für Devisenbargeld sind. Der Geld- und der Devisenmarkt sind Teile des Finanzmarktes der Landes, wozu auch der Wertpapiermarkt gehört.

Die Begriffe "Geld- und Devisenmarkt" unterscheiden sich in Rußland inhaltlich deutlich von denen in den westlichen Ländern. Die Refinanzierung von Geschäftsbanken wird von der Bank von Rußland z.B. nicht als Rediskontierung von Wechseln, deren Umlauf noch nicht entwickelt ist, oder von Krediten, die durch Wertpapiere gesichert sind, sondern durch Kreditierung dieser Banken vorgenommen. Der Devisenmarkt in Rußland ist ein Binnenmarkt, der die eingeschränkte Konvertibilität des Rubel widerspiegelt, der von einer frei konvertierbaren internationalen Währung noch weit entfernt ist. Dadurch ist auch der Kreis von Transaktionen eingeschränkt, bei denen Valuta auf dem russischen Devisenmarkt eingesetzt werden kann, der Kreis der Teilnehmer ebenfalls. Moskau steht bislang noch abseits der großen internationalen Devisenhandelszentren, die den internationalen Devisenmarkt bilden, d.h. jenes globale Netz des weltweiten, zeitlich unbegrenzten Handels, das über neueste Kommunikationsmittel verbunden ist und den Klienten die Möglichkeit

gewährt, jederzeit in jeder Form unabhängig vom Aufenthaltsort der an einem Geschäftsabschluß Beteiligten eine beliebige Summe einer beliebiger Währung zu kaufen oder zu verkaufen.

Bei der Untersuchung des Geld- und Devisenmarkts Rußlands sind vor allem die ökonomischen Bedingungen, unter denen ihre Entwicklung verläuft, zu berücksichtigen. Die Lage der russischen Wirtschaft bleibt weiterhin schwierig und widersprüchlich. Die Entstehung einer Marktwirtschaft wird z.B. durch folgende Faktoren erschwert: Abbruch der Wirtschaftsbeziehungen zu den früheren Unionsrepubliken, Fehlstart der Reformen durch Liberalisierung der Preise bei Monopolstellung der Hersteller, Zahlungskrise, Produktionsrückgang, eine im Verhältnis zur Lage in der Produktion inadäquate und zu rigide Finanzpolitik, Haushaltsdefizit und Inflation, zunehmende "Dollarisierung" der Wirtschaft, Kursverfall des Rubel und schwindendes Vertrauen in ihn. Die Wirklichkeit hat gezeigt, daß die Rechnung, der Markt werde schon alles richten, nicht aufging.

Tatsächlich haben sich in Rußland bislang nur einzelne marktwirtschaftliche Elemente herausgebildet, vorwiegend im Bereich des Handels, der Dienstleistungen, der Banken und der Finanztätigkeit. Die Basis der Wirtschaft sind nach wie vor staatliche Industrie- und Landwirtschaftsbetriebe. Der Staat haftet weiterhin für die Schulden der meisten Betriebe und übernimmt sie. Zugleich stellt die anwachsende Masse der Zahlungsrückstände de facto eine Art bargeldlose Geldemission dar, die von den Unternehmen praktiziert wird. Unter diesen Umständen wird die Regierung ohne eine klare Trennung der Betriebs- von den Staatsfinanzen die Inflation nicht erfolgreich bekämpfen können. An der entstandenen Situation hat die formale Voucher-Privatisierung im Prinzip nichts geändert, da sie keine wirklichen Privatbesitzer und Warenproduzenten hervorbrachte. Sie hat nur dazu geführt, daß der Staat die Kontrolle über seinen Besitz verloren hat, während die Last der Haushaltsausgaben geblieben ist und sich das Problem der Steuereinzahlung verschärft hat.

Die Spezifik der heutigen russischen Wirtschaft liegt im Abbruch der Finanzbeziehungen zwischen Betriebs- und Geldkapital, das vor allem bei den Geschäftsbanken konzentriert ist. Hier ist ein Teufelskreis entstanden: Das große Risiko, bei Inflation und finanzieller Instabilität Langzeitkredite zu gewähren, läßt sogar große Banken davor zurückschrecken, die Industrie zu finanzieren. Gleichzeitig wird für dieses Risiko ein Zinssatz verlangt, den die meisten Betriebe nicht bezahlen können. Infolgedessen ziehen die Geschäftsbanken es vor, ihre Mittel für Devisen- und Finanzoperationen sowie zur Kreditierung des Handels<sup>1</sup> anstatt für Investitionen in die Produktion zu verwenden.

### *1.1 Status und Rolle der Zentralbank bei der Geldmarktregulierung*

Eine prinzipielle Frage ist der Status der Bank von Rußland und deren Rolle im Geld- und Kredit- sowie Währungssystem des Landes. Von grundsätzlicher Bedeutung ist dabei der Grad der Unabhängigkeit dieser Bank von den Machtstrukturen, vor allem von der Exekutive.

Im Idealfall ist es ein entpolitisiertes Bankensystem, das eine stabile Nationalwährung in einer sozialen Marktwirtschaft gewährleistet. Es besteht aus einer an die Weisungen und Entscheidungen der Staatsmacht nicht gebundenen Zentralbank, die die Wirtschaft mit dem notwendigen Geld versorgt

---

<sup>1</sup> Kommersant", Nullnummer, 1993, S. 56.

und die ganze Verantwortung für die Währungsstabilität trägt. Das andere Element dieses Systems sind selbständige Geschäftsbanken in ausreichender Zahl, die miteinander konkurrieren und in ihrer Geschäftspolitik von der Zentralbank unabhängig sind. Dies wäre die Grundlage eines einwandfrei funktionierenden Geld- und Devisenmarktes. Natürlich gibt es dieses Idealsystem realiter in keinem Land, und die Zentralbanken sind von den Regierungen nicht absolut unabhängig. Für viele westliche Länder ist allerdings ein relativ hoher Unabhängigkeitsgrad der Notenbank kennzeichnend.

Die Unabhängigkeit der Zentralbank setzt sich zusammen aus der Unabhängigkeit hinsichtlich des Status sowie der Durchführung der Geld- und Kredit- sowie Währungspolitik. Diese zweite Unabhängigkeit ist eher wahrzunehmen und wird ökonomisch diktiert, während der Unabhängigkeitsstatus zwar die Position der Zentralbank als wirtschaftlicher Institution wiedergibt, häufig jedoch formaler Natur ist und nicht ihrer tatsächlichen Rolle in der Wirtschaft des Landes entspricht. Besonders deutlich läßt sich das am Beispiel der Bank von Rußland zeigen.

Nach Art. 1 des Gesetzes "Über die Zentralbank der RSFSR (Bank von Rußland)" vom 2. Dezember 1990 (das neue Gesetz über die Bank von Rußland wurde von der Staatsduma Mitte 1994 in erster Lesung angenommen und war Ende 1994 noch nicht in zweiter Lesung erörtert worden) ist der Status der Bank von Rußland als "von den leitenden und vollziehenden Organen der Staatsmacht unabhängig" und als "dem Obersten Sowjet der RSFSR rechenschaftspflichtig" festgelegt.<sup>1</sup>

Diese Bestimmungen enthält auch der Entwurf des neuen Gesetzes über die Bank von Rußland, in dem es heißt: "Die Bank von Rußland ist der Staatsduma rechenschaftspflichtig und bei der Lösung von in ihre Kompetenzen fallenden Fragen von den Organen der repräsentativen und vollziehenden Gewalt sowie Organen der lokalen Selbstverwaltung unabhängig. Rechenschaftspflicht heißt: Ernennung des Vorsitzenden der Bank von Rußland; Bestätigung der Ernennung der Mitglieder des Direktoriums der Bank von Rußland; Vorlegen der Jahresberichts der Bank von Rußland sowie der Stellungnahme der Auditoren (in russischer Sprache und spätestens drei Arbeitstage nach ihrer Annahme seitens der Bank von Rußland) der Staatsduma zur Begutachtung und Billigung; Ernennung der Auditoren der Bank von Rußland auf Vorschlag des Direktoriums der Bank von Rußland; Lieferung von gewünschten Informationen durch die Bank von Rußland an die Staatsduma in Übereinstimmung mit der Gesetzgebung der Russischen Föderation (RF); Durchführung parlamentarischer Anhörungen über die Tätigkeit der Bank von Rußland unter Teilnahme ihrer Vertreter; Tätigkeitsberichte der Bank von Rußland an die Staatsduma, die halbjährlich vorzulegen sind."<sup>2</sup>

Bei formaler Unabhängigkeit ist die Bank von Rußland jedoch von den Entscheidungen der Regierung in der Geld- und Kredit- sowie Währungspolitik fast vollkommen abhängig und stellt faktisch ihre Unterabteilung dar. Sie ist noch keine Zentralbank im üblichen Sinne. Für sie ist eine zwiespältige Lage kennzeichnend: Als zentrale Notenbank soll sie die Rubelstabilität gewährleisten, die Tätigkeit der Geschäftsbanken regulieren und diese auf dem Wege der Refinanzierung

---

<sup>1</sup> Zakon "O Central'nom banke RSFSR (Banke Rossii)", in: Vedomosti S"ezda narodnych deputatov RSFSR i Verchovnogo Soveta RSFSR, 27, 1990, Pos. 356. (Dt. Übersetzung und Kommentar von Rolf Kobabe, in: WGO, 4, 1993 - Anm. d. Red.)

<sup>2</sup> Federal'nyj zakon "O Central'nom Banke Rossijskoj Federacii (Banke Rossii)", von der Staatsduma am 20.7. 1994 in erster Lesung angenommen, in: Den'gi i kredit, 7, 1994, S. 13.

unterstützen. Zugleich ist sie jedoch de facto ein Organ zur Finanzierung des Haushaltsdefizits über die Geldemission. Die Geld- und Kreditpolitik Rußlands wird nicht von der Bank von Rußland, sondern von der Regierungskommission für Kreditpolitik bestimmt, der auch Vertreter der Bank von Rußland angehören.

Die Abhängigkeit der Bank von Rußland von der Regierung vermindert die Steuerungsfähigkeit des Geldumlaufs und erschwert den Kampf mit der internen und externen Rubelabwertung, da Entscheidungen im Bereich der Geld- und Kreditpolitik, vor allem hinsichtlich der Geldemission, häufig auf Kriterien beruhen, die diesem Ziel nicht entsprechen.

Die Unterentwicklung der Mechanismen und Einrichtungen der russischen Marktwirtschaft bestimmt die Spezifik der Tätigkeit der Bank von Rußland bei der Regulierung des Geldangebots. Der enge Markt staatlicher Obligationen läßt einen umfassenden Einsatz von Transaktionen auf dem offenen Markt zur Regulierung der Geldumlaufmasse nicht zu, wo doch dies in den westlichen Ländern das wirksamste Instrument im monetären Bereich ist. Die Regierung Rußlands ist bestrebt, die Ausgabe staatlicher Schuldverschreibungen zur Finanzierung des Haushaltsdefizits aktiver einzusetzen. Im Prinzip wird dadurch die Vergrößerung der Zahl von Operationen der Bank von Rußland auf dem offenen Markt gefördert und deren Bedeutung bei der Geldumlaufregulierung erhöht. 1995 hofft die Regierung damit die Hälfte des Haushaltsdefizits decken zu können.<sup>1</sup> Da jedoch bei Produktionsrückgang auch die Besteuerungsgrundlage rückläufig ist, wird der Staat gezwungen sein, mittels neuer Schulden die alten abzutragen und neue Obligationen zu emittieren, d.h. jene hinlänglich bekannte finanzielle "Pyramide" zu errichten, die eines Tages einstürzen muß.

Als Instrument der Geld- und Kreditpolitik setzt die Bank von Rußland aktiv obligatorische Reservefonds für Geschäftsbanken ein. 1992 wurden sie auf 20% der Sichteinlagen festgelegt, wobei damals zum ersten Mal auch die Einlagen in der Sparkasse (Sbergatel'nyj bank, abgekürzt: Sberbank) unter diese Regelung fielen.<sup>2</sup> Im internationalen Vergleich sind das sehr hohe Reserveforderungen. Im Januar 1995 wurde der Reservefonds um 20% erhöht, und es wurden zwei-prozentige Abführungen von Devisenkonten bei Geschäftsbanken eingeführt.

Unter den russischen Bedingungen können die obligatorischen Reserven nicht als effizientes Mittel zur Regulierung der Kreditvergabe der Handelsbanken und (über den Multiplikatormechanismus) des Geldangebots insgesamt betrachtet werden, weil die von den Banken freiwillig angelegten Reserven, einschließlich der Korrespondenzkonten für Clearingverrechnungen, bedeutend höher sind als die obligatorischen.

Das wichtigste Instrument, mit dem die Größe der Geldbasis<sup>3</sup>, des Geldumlaufs und des Marktes beeinflußt werden kann, ist die Gewährung von Krediten der Bank von Rußland an Geschäftsbanken. Im Zeitraum Ende 1991 bis März 1993 wuchs die Nettokreditverschuldung des Bankensystems gegenüber der Bank von Rußland fast um das Dreißigfache und machte 53% der monetären Basis aus.<sup>4</sup> 1993 betrug die Summe zentralisierter Kredite an die Handelsbanken 11,3

<sup>1</sup> Finansovye izvestija, 53, 1994, S. 1.

<sup>2</sup> Finansovye izvestija, 54, 1993, S. 27.

<sup>3</sup> Als Geldbasis gilt die Summe des sich im Umlauf befindenden Bargelds, der obligatorischen Reserven und der Mittel auf den Korrespondenzkonten der Bank von Rußland.

<sup>4</sup> Finansovye izvestija, 54, 1993, S. 10.

Bill. Rbl (1992: 2,6 Bill. Rbl)<sup>1</sup> oder 32% der Geldmasse (Geldmenge M2). Anfang 1994 entfielen auf diese Kredite rund 45% der gesamten Kreditressourcen der Geschäftsbanken. Bis September 1993 wurden zentralisierte Kredite an Geschäftsbanken größtenteils zu Vorzugskonditionen gewährt, wobei die Kreditierung nach dem Refinanzierungssatz der Bank von Rußland geschah, die Differenz zwischen diesem Zinssatz und den Vorzugsbedingungen aber hauptsächlich aus den Gewinnen der Bank von Rußland beglichen wurde. Am 25. September 1993 wurde ein Regierungsbeschluß über die Abschaffung der Vorzugskreditierung verabschiedet; damit sollten die Kreditanträge von Geschäftsbanken besser begründet, die Kredite effizienter genutzt und rechtzeitig abgelöst werden. Es wurde beschlossen, künftig alle zentralisierten Kredite zu einem einheitlichen Zinssatz zu gewähren.<sup>2</sup>

Formal gesehen entspricht die von der Bank von Rußland durchgeführte Kreditierung der Geschäftsbanken der Refinanzierung, wie sie in allen Ländern mit entwickelter Marktwirtschaft existiert. In der Realität besteht allerdings ein ganz wesentlicher Unterschied: In Rußland handelt es sich nicht darum, über den von der Bank von Rußland festgelegten Refinanzierungssatz die Kreditvergabe der Geschäftsbanken zu steuern, sondern diese als "Kanäle" für zentralisierte Kredite zu benutzen, die bestimmten Branchen, Regionen und Betrieben gezielt zur Verfügung gestellt werden.

Diese Art der Finanzierung der Wirtschaft - und zugleich auch der Steuerung des Geldumlaufs - weist eine ganze Reihe ernstzunehmender Mängel auf. Ihr größter Fehler liegt darin, daß der Staat und nicht der Markt den größten Teil der Geldbewegungen bestimmt. In der Praxis führt dieser Umverteilungsmechanismus der Finanzressourcen bei schwindender Erfüllungsdisziplin sowie abnehmender Kontrolle zu häufigem Mißbrauch und "Zirkulation" der zugeteilten Mittel bei den Geschäftsbanken wie auch den staatlichen Verwaltungsstrukturen, die als Instanz auf dem Weg der Kredite der Bank von Rußland zum Endverbraucher beteiligt sind.

Um die Nachteile der direktiven Vergabe zentralisierter Kredite abzuschwächen und eine bessere Rückzahlungsquote zu erzielen, hat die Bank von Rußland begonnen, Versteigerungen von Kreditressourcen durchzuführen. Im Februar 1994 fand die erste Auktion statt, auf der 70 Mrd. Rbl verkauft wurden. Ihr folgte eine Serie monatlicher Versteigerungen. Ende Juli 1994 wuchs die Summe der versteigerten Kredite auf 120 Mrd. Rbl an. Durch Wettbewerb hofft die Bank von Rußland den Geschäftsbanken einen besseren Zugang zu den zentralisierten Kredite zu verschaffen. Bislang ist jedoch der Anteil dieser Ressourcen am Gesamtrefinanzierungsvolumen sehr gering.

Ein anderer Faktor, der großen Einfluß auf die Nominalgröße des Geldangebots ausübt, ist die direkte Kreditierung der Regierung durch die Bank von Rußland, da ja das Staatshaushaltsdefizit finanziert werden muß. In seiner Auswirkung kann er mit der Kreditvergabe an Geschäftsbanken verglichen werden. Die Bank von Rußland hat, nachdem sie mit der Regierung das Kreditlimit für das Haushaltsdefizit abgestimmt hat, in einem bestimmten Grad die Möglichkeit, Aufgaben im Bereich der monetären Politik zu berücksichtigen. Gleichzeitig ist es allerdings offensichtlich, daß das Drucken von Geld für die Bank von Rußland weniger ein Instrument zur Regulierung des Geldangebots ist als vielmehr eine notgedrungene Reaktion auf die Notwendigkeit, das Budgetdefizit zu finanzieren, wobei der Regierung keine vielfältigen Möglichkeiten zur Verfügung stehen, sich auf

<sup>1</sup> Voprosy ekonomiki, 1, 1994, S. 15.

<sup>2</sup> Vestnik Banka Rossii, 25, 1994, S. 2.

dem erst im Entstehen begriffenen Kapitalmarkt Mittel zu beschaffen. Die Kreditverschuldung des Staatshaushalts gegenüber der Bank von Rußland betrug Ende 1994 66 Bill. Rbl, Anfang 1995 machte sie 13 Bill. aus.

Die Geldnachfrage in der Wirtschaft Rußlands entsteht infolge des Preisanstiegs, der seinerseits überwiegend nichtmonetärer Natur ist. Der Preisanstieg ist es, durch den die erhöhte Geldnachfrage hervorgerufen und das Geldangebot erhöht wird, nicht umgekehrt. Bei einem gleichbleibend hohen Inflationstempo fällt die Nachfrage nach realem Geld, d.h. nach der am Preisindex korrigierten Geldmasse, da die Wirtschaftsakteure es vorziehen, ihre Aktiva vorwiegend in nichtmonetären Formen zu besitzen, deren Entwertungsgrad geringer ist. Die am häufigsten anzutreffenden Formen der Nichtrubel-Aktiva sind: ausländische Devisen, Immobilien sowie Waren- und Materialvorräte. Im In- und Ausland werden beträchtliche Dollarsummen zusammengetragen. Nach vorliegenden Schätzungen wurden aus Rußland 1994 monatlich rund 2 Mrd. US-\$ ausgeführt. Die Kapitalflucht und die Dollarisierung der Inlandsgeschäfte untergraben die Rubelstabilität und schränken die Möglichkeiten zur Finanzierung des Haushaltsdefizits durch Emission ein.

In dem Geld- und Kreditregulierungssystem Rußlands spielt der Zinssatz der Bank Rußlands eine spezifische Rolle. Da ein normaler Refinanzierungsmechanismus der Geschäftsbanken durch die Zentralbank fehlt, ist ihr Zinssatz noch kein so effizientes Mittel der Geld- und Kreditpolitik wie in den westlichen Ländern. Dennoch sind die Ökonomen im Unrecht, die davon ausgehen, daß eine Veränderung des Refinanzierungssatzes sich auf die makroökonomischen Prozesse kaum auswirke und die Teilnehmer des Geldmarktes vor allem psychologisch beeinflusse. Sie vertreten die Ansicht, daß es nicht darauf ankomme, um wieviel sich der Zinssatz nach oben oder unten verlagere, sondern ob sich die Tendenz seiner Dynamik verändere. Die Praxis zeigt, daß die Erhöhung des Prozentsatzes durch die Bank von Rußland von nicht unwesentlicher Bedeutung für die Eindämmung der Inflation und Stabilisierung des Rubelkurses ist. Vom Refinanzierungssatz sind die Zinsen für Kredite und Bankeinlagen abhängig, nach denen sich die Wirtschaftsakteure richten. Der Zinssatz der Bank von Rußland ist ein Orientierungs- und Begrenzungswert für die Zinssätze auf dem Kreditmarkt. Zugleich beachtet aber die Bank von Rußland bei Zinsänderungen die Dynamik des Kreditmarktes, so daß zwischen beiden eine recht enge Korrelation besteht. Da es in Rußland keinen einheitlichen Kreditmarkt gibt, sind zwischen den Regionen erhebliche Zinsunterschiede vorhanden; in der Regel liegen sie in jenen Regionen höher, die von den großen Bankenzentren weiter entfernt sind.

## *1.2 Die Geschäftsbanken und der Geldmarkt*

Die Basis des Geldmarktes sind die sich schnell entwickelnden Geschäftsbanken. Die Spezifik der Bankenstruktur und -operationen sowie die Beziehungen zwischen der Bank von Rußland und den Geschäftsbanken ebenso wie zwischen den Banken und ihren Kunden bestimmen in vielem die Besonderheiten dieses Marktes.

Anfang Oktober 1994 waren in Rußland fast 2.500 Geschäfts- und Genossenschaftsbanken mit einem Grundkapital von über 3 Bill. Rbl und 5.279 Filialen registriert - ohne die Filialen der Spar-

kasse, die über 31.182 Niederlassungen verfügt.<sup>1</sup> Dies ist weniger als in den führenden westlichen Ländern: In den USA gibt es rund 15.000 Banken, in Frankreich ungefähr 2.200 Kreditinstitute.<sup>2</sup> Die Dichte des Bankennetzes betrug 1994 ca. 1,7 auf 100.000 Einwohner, unter Einbeziehung der Sparkassenfilialen 23 Bankinstitute auf 100.000 Einwohner. In der Bundesrepublik Deutschland z.B. entfallen auf dieselbe Menge über 70 Kreditinstitute.

Die regionale Verteilungsdichte der Handelsbanken ist sehr ungleichmäßig. Moskau ist in dieser Beziehung führend. Wie der Tabelle 1 zu entnehmen ist, sind in der Hauptstadt 36% aller eingetragenen Banken konzentriert. Auf 100.000 Moskauer kommen über 22 Geschäftsbanken und Filialen. In anderen Regionen ist jedoch der Sättigungsgrad für Bankdienstleistungen weitaus geringer: In der Fernöstlichen Region und im Kaliningrader Gebiet sind es 4-5 Banken, in den anderen Regionen 1-2 Banken.

---

<sup>1</sup> konomika i žizn', 46, 1994, S. 5.

<sup>2</sup> Den'gi i kredit, 2, 1992, S. 62.

Tabelle 1

Gesamtzahl der Banken				
Grundkapital	Stand 1.1.1994		Stand 1.10.1994	
	Anzahl	in %	Anzahl	in %
bis 100 Mio. Rbl	272	13,47	104	4,27
100-500 Mio. Rbl	1320	65,38	1265	51,93
500 Mio.-1 Mrd. Rbl	261	12,93	403	16,54
1-5 Mrd. Rbl	138	6,84	553	22,70
über 5 Mrd. Rbl	28	1,39	111	4,56
in Rußland insgesamt	2019	100,00	2336	100,00

davon			879	36,08
in Moskau			49	2,01
in St. Petersburg				

*Quelle:* Finansovye izvestija, 57, 1994, S. III.

Das Geldangebot der Geschäftsbanken ist durch komplizierte und sogar paradoxe Phänomene gekennzeichnet. Eine der Besonderheiten des derzeitigen Zustands des russischen Geldmarktes ist, daß die Handelsbanken unter Beibehaltung eines hohen nominalen Zinssatzes für von ihnen vergebene Kredite große Reserven bilden. Sie haben große Kosten in Form entgangener Gewinne, zu denen es kommt, weil sie einen beträchtlichen Teil ihrer Mittel auf den zinslosen Reservekonten der Zentralbank deponieren. Die Neigung der Handelsbanken, Finanzmittel als Reserven anzulegen, und das mangelnde Bestreben, mehr Kredite zu vergeben, werden durch einige Faktoren ausgelöst. Zum einen sind es die nicht geregelten Zahlungs- und Clearing-Beziehungen und die für die Banken damit zusammenhängende Notwendigkeit, auf Korrespondenzkonten bei der Bank von Rußland zusätzliche Reserven bereitzuhalten. Der zweite Faktor gründet tiefer und ist mit den unklaren Besitzverhältnissen, vor allem im Staatssektor, hinsichtlich materieller Verantwortung für vertragliche Verpflichtungen verbunden (Fehlen eines wirksamen Konkursmechanismus und einer effizienten Pfandgesetzgebung). Unter diesen Umständen ist die Gewährung von Krediten sehr risikoreich. Hierzu gehört auch die Schwierigkeit, mit einem der Marktwirtschaft nicht adäquaten System der Rechnungslegung das Risiko abzuwägen, die mangelnde Vorbereitung vieler Unternehmen darauf, korrekte technisch-ökonomische Begründungen zu erstellen, und die fehlende Kontrolle der finanziellen Lage des Kreditnehmers seitens der Bank. Der dritte Faktor besteht in dem hochgradig ungewissen Verlauf der im Land stattfindenden Wirtschaftsprozesse, so daß sich im Zusammenhang damit die grundsätzliche Schwierigkeit ergibt, die Effizienz von Projekten beurteilen zu können, für die Kredite beantragt werden.

Da für eine normale Verwendung der den Banken zur Disposition stehenden Mittel die Bedingungen nicht gegeben sind, führt dies zu einer deutlichen Intensitätsminderung des Multiplikatorprozesses. Die Folge davon ist eine Schmälerung des Geldangebots gegenüber dem, das bei einer niedrigeren Reservenorm möglich wäre. Dahingehend wirkt sich auch die Tendenz aus, daß sowohl Wirtschaftssubjekte als auch die Bevölkerung immer mehr Bargeld verwendet.

Unter den Geschäftsbanken Rußlands sind die kleinen und mittleren vorherrschend. Auf 70% aller Banken entfallen nur 17% des gesamten Grundkapitals. Die meisten Banken sind bislang nicht in der Lage, die Funktionen einer normalen Geschäftsbank westlichen Typs in vollem Umfang wahrzunehmen. Die kleinen und mittleren Banken reagieren auf verschiedene Risiken besonders anfällig: Sie haben keine stabile finanzielle Basis, sie besitzen keine mächtige Kundschaft, d.h. die Hauptquelle für Kreditressourcen.

Für russische Banken ist eine enge Beziehung zur Industrie bezeichnend, allerdings nicht in dem Sinne, daß sie Investitionen in die Produktion tätigen, sondern, daß ca. 80% des Grundkapitals der aktiven Banken aus Mitteln der Staatsbetriebe gebildet sind.<sup>1</sup> Das Bestreben der Unternehmen, "eigene" Banken zu gründen, ist leicht zu erklären. Das Interesse der Gründer geht nicht nur dahin, daß das investierte Kapital Gewinne abwirft, sondern auch dahin, Qualität und Operabilität der Bankdienstleistungen zu erhöhen. Überdies gab es außer den Mitteln der Staatsbetriebe keine anderen Quellen, aus denen das Grundkapital der Banken hätte gebildet werden können. Diese "Anbindung" führt häufig dazu, daß die Banken an der Arbeit mit unabhängiger Kundschaft wenig interessiert sind und ihre Entwicklung zu wirklichen Handelsbanken, die das gesamte Spektrum der Bankgeschäfte abdecken, gehemmt wird. Dies verhindert die Entstehung eines normalen Kreditmarktes.

Neben den untersuchten Mitteln der Geld- und Kreditpolitik, mit deren Hilfe die Bank von Rußland auf den monetären Markt Einfluß nimmt, reguliert sie unmittelbar die Tätigkeit der Geschäftsbanken, wozu sie wirtschaftliche Kennziffern anwendet und über deren Einhaltung nach dem Gesetz "Über die Zentralbank der RSFSR (Bank von Rußland)" Aufsicht ausübt. In Übereinstimmung mit Art. 24 dieses Gesetzes erläßt die Bank von Rußland folgende Kennziffern für Banken: "den Mindestbetrag des Grundkapitals; das Höchstverhältnis der Bank zur Summe ihrer Aktiva unter Berücksichtigung einer Bewertung der Risiken; die Kennziffern für Liquidität der Bilanz; den Mindestbetrag der obligatorischen Reserven, die bei der Bank von Rußland zu deponieren sind; den Höchstumfang des Risikos für einen Kreditnehmer; die Beschränkung des Umfangs des Valuta- und Kursrisikos; die Beschränkung der Nutzung von Einlagen für den Erwerb von Aktien juristischer Personen."

In der neuen Fassung des Gesetzes "Über die Bank von Rußland", die von der Staatsduma in erster Lesung angenommen wurde, ist die Bandbreite dieser Richtlinien vergrößert worden. Es sind unter anderem noch Punkte dazu gekommen wie: der Höchstumfang für große Risiken; der Höchstumfang des Risikos für einen Depositor; die Richtlinie einer obligatorischen Marge bei Börsen- und Termingeschäften; der Mindestumfang der Reserven, die für Aktiva mit hohem Risiko gebildet werden; den Höchstumfang der Kredite an Aktionäre der Bank bzw. des Kreditinstituts.

Die wichtigste Richtlinie ist das Mindestgrundkapital. Um das Bankkapital zu konzentrieren, d.h. die Anzahl kleiner Banken zu verringern, beschloß die Bank von Rußland, das Mindestgrundkapital ab 1. Juli 1993 auf 100 Mio. Rbl und ab 1. März 1994 auf 2 Mrd. Rbl zu erhöhen. Es wurden auch vierteljährliche Korrekturkoeffizienten festgelegt, die das satzungsmäßige Kapitalminimum neu zu registrierender Banken garantieren, das dem Gegenwert von 1 Mio. ECU entspricht. Zum 1. Januar 1999 müssen Geschäftsbanken ihr Grundkapital auf einen Betrag erhöhen, der den Gegenwert von 5 Mio. ECU, dem international üblichen Standard, hat. Das Kapital von ausländischen Banken, die eine Lizenz für Bankgeschäfte in Rußland erhalten wollen, darf 12% des gesamten Grundkapitals der russischen Banken nicht überschreiten; das satzungsmäßige Mindestkapital für Filialen einer ausländischen Bank wurde auf 5 Mio. US-\$ festgelegt.

Es muß festgestellt werden, daß die obligatorischen Richtlinien der Zentralbank im Jahre 1994 häu-

---

<sup>1</sup> Voprosy ekonomiki, 12, 1992, S. 25.

fig nicht eingehalten wurden, weil sich die finanzielle Situation vor allem kleiner und mittlerer Banken verschlechtert hatte. Dies hing damit zusammen, daß es mehr hoffnungslose und überfällige Schulden gab (vgl. Tabelle 2), daß die Konkurrenz der Finanzgesellschaften untereinander größer war und es schwieriger wurde, die Mittel der Bevölkerung heranzuziehen. Produktionsrückgang und Zahlungsschulden treffen die Banken direkt, so daß sie sich noch weiter in den "Schatten", jenseits der Kontrolle der Zentralbank, zurückziehen.

Tabelle 2

Kredite und Verschuldung (in Mrd. Rbl)		
	Stand 1.1.1994	Stand 1.9.1994
Kredite der Geschäftsbanken an die Wirtschaft	30.019	65.102
Nicht zurückgezahlte Kredite, unbezahlte Abführungen an den Haushalt sowie Rechnungen für Waren und Dienstleistungen	17.686	80.639
Zahlungsverzug für von Geschäftsbanken vergebene Kredite	3.623	15.038

*Quelle:* Finansovye izvestija, 57, 1994, S. III.

Die Verschlechterung der finanziellen Lage von kleinen und mittleren Banken führt zu ihrem Bankrott. So erklärten im Jahre 1994 85 Banken Konkurs, und 200 Banken waren am Rande des finanziellen Ruins.

Bei der Regulierung der Tätigkeit von Geschäftsbanken sind zwar Richtlinien üblich, doch begann sich in der zweiten Hälfte des Jahres 1994 eine besorgniserregende Tendenz der Exekutive

abzuzeichnen, das Bankwesen viel stärker rein administrativ zu regeln. Am 23. Mai 1994 trat der Präsidentenerlaß Nr. 1006 "Über die Verwirklichung komplexer Maßnahmen für die rechtzeitige und vollständige Abführung von Steuern und anderen Pflichtabgaben an den Staatshaushalt" in Kraft. Ende Oktober 1994 wurde dann die Durchführungsverordnung dazu verabschiedet, die vom Finanzministerium, der Staatlichen Steuerbehörde und der Bank von Rußland ausgearbeitet worden war. In Übereinstimmung mit dieser Verordnung hatten alle Unternehmen, "überflüssige" Konten bei Banken aufzulösen, denn nach Punkt 2 des Erlasses kann jeder Betrieb, jede Einrichtung und Organisation "bei Banken oder anderen Kreditinstituten ein laufendes (Girokonto) und ein Haushaltskonto zur Durchführung von Operationen in der Haupttätigkeit haben". Im Punkt 8 heißt es: "Banken und andere Kreditinstitute sind zu verpflichten, Steuerbehörden über Operationen mit natürlichen Personen, einschließlich Devisenausländer, ab 10.000 US-\$ zu informieren." Diese Bestimmungen stießen bei der Führung der Assoziation russischer Banken, in der ca. 1.000 Banken vereinigt sind, auf scharfe Kritik. Die Forderung nach nur einem Bankkonto wird nach Ansicht der Bankiers eine Kette sehr ungünstiger wirtschaftlicher Folgen nach sich ziehen. Die Schließung vieler kleiner und mittlerer Banken, bei denen die Kunden ihr Geld werden abheben wollen, um es auf ein einziges Konto zu überweisen, wird nicht die einzige Auswirkung sein. Zugleich wird wahrscheinlich eine Monopolisierung des Bankenbereichs stattfinden, wenn sich z.B. die Konten großer Spezialexporteure bei einigen wenigen Banken konzentrieren werden. Die Unternehmen als Kunden werden in die Situation erhöhten Risikos und größerer Abhängigkeit geraten: Sie werden gezwungen sein, ihre Mittel bei nur einer Bank zu deponieren.

Das Durcheinander im Außenwirtschaftsbereich dürfte zunehmen, da ja die Schließung "überflüssiger" Konten eine massenhafte Erneuerung von Handelsverträgen notwendig machen wird. Dies könnte zu einem spürbaren Rückgang russischer Exporte führen.

Die Bankiers halten auch eine Verschlechterung der Situation bei der Kreditvergabe an die Industrie für wahrscheinlich. Bei der Gewährung von Krediten geben Banken immer ihren eigenen Kunden den Vorzug; ursprünglich fremder Klientel gegenüber werden sie jetzt besonders kritisch sein. Ernsthafte Probleme werden sich z.B. bei der Durchführung von Großprojekten ergeben, wenn ein Unternehmen mit einem Kredit nicht auskommt und sich noch an einige andere Banken wenden muß.

Schließlich beziehen die Bankiers auch einen ganz eindeutigen Standpunkt hinsichtlich der Forderung, die Steuerbehörden über alle Geschäfte mit natürlichen Personen ab 10.000 US-\$ zu informieren. Juristisch ist dies für sie ein Verstoß gegen die geltende Gesetzgebung, wirtschaftlich eine Maßnahme, die bestenfalls eine Welle von Kniffen und Schlichen, wie z.B. Stückelung der Einlagen auf Summen bis zu 9.999 US-\$ oder Eröffnung von Depositokonten auf Strohmänner, und schlimmstenfalls die Abziehung von Mitteln aus dem legalen Bankensystem auslöst.

Derartige Maßnahmen erschweren die Arbeit von Banken stark. Sie sind nicht effizient und mit dem Kurs auf Marktwirtschaft unvereinbar. Sie zeugen davon, daß die Regierung nicht konsequent den Kurs auf ein modernes, vor allem auf einer zuverlässigen organisatorisch-rechtlichen Basis beruhendes Bankensystem verfolgt.

---

<sup>1</sup> Vaš partner, Beilage zu "konomika i žizn", 21, 1994, S. 7.

Interbankengeschäfte und Beziehungen zwischen Banken und Klienten beruhen auf den Bestimmungen des Gesetzes "Über die Banken und die Bankentätigkeit in der RSFSR" vom 2. Dezember 1990 mit den Veränderungen und Ergänzungen, die durch das Gesetz der RSFSR vom 13. Dezember 1991 eingebracht wurden. Mitte 1994 verabschiedete die Staatsduma in erster Lesung das neue föderale Gesetz "Über die Banken und die Bankentätigkeit". Darin heißt es, daß "die Banken auf vertraglicher Basis Mittel in Form von Einlagen und Krediten voneinander heranziehen und deponieren sowie andere gegenseitige, in ihren Statuten vorgesehene Geschäfte tätigen können". Im Entwurf des neuen Gesetzes ist ebenfalls festgelegt, daß die Banken ihren Zahlungsverkehr über die in der gesetzlich festgelegten Ordnung geschaffenen Verrechnungszentren und Korrespondenzkonten, die gegenseitig eröffnet werden, abwickeln können, ebenso wie andere gemeinsame Geschäfte, die in den von der Bank von Rußland erteilten Lizenzen vorgesehen sind.<sup>1</sup>

Das geltende Gesetz legt fest, daß "die Beziehungen zwischen den Banken und den Kunden Vertragscharakter" haben (Art. 29). Im Entwurf des neuen Gesetzes wird diese Bestimmung detailliert dargelegt. Es heißt z.B., daß "in dem Vertrag die Zinssätze für Kredite und Einlagen, die Kosten der Bankdienstleistungen sowie die Erfüllungstermine, die Vermögenshaftung bei Nichteinhaltung der Vertragsbedingungen, einschließlich der Haftung bei Nichteinhaltung von Zahlungsfristen, sowie das Verfahren der Vertragsauflösung" angegeben werden müssen.

Für den Geldmarktmechanismus ist die Bestimmung über die Zinssätze von Bankkrediten wichtig. Im geltenden Gesetz heißt es, daß die Zinssätze und die Kommissionsgebühr für Bankgeschäfte von den Banken selbst unter Berücksichtigung der Bestimmungen, wie sie in Art. 15 des Gesetzes der RSFSR "Über die Zentralbank der RSFSR (Bank von Rußland)" vorgesehen sind, und im Rahmen der Geld- und Kreditpolitik der Bank von Rußland festgesetzt werden. Dieser Artikel sieht vor, daß "die Bank von Rußland in Übereinstimmung mit der einheitlichen föderalen Geld- und Kreditpolitik das Niveau der Bankzinssätze für Kredite, die Banken gewährt werden, reguliert". In der neuen Fassung des Gesetzes über die Zentralbank heißt es, daß sie ihre Zinspolitik zur Stabilisierung des Rubel und zur Beeinflussung der Zinssätze auf dem Markt benutzt. In der Praxis übt die Bank von Rußland jedoch keinen direkten Einfluß auf die Zinsraten des Marktes aus. Allerdings ist ihr Refinanzierungssatz bei Zinsänderungen schon ein gewisser Anhaltspunkt für die Geschäftsbanken.

Die Geschäftsbanken spielen eine wichtige Rolle bei der Kreditvergabe an die Wirtschaft, vor allem an Betriebe im Zirkulations- und Dienstleistungsbereich. So waren die Umlaufmittel im Handel Anfang 1994 zu ungefähr 80% Bankkredite.<sup>2</sup> Besonders dringend benötigen Unternehmen in den Regionen Kredite. Bei einzelnen Industriebetrieben beträgt den Anteil der Bankkredite an den Umlaufmitteln 70-90%. Eines der wichtigsten Probleme ist jetzt die Integration des Bank- und Industriekapitals, auf dessen Basis Investitionen in die Wirtschaft angeregt, die Rezessionstendenz umgekehrt, der Knoten der Zahlungsrückstände aufgelöst und die Inflation überwunden werden könnte.

Für die Kreditvergabe an Unternehmen in verschiedenen Wirtschaftszweigen ist der Markt für Interbankenkredite von großer Bedeutung, dessen Bildung 1993 begann. Das Geschäftsvolumen dieses Marktes nahm von 1,3 Bill. Rbl im Jahre 1993 auf 15 Bill. Rbl 1994 zu. Bei den Inter-

<sup>1</sup> Den'gi i kredit, 7, 1994, S. 33.

<sup>2</sup> Finansovye izvestija, 16, 1994, S. III.

bankenkrediten entfallen 85-90% auf Kredite mit einer Laufzeit bis zu einem Monat, die restlichen 10-15% sind Kredite, die auf 30-90 Tage terminiert sind. Ein großes Kreditzentrum ist Moskau. Über 300 Geschäftsbanken, die in Moskau registriert sind, darunter Dutzende regionaler Geldinstitute, kaufen und verkaufen auf diesem Markt Kredite für ihre Kunden, um den Binnen- und Außenhandel sowie die Produktion zu finanzieren. Der Markt für Interbankenkredite ist eines der wichtigsten Segmente des Geldmarktes, und die Zinsrate für Kredite mit dreimonatiger Laufzeit ist der repräsentativste Zinssatz des russischen Geldmarktes sowie sein Hauptindikator für Konjunktur.

Die Geschäftsbanken sind auf dem Markt für kurzfristige staatliche Schuldverschreibungen aktiv, der Ende 1993 entstanden ist und dessen Umsatz schnell anwächst. Dies hat größtenteils mit der forcierten Nutzung dieses Marktes zur Finanzierung des Haushaltsdefizits seitens des Staates zu tun. 1994 wurden 30 Auktionen für kurzfristige staatliche Schuldverschreibungen in Höhe von 27,5 Bill. Rbl (1993: 0,5 Bill. Rbl) abgehalten, wovon 5,6 Bill. an den Haushalt überwiesen wurden. Eines der Hauptprobleme dieses Marktes ist die Einlösung ausgegebener Obligationen, die eine ständige Vergrößerung der Marktkapazität und der Rentabilität der staatlichen Schuldverschreibungen notwendig macht.

Die Zunahme der Transaktionen auf dem Geldmarkt, insbesondere 1994, kann kaum als natürlich betrachtet werden. Sie spricht für einen relativen Geldmittelüberfluß der Banken, was vom realen Wirtschaftssektor nicht behauptet werden kann. Zur Vertiefung dieser Disproportion hat nicht unwesentlich der Staat selbst beigetragen: 1994 ließ er die Kreditemission weiter anwachsen, die größtenteils von den Akteuren des Geldmarktes verschlungen wurde. Die geringe Rentabilität - häufig auch Verluste - vieler Industrieunternehmen macht die Ressourcen des Geldmarktes für sie unzugänglich und die Kreditierung solcher Unternehmen für Geschäftsbanken nicht profitabel.

### *1.3 Die "Dollarisierung" der russischen Wirtschaft*

Ein Faktor, der immer größeren Einfluß auf den Geld- und Devisenmarkt sowie auf die Wirtschaft Rußlands insgesamt ausübt, ist die immer weiter anwachsende Verwendung von US-Dollar und anderen frei konvertierbaren Währungen als Bargeld im Inlandszahlungsverkehr. Es ist bezeichnend, daß sich dieser Prozeß in rasantem Tempo entwickelt. Waren nach den vorliegenden Schätzungen 1992 ca. 10 Mrd. US-\$ in Umlauf und 1993 12-14 Mrd.<sup>1</sup>, so betrug diese Summe Anfang 1995 schon 25-30 Mrd. US-\$,<sup>2</sup> was doppelt so viel ist wie die Rubelbargeldmasse im Inlandszahlungsverkehr Rußlands.

Unter dem Gesichtspunkt der Entwicklung des Devisenmarktes kann festgestellt werden, daß der Markt frei konvertierbaren Bargelds in den letzten Jahren zu einem der wichtigsten Bestandteile des russischen Devisenmarktes geworden ist. 1994 hat sein Geschäftsvolumen fast das des Interbanken-Devisenbörsenmarktes erreicht.

Von großem Interesse ist die Struktur von Angebot und Nachfrage nach frei konvertierbaren Währungen für das Jahr 1994, die Anfang 1995 zum ersten Mal veröffentlicht wurde. Von den insgesamt angebotenen 27-30 Mrd. US-\$ waren ca. 22 Mrd. (über 70%) von Geschäftsbanken aus dem

---

<sup>1</sup> Reforma, 2, 1994, S. 9.

<sup>2</sup> Finansovye izvestija, 7, 1995, S. III.

Ausland eingeführt worden, ungefähr 16% entfielen auf die Einfuhr durch Privatpersonen, und 10% machten die Verkäufe früher erworbener ausländischer Währung von Privatpersonen aus. Die Devisennachfrage (ca. 30 Mrd. US-\$) verteilte sich wie folgt: Über 70% der Devisen wurden von ansässigen Privatpersonen gekauft, 13-15% erwarben "fliegende Händler", d.h. einzelne, nichtorganisierte Importeure von Konsumgütern, und 8-10% wurden an Deviseninländer der GUS-Staaten zum Zwecke der Ausfuhr in diese Länder verkauft.

Im Dollarumlauf hat sich ein stabiler Kreislauf herausgebildet, der durch den ständigen Anstieg des Wechselkurses gestützt wird.<sup>1</sup> Aus den Wechselstuben gehen die für den Dollarverkauf erworbenen Rubel auf den Konten der Geschäftsbanken ein, dafür kaufen diese dann Devisen auf der Börse. Diese Devisen werden bei amerikanischen Banken zu Bargeld, um dann als Dollar nach Rußland eingeführt zu werden, wo sie in die Wechselstuben gelangen.

Die Nachfrage nach frei konvertierbaren Währungen entfällt zum größten Teil auf Käufe der Bevölkerung, die ihr Einkommen vor der inflationsbedingten Rubelentwertung absichern will. Die in konvertierbaren Währungen deponierten Ersparnisse der Bürger sind starken Schwankungen unterworfen. Er kommt auf die allgemeine sozial-ökonomische und politische Situation im Lande an, die sich auf den Devisenmarkt auswirkt. Die Nachfrage nach Devisen nimmt in Phasen der Instabilität zu und verringert sich ein wenig beim Eintreten relativer Ruhe. Im Herbst 1994 beispielsweise, als der Dollarkurs steil anstieg, erreichte der Anteil privater Ersparnisse, die für Devisenkauf verwendet wurden, die Marke von 70-80%.<sup>2</sup> Das ganze Jahr 1994 über lag er in der Regel über 40%. Bezeichnend ist, daß Devisen von der Bevölkerung hauptsächlich langfristig deponiert werden.

Im Jahre 1994 nahm der Devisenkauf von GUS-Bürgern beträchtlich zu. Dies hatte damit zu tun, daß das Vertrauen in die russische Währung gesunken war, die in diesen Staaten in einem bestimmten Umfang weiterhin zirkulierte.

Der Dollar und andere frei konvertierbare Währungen sind zum untrennbaren Bestandteil des Inlandszahlungsverkehr Rußlands geworden, wobei sich zwischen dem Rubel und dem Dollar eine gewisse Arbeitsteilung ergeben hat. Der Dollar bedient den Umsatz hochwertiger Importwaren und solide Geschäfte: den Verkauf von Autos, Wohnungen, Datschen, Garagen und Edelmetallen. Devisen werden häufig für die Bezahlung gemieteter Wohnungen, in Restaurants und für Taxis benutzt. In vielen kommerziellen Strukturen wird der Verdienst in Dollar ausbezahlt.

In den letzten Jahren hat die Bank Rußlands eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um die Ein- und Ausfuhr sowie den Umtausch und Umlauf von ausländischen Devisen zu regeln. Seit dem 1. Januar 1994 sind Inlandszahlungen in frei konvertierbaren Währungen verboten. Trotzdem bauen Devisen ihre Position im Inlandszahlungsverkehr immer weiter aus.

Die Erfahrungen zeigen, daß es zwecklos ist, die Dollarisierung mit administrativen Verboten bekämpfen zu wollen, die dann unvermeidlich übertreten werden. Es sind ökonomische Mittel vonnöten, um den Rubel attraktiver zu machen: Wenn z.B. die Sparkasse die Zinsen für Rubeleinlagen so hoch setzen würde, daß sie über dem Inflationstempo und den Zinsraten für Depositen in

---

<sup>1</sup> Die Anfang 1995 eingetretene Stabilisierung des Dollarkurses ändert daran grundsätzlich nichts. - Anm. d. Red.

<sup>2</sup> *konomika i žizn'*, 41, 1994, S. 8.

jeder anderen Währung lägen, so wäre es für die Menschen viel vorteilhafter, ihre Geldmittel in Rubel zu deponieren.

Die Dollarisierung des Zahlungsverkehrs ist ein wesentlicher Destabilisierungsfaktor des Geldumlaufs und der Finanzen sowie der Unterminierung des Rubel, denn die Maßnahmen der Bank von Rußland in der Geld- und Kreditpolitik zur Regulierung der Geldmasse und zur Nutzung anderer Instrumente in diesem Bereich berühren nicht die Bewegung ausländischer Devisen in bar. Wenn man allerdings bedenkt, daß die Summe frei konvertierbarer Währungen, in Rubel umgerechnet, doppelt so groß ist wie das in Rußland zirkulierende Rubelgeld, so wird klar, daß als Folge davon die Diskrepanz zwischen der Waren- und der Geldmasse noch weiter zunehmen und sich die Inflationverstarken wird. Die immer aktivere Nutzung fremder Währung im Inlandszahlungsverkehr erschwert das Zustandekommen der notwendigen Wechselwirkung zwischen der Geld- und Kredit- sowie Währungspolitik erheblich. Dies gilt vor allem für die Regulierung des Rubelwechsellkurses. Die Dollarisierung birgt die ständige und zunehmende Gefahr in sich, daß sich die Lage auf dem Geld- und Devisenmarkt destabilisiert.

## 2. Der Devisenmarkt

Der Devisenmarkt Rußlands entstand Mitte 1992, als der frei schwankende Einheitswechsellkurs des Rubel eingeführt wurde. Dies ist der dynamischste Sektor der sich entwickelnden Marktwirtschaft des Landes. Das Gesamtvolumen der Transaktionen in allen Segmenten des Devisenmarktes betrug 1994 rund 100 Mrd. US-\$, was mehr als dreimal so viel wie 1993 war. Die Geschäfte auf dem Interbanken-Devisenbörsenmarkt haben sich von 3 Mrd. US-\$ 1992 auf 30 Mrd. im Jahre 1994 vergrößert (1993: 15 Mrd. \$).<sup>1</sup>

Eines des wichtigsten Kennzeichen jedes Devisenmarktes ist seine Liquidität, d.h. die Umlaufgeschwindigkeit einer Währungseinheit. Je höher diese Geschwindigkeit, desto besser kann der Markt auf die Bedürfnisse der Devisenverkaufer und -käufer reagieren. Das Liquiditatsniveau hat mit Art und Umfang der Operationen zu tun. Auf dem internationalen Devisenmarkt ist das Geschäftsvolumen um ein Mehrfaches höher als der Umfang des Welthandels. Beträgt das Jahresvolumen des Weltexports 4 Bill. US-\$, so wird der tägliche Umsatz auf den internationalen Devisenmärkten mit 1 Bill. US-\$ veranschlagt. Dies hat damit zu tun, daß ein Großteil dieser Transaktionen auf unterschiedliche Finanzgeschäfte entfällt. Im Unterschied zu den westlichen Märkten bedient der russische Devisenmarkt bislang hauptsächlich den Außenhandel, wodurch seine Liquidität deutlich niedriger als im westlichen Devisenhandel ist.

Das Liquiditatsniveau des Devisenmarktes Rußlands hängt in beträchtlichem Maße vom Zufluß jenes Teils des Devisenerlöses aus Exporten ab, zu dessen obligatorischen Verkauf die Exporteure verpflichtet sind. Experten der Moskauer Interbanken-Devisenbörse (MMVB) berechnen die Liquidität des Devisenborsenmarktes als das Verhältnis zwischen dem Devisenhandelsumsatz und dem Devisenverkaufsvolumen an der Börse. 1993 schwankte dieser Koeffizient im Bereich 0,9-1,7. Der niedrige und instabile Liquiditatswert ist ein Anzeichen dafür, daß der russische Devisenmarkt

---

<sup>1</sup> Valjutnyj ryok Rossii i drugich gosudarstv byvsego SSSR, Moskovskaja Mebankovskaja Valjutnaja bira, 1994, S. 7; Finansovye izvestija, 4, 1995, S. IV.

erst im Entstehen begriffen ist. Mit Ausweitung seiner Operationen und seines Umfangs wird wahrscheinlich auch seine Liquidität zunehmen. Dies dürfte zur Förderung des Wettbewerbs zwischen den am Devisenhandel Beteiligten beitragen.

## *2.1 Rechtliche und institutionelle Bedingungen*

Eine wichtige Rolle bei der Entstehung des Devisenmarktes spielt die rechtliche Basis. Sie besteht aus dem Gesetz der RF "Über die Devisenregulierung und die Devisenkontrolle" vom Oktober 1992, aus Präsidentenerlassen, Regierungsbeschlüssen sowie aus Instruktionen und Verordnungen der Bank von Rußland. Über den Devisenmarkt heißt es in Art. 4 des genannten Gesetzes, daß "der Kauf und Verkauf ausländischer Devisen in der Russischen Föderation über bevollmächtigte Banken durchgeführt wird in der Ordnung, wie sie von der Zentralbank der Russischen Föderation festgelegt ist. Geschäftsabschlüsse über den Kauf ausländischer Währung können unmittelbar zwischen bevollmächtigten Banken sowie über Devisenbörsen getätigt werden, die in der Ordnung und zu den Bedingungen arbeiten, wie sie von der Zentralbank der Russischen Föderation festgelegt sind." Seit Mitte 1993 dürfen Devisenausländer über bevollmächtigte Banken ihre Devisen auf dem russischen Devisenmarkt verkaufen. Das Gesetz sieht vor, daß die Bank von Rußland zur Regulierung des heimischen Devisenmarktes Kauf- und Verkaufsgeschäfte ausländischer Währung abwickeln kann.

Für die Entwicklung des Devisenmarktes war der Beschluß des Ministerrats Rußlands Nr. 205 "Über die Verstärkung der Währungs- und Exportkontrolle sowie die Entwicklung des Devisenmarktes" vom 6. März 1993 von großer Bedeutung, weil darin zum ersten Mal die Frage nach der Notwendigkeit, die Devisen- und Exportkontrolle zu vereinen und eine einheitliche Politik des Staates in diesem Bereich durchzuführen, aufgeworfen wird. Es liegt auf der Hand, daß eine in bezug auf die Repatriierung des Exporterlöses effiziente Devisenkontrolle für die Entwicklung des Devisenmarktes eine sehr wichtige Rolle spielt.

Im Mai 1993 hat die Bank von Rußland die Instruktion "Über das Verfahren zur Führung der offenen Devisenposition zum Kauf und Verkauf ausländischer Währung auf dem Devisenmarkt der Russischen Föderation für bevollmächtigte Banken" angenommen. Ihre Bestimmungen fördern eine engere Anbindung der Transaktionen des Marktes an den Finanzierungsbedarf in der Außenwirtschaftstätigkeit.

Zur Vergrößerung des Geschäftsumfangs auf dem Devisenmarkt trug die Veränderung des Verfahrens des obligatorischen Devisenverkaufs vom 1. Juli 1993 bei. Nach den neuen Regeln müssen alle Teilnehmer der Außenhandelstätigkeit innerhalb von sieben Tagen nach Eingang des Devisenerlöses auf ihrem Konto 50% dieser Summe an einer Devisenbörse verkaufen. Es muß festgestellt werden, daß nach dem Erlaß des Präsidenten vom 31. März 1993 im Jahre 1993 einige Unternehmen vom obligatorischen Verkauf der Hälfte des Devisenerlöses freigestellt wurden. Diese Praxis wurde auch 1994 fortgeführt: Die Summe der gewährten Vergünstigungen machte 0,8 Mrd. US-\$ aus.<sup>1</sup>

Im November 1993 wurde auf dem Kollegium des Ministeriums für Außenwirtschaftsbeziehungen erörtert, den obligatorischen Verkauf des gesamten Devisenerlöses und die damit zusammen-

---

<sup>1</sup> Valjutnyj rynek Rossii ..., a.a.O., S. 8.

hängende Umstellung von Devisenkonto russischer juristischer Personen auf Rubel einzuführen. Zur Verwirklichung dieser Maßnahme sind jedoch bestimmte Voraussetzungen notwendig: Vor allem muß das Ansehen des Rubel anwachsen und eine stabile Rubelnachfrage gewährleistet sein. Zugleich sollte ein effizientes System der Devisenkontrolle funktionieren. Auch müßten einige rechtliche Fragen gelöst werden. Im "Gesetz über die Devisenregulierung und die Devisenkontrolle" gibt es z.B. die Bestimmung über unabdingbares Eigentumsrecht auf Devisenwerte, wozu auch ausländische Währung gehört, die auf Konten in russischen Geschäftsbanken liegt. Der Zwangsverkauf von Devisen für Rubel würde dieses Recht mißachten. Des weiteren garantiert das "Gesetz über ausländische Investitionen" Joint Ventures das Recht auf selbstbestimmte Nutzung der verdienten Devisen. Wenn auch diese Bestimmung in der Praxis gemäß der Instruktion der Bank von Rußland nicht eingehalten wird, so ist dieses Gesetz bislang auch nicht aufgehoben.

Im Juli 1993 nahm die Zentralbank von Rußland die Instruktion "Über das Verfahren zur Eröffnung und Führung der Konten von Devisenausländern in der Währung der Russischen Föderation durch bevollmächtigte Banken" an, was die Möglichkeit, Devisenmittel in Rußland zu investieren, vergrößert und der weiteren Entwicklung des Devisenmarktes förderlich ist.

Alle diese Maßnahmen sind darauf ausgerichtet, eine stabile rechtliche und normative Basis für den Devisenmarkt und die Informationsübermittlungssysteme zu schaffen, die Effizienz der Kontrolle über die Einhaltung der Devisengesetzgebung zu steigern, die Rolle der bevollmächtigten Banken als Akteure der Devisenkontrolle zu vergrößern sowie den Einfluß der Bank von Rußland als oberstes Organ der Devisenkontrolle zu verstärken.

An den Transaktionen auf dem Devisenmarkt Rußlands beteiligen sich hauptsächlich gebietsansässige Geschäftsbanken. Dies gilt vor allem für den Devisenbörsenmarkt. Anfang 1995 waren rund 150 Banken Teilnehmer der Moskauer Devisenbörse, an den Auktionen beteiligen sich normalerweise 60-70 Banken. Unter dem Aspekt der Teilnehmerzahl sowie des Operationenumfanges ist der Devisenbörsenmarkt ein Binnenmarkt, der sehr klein ist. Im Unterschied zu den nationalen Märkten der westlichen Länder, die eng miteinander verbunden sind, weil es für Kapitalbewegungen keine Restriktionen gibt, ist der russische Devisenmarkt bislang von den anderen Devisenmärkten isoliert. Auf dem Devisenmarkt außerhalb der Börsen werden Transaktionen zwischen Banken, aber auch zwischen Banken und ihren Kunden (juristischen und natürlichen Personen) getätigt.

## *2.2 Die Struktur des Devisenmarktes und seine Entwicklungsphasen*

Zu Beginn des Jahres 1995 hatten sich vier relativ selbständige Segmente des russischen Devisenmarktes herausgebildet: der Interbanken-Börsenmarkt, der Interbankenmarkt außerhalb der Börsen, der Future- bzw. Termingeldmarkt und der Markt für Devisenbargeld.

Eine der grundlegenden Besonderheiten des Devisenmarktes in Rußland ist der relativ geringe Anteil an Future- bzw. Termingeschäften, die im Westen die Hauptrolle spielen.

Eine besonders charakteristische Strukturveränderung des Devisenmarktes in den letzten Jahren ist die rapide Zunahme von Operationen auf dem Markt außerhalb der Börsen. Es ist bemerkenswert, daß das Geschäftsvolumen auf dem Devisenmarkt außerhalb der Börsen bedeutend schneller anwächst als auf dem Börsenmarkt. Infolgedessen wurde dieser Markt 1994 zum größten Segment

des Devisenmarktes. Sein Geschäftsvolumen wird auf mindestens 60 Mrd. US-\$ geschätzt. Nach anderen Einschätzungen beträgt es 80 Mrd. US-\$.<sup>1</sup> Diese Differenz ist offensichtlich auf das Fehlen umfassender Informationen über diesen Markt zurückzuführen. Das Volumen der Transaktionen auf diesem Markt ist mehr als doppelt so groß wie der Umfang der Operationen auf dem Börsenmarkt (1993 betrug das Geschäftsvolumen des Börsenmarktes 15 Mrd. US-\$ und lag über dem Umfang des Marktes außerhalb der Börsen).

Der Devisenmarkt außerhalb der Börsen entstand 1993. Zu seinem zunehmenden Geschäftsvolumen im Jahre 1994 trugen bei: die relativ ruhige Wechselkursdynamik des Rubel auf der Moskauer Devisenbörse, die von der Moskauer Regierung eingeführte Abgabe für Devisengeschäfte bevollmächtigter Geschäftsbanken an der Moskauer Devisenbörse, Erweiterung der Bankverbindungen zwischen den Geschäftsbanken, Zunahme des Vertrauens zwischen ihnen, Entwicklung des Interbanken-Kreditmarktes und Optimierung der technischen Basis von Transaktionen.

Die Vorteile des Interbanken-Devisenmarktes außerhalb der Börsen sind die Operabilität der Verrechnungen und die relative Billigkeit; einer seiner größten Mängel ist das höhere Risiko, das vollständig auf Käufer und Verkäufer lastet.

Der Devisenbörsenmarkt und der Markt außerhalb der Börsen konkurrieren miteinander, wobei dieser Wettbewerb immer schärfer wird. Es ist festzustellen, daß je nach Zustand des Devisenmarktes und Dynamik des Rubelkurses sich der Umfang der Devisengeschäfte auf dem Börsenmarkt und dem Markt außerhalb der Börsen sowie die relative Rolle dieser beiden Hauptsegmente des Devisenmarktes ändert. In Zeiten von Währungs- und finanzieller Instabilität sowie abrupter Kursschwankungen ist eine Zunahme des Geschäftsumfanges auf dem Devisenbörsenmarkt zu beobachten. Bei relativer Kursstabilität geht das Geschäftsvolumen auf den Devisenbörsen zurück: Die stabile und vorhersehbare Situation erlaubt es den bevollmächtigten Geschäftsbanken und ihren Kunden, nach dem geltenden Wechselkurs ohne die Vermittlung von Devisenbörsen unmittelbar miteinander zu operieren.

Das Geschäftsvolumen, die Teilnehmerzahl und die Menge der notierten Währungen werden größer; die Technologie der Auktionen wird auch auf dem Devisenbörsenmarkt vervollkommen. Die Hauptrolle spielen dort Spotgeschäfte. Auf dem Devisenbörsenmarkt werden hauptsächlich Zahlungen für laufende Geschäfte bedient, wozu vor allem der Verkauf eines Teils des Devisenerlöses und der Kauf von Devisen für die Finanzierung von Importen gehört. Dort wird auch der Rubelkurs bestimmt, der auch amtlicher Wechsel- sowie Basiskurs auf dem Devisenmarkt außerhalb der Börsen ist. Über die Devisenbörsen interveniert die Bank von Rußland, um die Rubelkursschwankungen auszugleichen.

Der Umfang von Verkäufen auf den russischen Interbanken-Devisenbörsen ist von 2,9 Mrd. US-\$ 1992 auf 15,1 Mrd. im Jahre 1993 und 31,5 Mrd. 1994 angewachsen. Die Hauptdevisenbörse Rußlands ist die Moskauer Devisenbörse, auf die mehr als 80% des gesamten Devisenumsatzes im Interbanken-Börsengeschäft entfallen. Devisenbörsen arbeiten auch in St. Petersburg, Nižnij Novgorod, Samara, Rostov am Don, Ekaterinburg, Novosibirsk und Vladivostok. Die zunehmende Zahl der Börsen sowie das anwachsende Geschäftsvolumen gehen auf die Entwicklung regionaler

---

<sup>1</sup> Finansovye izvestija, 4, 1995, S. IV.

Geld- und Kredit- sowie Wertpapiermärkte zurück.

Die Devisenbörsen Rußlands arbeiten nach allgemeingültigen Prinzipien, aber unter unterschiedlichen Bedingungen und relativ selbständig. Zusammenwirken und Koordination der Tätigkeit beginnen sich erst jetzt zu entfalten. Zur Festigung der Beziehungen zwischen den Börsen soll die "Assoziation russischer Devisenbörsen" beitragen, die im November 1993 gegründet wurde.

Es zeichnet sich die Tendenz ab, daß der Anteil regionaler Devisenbörsen am gesamten Devisenbörsenumsatz auf Kosten der Moskauer Devisenbörse zunimmt. Einer der Faktoren hierbei ist, daß die Überweisung von Exportdevisenerlösen nach Rußland strenger kontrolliert wird. Im Zusammenhang damit ist die Rolle bevollmächtigter Banken in den Regionen größer geworden, auf deren Konten die lokalen Exporteure den Devisenerlös zu überweisen haben: Das Geschäftsvolumen der Devisenbörsen hat in jenen Regionen zugenommen, wo Exportbetrieben erhebliche Bedeutung zukommt. So hat sich 1994 der Anteil der Uraler Interbanken-Devisenbörse beim Börsenhandel mit amerikanischem Dollar verdoppelt und beim Handel mit der Deutschen Mark verfünffacht.

Für die Devisenumsatzstruktur des russischen Devisenmarktes ist die dominierende Rolle des US-Dollars charakteristisch. 1994 entfielen auf ihn fast 94% der Gesamtverkaufssumme an der Börse (1993: über 97%). Der Anteil der Deutschen Mark stieg von 2,4% 1993 auf 5,8% 1994.<sup>1</sup> Außerdem gab es Auktionen für Finnmark, japanische Yen, französische Francs, englische Pfund, italienische Lira und schwedische Kronen. Das Geschäftsvolumen in diesen Währungen war gering, die Transaktionen wurden unregelmäßig getätigt.

Auf den westlichen Devisenmärkten spielt der US-Dollar nicht diese entscheidende Rolle, und der Anteil anderer Währungen ist bedeutend höher. Auf dem amerikanischen Devisenmarkt macht nach Einschätzung der Federal Reserve Bank of New York der Anteil von Geschäften in Deutscher Mark 33%, in japanischen Yen 25% und in Pfund Sterling 15% aus. Nach Angaben der Bank von England beträgt auf dem britischen Devisenmarkt der Geschäftsanteil in Deutscher Mark 22%, in Yen 15%. Dabei ist zu bedenken, daß auf den internationalen Devisenmärkten praktisch alle Operationen in US-Dollar verrechnet werden.

Seit 1993 führt die Moskauer Devisenbörse Auktionen für Währungen der Länder des nahen Auslands - in der russischen Presse werden sie als "weich" oder "begrenzt konvertierbar" bezeichnet - durch wie z.B. des ukrainischen Karbowanez, des belorussischen Rubel und des kasachische Tenge. Diesem Beispiel sind auch andere Devisenbörsen gefolgt, aber die Moskauer Devisenbörse ist in diesem Bereich nach wie vor am aktivsten. Auf dem Devisenmarkt außerhalb der Börsen werden Auktionen von fast allen Währungen der ehemaligen Sowjetrepubliken durchgeführt. Das Transaktionsvolumen in diesen Währungen ist ungefähr dreimal so hoch wie der Umsatz des Devisenmarktes.

Schnell entwickelt sich der Markt für Devisenbargeld. Von großer Bedeutung für seine weitere Entwicklung ist die Mitte 1994 erfolgte Gründung des "Vereinigten Devisenhauses", das Valutakäufe en Gros tätigt. Dies hat die Ausschaltung einer beträchtlichen Anzahl von Vermittlern auf dem Markt für Devisenbargeld und engere Beziehungen zwischen diesem Markt in Moskau, an dem 70-80% der Geschäfte abgewickelt werden, und den Regionen, wo dieser Markt erst entsteht,

---

<sup>1</sup> Ebenda.

ermöglicht. Es ist eine Vielzahl von Wechselstuben entstanden, der Kundenservice wird immer besser. Die immer noch unzulängliche Kontrolle der Arbeit von Wechselstuben führt zu Verstößen und Komplikationen: Fehlen von Lizenzen, Verweigerung der Annahme abgenutzter Banknoten und Rubelmangel. Ab 1. März 1995 hat die Bank von Rußland, um große Rubeltauschgeschäfte in frei konvertierbare Währungen kontrollieren zu können, ein neues Verfahren eingeführt, nach dem alle Valutatransaktionen in bar unter Vorlage des Personalausweises erfolgen, dessen Angaben in einer besonderen Bescheinigung eingetragen werden. Dabei wurde ausländischen Bürgern die Möglichkeit eingeräumt, bei Banken konvertierbare Valuten für Rubel bis zur Höhe der in der Bescheinigung vermerkten Summe zu kaufen.

Die Entwicklung des jungen russischen Devisenmarktes läßt sich in zwei Etappen einteilen. Die erste Phase setzte mit der Einführung des schwankenden Einheitskurses Mitte 1992 ein und ging Ende 1994/Anfang 1995 zu Ende. Für sie war eine relativ schnelle Zunahme von Devisengeschäften, Vergrößerung der Zahl notierter Währungen, Gründung von regionalen Devisenbörsen sowie die Entstehung des Interbanken-Devisenmarktes kennzeichnend. Der Devisenmarkt stimulierte das Bankwesen und war der Herausbildung des monetären sowie der Entstehung des Wertpapiermarktes förderlich. Er trug zur Festigung der Beziehungen Rußlands mit der Weltwirtschaft und der Heranziehung ausländischen Kapitals nach Rußland bei. Wichtig ist, daß sich der Staat in der ersten Phase zurückhaltend verhielt und nicht zu administrativen Steuerungsmethoden griff.

Da es keine klaren Reformstrategien und -mechanismen sowie keine effiziente Politik zur Rubelstabilisierung gab, kam es zur Flucht vor dem Rubel, zu der bereits erwähnten rasch zunehmenden Dollarisierung der Wirtschaft. Unter diesen Umständen erwies sich der Waren- und Geldumlauf für den Staat als größtenteils unkontrollierbar, die Durchführung einer normalen Geld- und Kredit- sowie Fiskalpolitik wurde unmöglich. Produktionsrückgang, hohe Inflation, beträchtliche Zahlungsrückstände und Haushaltskrise führten zu einer rapiden Steigerung des Dollarkurses an der Devisenbörse, was die russische Regierung und die Bank von Rußland zu einer fieberhaften Suche nach Wegen zwang, über die Wirtschaft und finanzielle Situation hätten kontrolliert werden können. Im Oktober 1994 und Anfang 1995 verabschiedete die Bank von Rußland eine Reihe von Maßnahmen zu restriktiveren Devisen- sowie Geld- und Kreditregulierung: Herabsetzung des Limits der offenen Devisenposition, Vorauszahlung für Valutakäufe auf der Moskauer Devisenbörse, Einführung von obligatorischen Reserven für Valutaeinlagen, die bereits erwähnte Erhöhung der obligatorischen Reserven und Begrenzung der Bandbreite der Wechselkursschwankungen. Mit diesen Maßnahmen hofft die Regierung, über die Bank von Rußland eine bestimmte finanzielle Stabilisierung zu erzielen, obwohl die Ereignisse in Tschetschenien einen neuen, mächtigen Destabilisierungsfaktor darstellen. Sie sind die Ursache für hohe, im Haushalt 1995 nicht vorgesehene Ausgaben (nach einigen Einschätzungen bis zu 15 Bill. Rbl), für größere ungedeckte Geldemission, für Inflationssteigerung, für den Rubelkursverfall sowie schwindendes Vertrauen in Geld und staatliche Wertpapiere.

Die derzeitige Entwicklungsetappe des Devisenmarktes ist durch verstärkte staatliche Regulierung, hauptsächlich administrativer Art, gekennzeichnet. In der Regierung und in der Bank von Rußland wird die Einführung eines festen Rubelkurses erörtert (s. hierzu 2.3). Die Aktivierung administrativer Einmischung in die Funktionen des Devisenmarktes macht die Lösung von

Problemen des Haushaltsdefizits, der Inflation und der Dollarisierung der Wirtschaft schwierig. Es ist zu bezweifeln, daß dies einer wirksamen Geld- und Kreditpolitik förderlich wäre. Einschränkungen auf dem Devisenmarkt können sich auf die Entwicklung des Inlandsfinanzmarktes negativ auswirken. Die Hauptsegmente dieses Marktes sind eng miteinander verflochten; ist diese Beziehung gestört, kann der Kapitaltransfer zwischen ihnen zum Stillstand kommen. Das Problem liegt darin, daß bei Verstärkung staatlicher Regulierung sich jene Tendenzen durchsetzen können, die für die erste Etappe dieses Marktes charakteristisch sind. Eine Alternative für die intensivere administrative Regulierung wäre, ein flexibles Zusammenwirken zwischen der Bank von Rußland und den Geschäftsbanken aufzubauen sowie einen Mechanismus zur Risikoabsicherung bei Devisengeschäften an der Börse auszuarbeiten und zu etablieren.

### *2.3 Probleme des Rubelwechselkurses*

Im heutigen Rußland sind mit dem Rubelwechselkurs die schwierigsten Probleme der Reformen und der Wirtschaftspolitik verbunden. Der Rubelkurs ist ein sehr wichtiger makroökonomischer Kennwert und ein Faktor, da er sich auf Preise, Inflationstempo, Zustand des Haushalts, Produktionsdynamik und -struktur, Binnen- und Außenhandel, finanzielle Situation der Betriebe, Beschäftigung und soziales Klima direkt auswirkt. Der Wechselkurs ist das Bindeglied zwischen den Segmenten des Geld- und des Devisenmarktes und spiegelt das Ansehen sowie das Vertrauen in den Rubel im In- und Ausland wider.

In den führenden westlichen Ländern sind Rolle und Mechanismus des Wechselkurses anders, weil dort die Währungen frei konvertierbar sind, der Devisenmarkt international ist und Beziehungen zwischen Kunden und Geschäftsbanken, Geschäftsbanken untereinander und zu lokalen Brokern, Beziehungen inländischer Banken zu ausländischen Banken und internationalen Brokerunternehmen sowie Beziehungen von Banken zur Zentralbank wie auch der Zentralbanken untereinander einschließt.

Der Wechselkurs entsteht in den westlichen Ländern als Ergebnis von Angebot und Nachfrage nach frei konvertierbaren Währungen, die im internationalen Zahlungsverkehr sowie für laufende und andere Positionen der Zahlungsbilanz verwendet werden. Deswegen geben diese Kurse den relativen Wert der Währungen am besten wider, sind marktwirtschaftlicher und repräsentativer als der Kurs des Rubel und anderer begrenzt konvertierbarer Währungen, der auf den nationalen Devisenbörsen zustande kommt.

Um sich die Spezifik des gegenwärtigen Rubelwechselkurses deutlich vor Augen zu führen, muß unbedingt ein Blick zurück geworfen werden. Am 1. Januar 1992 wurden anstatt des bis dahin geltenden festen amtlichen Wechselkurses, der 1,8 Rbl für einen US-\$ betrug, ein Marktkurs der Bank von Rußland und ein kommerzieller Kurs eingeführt, der beim obligatorischen Verkauf von 40% des Devisenerlöses der Exporteure galt. Der Marktkurs, der auf der Notierung an der Moskauer Devisenbörse beruht, wurde nach den Anfang 1992 eingeführten Regeln zur Devisenregulierung zum Hauptwechselkurs für Zahlungen im Export- (mit Ausnahme der 40% vom Devisenerlös) und Importbereich. Anfang 1992 betrug der Marktkurs 110 Rubel für einen Dollar und veränderte sich dann entsprechend der Notierung an der Devisenbörse. Der kommerzielle Kurs unterlag in der ersten

Jahreshälfte 1992 keiner Veränderung und blieb bei 55 Rbl pro Dollar.

Die Einführung des Marktkurses bedeutete die Devaluierung des Rubel um mehr als das Sechzigfache. Eine derartig gravierende Devaluierung einer Nationalwährung hatte es bis dahin noch nie gegeben. Sie war auf die allgemeine Ideologie der Regierung zurückzuführen, die eine gleichzeitige Liberalisierung der Preise für die meisten Waren und Ressourcen, einschließlich Devisen, für zweckmäßig hielt. Zu jenem Zeitpunkt war die Währungspolitik von abrupten Wechseln von einer Kursregelung zur nächsten gekennzeichnet. Der zu niedrig angesetzte Rubelkurs verhinderte den Import vieler notwendiger Waren. Im Zusammenhang damit wurde im März 1992 ein System differenzierter Umrechnungskoeffizienten für den Importwert in Rubel eingeführt, d.h. ein System multipler Kurse. Mitte 1992 wurde die Wechselkursregelung wieder geändert: In Übereinstimmung mit dem Memorandum über die Wirtschaftspolitik Rußlands, das die russische Regierung für den IMF verfaßte, wurden am 1. Juli 1992 der kommerzielle Kurs des Rubel sowie die differenzierten Kurskoeffizienten abgeschafft und durch den schwankenden Einheitskurs ersetzt, der nach der Notierung an der Moskauer Devisenbörse festgelegt wurde. Der Einheitskurs wurde als unabdingbare Voraussetzung auf dem Wege zur Konvertierbarkeit des Rubel für laufende Geschäfte gesehen. Diese Änderung war allerdings nicht vorbereitet, so daß sie den inflationären Einfluß des Rubelkursverfalls verstärkte und das Problem des Haushaltsdefizits verschärfte.

Die Regierung ging davon aus, daß es nach Einführung des schwankenden Einheitskurses gelingen würde, diesen bei 80 Rubel pro Dollar zu halten. Diese Prognosen trafen jedoch aufgrund von Produktionsrückgang, Preissteigerung und unkontrollierter Kreditemission von Rubel in den GUS-Ländern nicht ein. Außerdem konnte die Bank von Rußland mit ihren kärglich Devisenreserven den Rubelsturz nur etwas aufhalten, war der vom IMF zugesagte Rubelstabilisierungsfonds in Höhe von 6 Mrd. US-\$ doch nicht zur Verfügung gestellt worden. Infolgedessen fiel der Rubelkurs Anfang Januar 1993 auf 420 Rbl, Ende Januar auf 568 Rbl pro Dollar. Durch den Kursverfall wurde das Problem der Importe wieder akut, so daß die Regierung im Herbst 1992 spezielle Subventionskoeffizienten für verschiedene Konsumgüter, technische Waren sowie Artikel für Produktionszwecke, die zentralisiert eingekauft wurden, einführte, d.h., eine Rückkehr zum multiplen Rubelkurs fand statt (diese Koeffizienten wurden Ende 1993 abgeschafft). Die Subventionierung der Importe über diese Koeffizienten verschärfte die Haushaltskrise und das Problem der Mobilisierung von Rubel, die - nach Umtausch in Devisen - für die Tilgung der Auslandsschulden notwendig waren, noch mehr. Dessenungeachtet, daß der Einsatz der Koeffizienten die Preissteigerung etwas eindämmte, förderten der schnelle Kursverfall des Rubel in der zweiten Jahreshälfte 1992 bzw. in der ersten Hälfte von 1993 sowie das zunehmende Haushaltsdefizit die Entstehung eines Teufelskreises: Die Preissteigerung verursachte den Kursverfall, was wiederum die Preise nach oben trieb.

In der zweiten Jahreshälfte 1993 und in der ersten Hälfte 1994 bemühte sich die Bank von Rußland durch Interventionen die Kursschwankungen aufzufangen, was zu einem bestimmten Grade auch gelang. Dabei nahm sie Einfluß auf die Kursdynamik an den regionalen Devisenbörsen und auf dem Interbankenmarkt außerhalb der Börsen, um beträchtliche Kursabweichungen gegenüber dem amtlichen Kurs, d.h. dem Kurs an der Moskauer Devisenbörse, nicht zuzulassen. In der zweiten Hälfte 1993, aber auch im Jahre 1994 (mit Ausnahme der Monate Januar, August, September und

Oktober) sowie in den ersten Monaten des Jahres 1995 war die Inlandspreissteigerung höher als das Tempo des Rubelsturzes. Als Folge davon kam es zur Erhöhung des Realkurses (nomineller Kurs unter Berücksichtigung des Inflationstempos), was den Exporten abträglich, den Importen aber förderlich war.

Im Gegensatz zu 1993, als das Angebot von Devisen auf der Moskauer Devisenbörse die Nachfrage um 244 Mio. US-\$ überstieg, bot sich 1994 das gegenteilige Bild: Die Nachfrage lag um 3,1 Mrd. US-\$ über dem Angebot.

Zum Markstein in der Devisenkursentwicklung wurde der Kurssturz am 11. Oktober 1994. Dieses Ereignis zwang die Regierung und die Bank von Rußland, die Rolle des Devisenkurses für Wirtschaft und Wirtschaftspolitik sowie die Gefahr, die von einer ungeschickten Regulierung ausgeht, etwas sorgfältiger und realitätsbezogener zu überdenken. Zu Beginn des Jahres 1995 setzte in Regierungs- und Wissenschaftlerkreisen eine aktive Diskussion der Frage ein, wie bei fortgesetztem Produktionsrückgang und hohem Inflationstempo der Rubelkurs sein sollte.

Der abrupte Kursverfall (in der ersten Oktoberdekade verlor der Rubel 50% an Wert) ist die Folge einer gleichzeitigen Einwirkung von mindestens vier Faktoren: die Veränderung der Situation auf dem Finanzmarkt, dessen Akteure verstärkt Rubel in Dollar zu konvertieren begannen, weil Depositen in ausländischen Devisen im Vergleich zu Interbankenkrediten und Operationen mit kurzfristigen staatlichen Schuldverschreibungen rentabler waren; das Bestreben der Regierung, den Rubelkurs deutlich zu senken, um dann die Devisenreserven teilweise zu verkaufen und so Rubel zur Deckung dringender Haushaltsausgaben zu erhalten; die Absicht der Regierung, den Export durch Devaluierung des Rubel zu stimulieren; das massenhafte Abstoßen des Rubel in den Wechselstuben, das durch Zinsminderung auf Einlagen bei der Sparkasse sowie Gerüchte über eine geplante Zinseinkommenssteuer bewirkt wurde.

Die Reaktion der Exekutive auf den rapiden Kursverfall war präzedenzlos. Dieses Ereignis wurde zum Untersuchungsgegenstand einer Spezialkommission mit O. Lobov, Sekretär des Sicherheitsrates, an der Spitze. Mitglied der Kommission war auch der Leiter des Föderalen Spionageabwehrdienstes, S. Stepašin. Das wichtigste Ergebnis der Tätigkeit der Kommission war eine Verschärfung der Bankkontrolle und -aufsicht.

Gegenstand der Diskussionen um den Rubelwechsellkurs sind vor allem zwei Fragen: Repräsentativität und Kursregime. Nach dem Präsidentenerlaß vom 14. Juni 1992 ist der amtliche Rubelkurs derjenige, der von der Bank von Rußland aufgrund von Angebot und Nachfrage auf dem Devisenmarkt notiert wird. Bislang wird dieser Kurs an der Moskauer Devisenbörse festgelegt. Zunächst war dies auch gerechtfertigt, da die Transaktionen auf der Moskauer Devisenbörse den Großteil der Operationen auf dem russischen Devisenmarkt ausmachten. Der Rubelkurs auf der Moskauer Devisenbörse setzt sich allerdings aus einer kleinen Gruppe von Importwaren zusammen, was seine Repräsentativität vermindert. Mit der Zeit spielte die Moskauer Devisenbörse aufgrund zunehmender Transaktionen auf anderen regionalen Devisenbörsen und insbesondere auf dem Interbanken-Devisenmarkt außerhalb der Börsen eine kleinere Rolle. Anfang 1995 entfielen auf die Moskauer Devisenbörse nur noch 30% des gesamten Interbanken-Devisenumsatzes. Im Zusammenhang damit schlägt die Bank von Rußland vor, den amtlichen Rubelkurs von der

Fixierung auf der Moskauer Devisenbörse abzukoppeln und dazu überzugehen, ihn unter Berücksichtigung der Auktionen in allen Segmenten des Devisenmarktes, einschließlich des Marktes für Devisenbargeld, zu ermitteln.

Die andere Frage besteht darin, ob es unter den gegenwärtigen Bedingungen zweckmäßig und möglich wäre, einen festen Rubelkurs einzuführen. Dies ist ein kompliziertes und vielschichtiges Problem, das hier nur in einigen Aspekten beleuchtet werden kann. Die Anhänger einer veränderten Devisenkursregelung machen darauf aufmerksam, daß es sich nicht um einen starr festgelegten, sondern flexibel fixierten Rubelkurs handele. Präziser wäre es, von einem periodisch revidierten Wechselkurs zu sprechen. Es muß festgestellt werden, daß eine Reihe von Ökonomen den festen Kurs irrtümlicherweise als das Ziel betrachten, das infolge finanzieller Stabilisierung erreicht werden soll. In Wirklichkeit ist ein fester Devisenkurs eines der Mittel, Stabilisierung zu erzielen, denn er kann als erheblicher antiinflationärer Faktor wirken.

Unklar ist die Frage, wie er unter den russischen Bedingungen mit dem Devisenmarkt korrelieren und wie im Kurs das Verhältnis von Devisenangebot und -nachfrage berücksichtigt werden soll. Einige Spezialisten schlagen folgende Konstruktion eines flexibel fixierten Rubelkurses vor: Der amtliche Devisenkauf- und -verkaufspreis wird von der Bank von Rußland je nach Lage auf dem Interbanken- und dem Börsensegment des Devisenmarktes mit einer Marge von 3-5% festgelegt; wenn sich die Kurse faktischer Devisengeschäfte auf dem Devisenmarkt dem amtlichen Verkaufs- bzw. Kaufpreis annähern, unternimmt die Bank von Rußland über Geschäftsbanken Devisen- bzw. Rubelinterventionen, oder sie devalviert bzw. revalviert den Rubel. Aus diesem Schema wird nicht ganz ersichtlich, worin denn die Festlegung des Rubelkurses besteht, denn im Prinzip unterscheidet sich dieses System wenig von dem derzeit angewendeten. Die andere Variante besteht darin, die Devisenbörsen zu schließen und den Rubelkurs je nach Inflationstempo, Zustand der Zahlungsbilanz und anderen Faktoren von der Zentralbank festlegen zu lassen, woraus sich das schwierige Problem ergibt, die Umstände richtig einzuschätzen, die eine Änderung des Wechselkurses erfordern.

Es ist zu bedenken, daß bei einem festen Wechselkurs die Gefahr eines Devisenschwarzmarktes und einer Kursvielfalt droht. Sollte das hohe Inflationstempo unverändert bleiben, so ist eine ständige Korrektur des festen Wechselkurses notwendig.

Den Übergang von frei schwankendem zu einem festen Kurs betrachtet die Regierung offensichtlich als Mittel, die Wirtschafts- und Finanzpolitik restriktiver handzuhaben, die Wirtschaft besser lenken, die Inflation verringern sowie den Produktionsrückgang und den Dollar bekämpfen zu können. Diese Maßnahme würde - zusammen mit der Erhöhung von Importzöllen (1994 wurde eine interministerielle Regierungskommission zum Schutz des Binnenmarktes gebildet) und Verschärfung der Devisenkontrolle (bei einer Schrumpfung der Devisenreserven von 8 Mrd. US-\$ Anfang 1994 auf 2,5 Mrd. Anfang 1995) - eine bestimmte Deliberalisierung des Außenhandels bedeuten, eine unmittelbare Einwirkung externer Faktoren auf die Wirtschaft verhindern sowie überholte Strukturen und Proportionen konservieren.

Internationale Erfahrungen zeigen, daß ein fester Wechselkurs an sich nicht zum nominellen Anker eines Rubelkurses, der die Inflation eindämmt, werden kann. Er kann nur als eine zeitlich begrenzte Notmaßnahme, allerdings im Paket mit dem Instrumentarium der Geld- und Kredit- sowie

Finanzpolitik, angewendet werden, die vor allem auf die Nutzung nichtinflationärer Methoden zur Finanzierung des Haushaltsdefizits, auf die stimulierende Rolle von Steuern und die Durchführung struktureller Umgestaltungen setzt.

**Michail Ljubskij**

**Russia's Money and Foreign Exchange Markets**

Bericht des BIOst Nr. 46/1995

## Summary

### Introductory Remarks

*The development of the money and foreign exchange markets offers a mirror image of the process in which a social market economy has been emerging in Russia. The absence of a clear reform strategy and the lack of any consistency in implementing an effective exchange rate stabilization policy for the rouble or in regulating the activity of commercial banks and the foreign exchange market have led to serious functional problems on the money and foreign exchange markets. The first part of this report looks at the specific make-up of the banking system and the money market. Special attention is given to the status of the central bank and to the ways in which money and loans are regulated, which differ fundamentally from the intervention opportunities available to money markets in Western countries. The report examines the structure and transactions of commercial banks together with the special characteristics of relations between them and the Bank of Russia. The problem of the "dollarization" of the Russian economy is also addressed. The second part of the report is devoted to an analysis of the legal and institutional conditions that enable the foreign exchange market to function, the way it is structured, its development stages, and problems related to the rouble exchange rate. A closer look is taken at the trend toward the creation of a single foreign exchange market in Russia.*

*The report draws on legislative acts, government decrees, directives of the Bank of Russia, materials from the Moscow interbank foreign exchange market, periodicals, and previous studies prepared by the author.*

### Findings

- 1. The money and foreign exchange markets are dynamic sectors in the Russian economy which are in the midst of a rough and erratic phase of transition on their way to a market economy. One of the fundamental peculiarities of the current Russian economy is that both these markets are taking shape at a time when the goods, capital and labour markets are just emerging. This situation is the result of a poorly crafted reform strategy, inadequate reform mechanisms and ignorance regarding the specific demands of a Russian economy which is distinguished by a producers' monopoly and by an underdeveloped sense of competition and private enterprise in the production sector.*
- 2. The situation is paradoxical in that the chronic decline in production, which is being*

*accompanied by a deterioration of the economy's technical and technological potential, and the crisis in state finances are both taking place at a time when the trade volume of the money and foreign exchange markets is rising. It is indicative that the foreign exchange market is playing a dominant role, and the situation on the money market hinges to a significant degree on the level of activity on the foreign exchange market.*

- 3. In Russia, money is not yet able to service the needs of the entire economy. It has acquired an active function in a relatively confined area. Nearly all of the funds available on the money and foreign exchange markets are used for foreign exchange and financial transactions (60%) as well as for providing commercial loans (30%). Russia still lacks the necessary organizational, legal and financial conditions that would allow banks to take a comprehensive part in long-term industrial investments.*
- 4. The specific conditions of the money and foreign exchange markets and their regulation are, to a large extent, determined by the status of the Bank of Russia which is almost totally dependent on the government in the implementation of monetary, credit and foreign exchange policy. The Bank of Russia is in conflict with itself: it is the bank of banks, but by issuing money it is also the body that finances the budget deficit. In contrast to Western countries, the most important means of taking influence is not through operations on the open market but through loans granted by the Bank of Russia to commercial banks, representing nearly half of their credit source. Commercial banks act also as conveyor belts for centralized loans to business. A large part of these loans reemerge on the money and foreign exchange markets and are used in financial transactions.*
- 5. In high-risk cases, the banks naturally tend to keep substantial investments in reserve and are more reluctant to grant loans. This reduces the multiplier effect and restricts the money supply. At the same time, firms and people in general are resorting increasingly to the use of cash.*
- 6. The great majority of Russia's commercial banks are small or medium-sized. Most of them are unable to perform efficiently the functions normally expected of a bank in the West. Many banks were founded with funds from state enterprises, which explains why they are less interested in working with independent clients. This, in turn, impedes their development into real commercial banks.*
- 7. The money and foreign exchange markets are developing in a situation where money is constantly flowing between the market for interbank lendings, the market for short-term state bonds and the foreign exchange market, depending on how the profitability of operations changes. The inflation rate and the dynamic of the rouble exchange rate are the major factors and key regulatory influences in the money flow between market segments.*
- 8. The "dollarization" of the Russian economy, which has been spreading rapidly since 1994, is exerting an increasingly strong influence over activities on the money and foreign exchange markets. The advance of the dollar and other freely convertible currencies has led to a situation in which the cash volume of foreign currency in circulation at the beginning of 1995 is about double that of the rouble. The market for foreign currency*

*notes and coins has also become an important component of the Russian foreign exchange market. The predominance of foreign currencies in the Russian economy is one of the major headaches of the Bank of Russia, which has been searching unsuccessfully for ways of controlling the growing impact of foreign currencies on domestic payments. Clearly, this trend is undermining faith in the rouble.*

- 9. In contrast to countries in the West where foreign exchange markets have an international dimension, the Russian foreign exchange market is an internal market. This situation reflects the limited convertibility of the rouble. The Russian foreign exchange market is determined by an increasing number of transactions, a greater role for the market beyond the stock exchanges and regional foreign exchanges, and an increasing number of listed currencies and participants. It is promoting the development of the money and securities market and is drawing in foreign capital. The current development stage of the foreign exchange market is characterized by stepped up government regulation, particularly as regards administrative matters. The Russian government and the Bank of Russia have so far been unable to hit the right balance of state intervention in the mechanisms of this market, vacillating from an almost total lack of control to the opposite extreme of bureaucratic repression.*
- 10. Any effort to control the rouble exchange rate will depend on its representativeness and on the conversion regime applied. In order to render the rouble exchange rate more representative, the Bank of Russia wants to determine its value by taking into consideration the results of auctions in all segments of the foreign exchange market, i.e. on the foreign currency exchange market, the foreign exchange market outside the stock markets, and the market for foreign currency notes and coins. The practicality of using a fixed rouble exchange rate to achieve financial stability would appear highly questionable. The government and the Bank of Russia are currently discussing the issue. The effectiveness of such an interim measure would likely depend on whether a fixed exchange rate could be coordinated in a sensible way with the various steps which need to be taken in monetary, lending and financial policy.*