

Inflation, Wechselkurs und Zins in Rußland: theoretische Überlegungen und empirische Befunde

Hishow, Ognian N.

Veröffentlichungsversion / Published Version

Forschungsbericht / research report

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Hishow, O. N. (1996). *Inflation, Wechselkurs und Zins in Rußland: theoretische Überlegungen und empirische Befunde*. (Berichte / BIOst, 17-1996). Köln: Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-42393>

Nutzungsbedingungen:

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

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

Terms of use:

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

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

Die Meinungen, die in den vom Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien herausgegebenen Veröffentlichungen geäußert werden, geben ausschließlich die Auffassung der Autoren wieder.

© 1996 by Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Köln

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

Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Lindenbornstr. 22, D-50823 Köln,
Telefon 0221/5747-0, Telefax 0221/5747-110

ISSN 0435-7183

Inhalt

Seite

Kurzfassung

.....
3

1. Genesis der Inflation in der postkommunistischen Phase Rußlands
und Erklärungsansatz ihrer Ursachen

.....
6

2. Wechselkursentwicklung und Zinsniveau

.....
16

2.1. Nominaler sowie realer Rubelkurs und Wechselkurspolitik..... 16

2.2. Nominale und reale Zinsen..... 20

2.3. Perspektiven der Kursentwicklung..... 24

Summary

.....
27

15. März 1996

Ognian Hishow

Inflation, Wechselkurs und Zins in Rußland

Theoretische Überlegungen und empirische Befunde

Bericht des BIOst Nr. 17/1996

Kurzfassung

Vorbemerkung

Nach der politischen Wende brach in Rußland trotz eines vergleichbaren Technologiestandes, des Vorhandenseins reicher Naturressourcen und größerer außenwirtschaftlicher Unabhängigkeit bis hin zur Autarkie der Energieversorgung eine tiefere ökonomische Krise aus als in anderen postkommunistischen osteuropäischen Volkswirtschaften. Insbesondere der Umfang und die Dauer der hohen Inflation sind ein Zeichen für die größeren Schwierigkeiten Rußlands, geeignete Anpassungsschritte in Richtung Marktwirtschaft zu tun. Die Stabilisierungsanstrengungen der letzten beiden Jahre konzentrierten sich geldpolitisch auf die Kontrolle des Geldmengenwachstums und währungspolitisch auf eine weitgehende Fixierung des Rubelwechsellkurses. Diese beiden Stabilisierungspolitiken werden in der Ausarbeitung auf ihre Voraussetzungen und Wirkungen hin näher untersucht, wobei eine Verbindung zur Zinspolitik und zu den Effekten der aktuellen Zinssätze hergestellt wird. Methodisch wird die empirische Analyse, deren Ergebnisse in der Regel in Form von Tabellen und Graphiken präsentiert werden, von theoretischen Überlegungen flankiert. Das ist erforderlich, um die nicht immer unmittelbaren Wechselverhältnisse bzw. feedbacks zwischen den einzelnen volkswirtschaftlichen Größen und Indikatoren - Bruttoinlandsprodukt, Geldmengenwachstum, Inflationsrate, Wechselkursentwicklung, Zinssatz etc. - transparenter darstellen zu können. Zugleich ist es nicht die Absicht des Berichts, zur Bereicherung der diesbezüglichen theoretischen Diskussion beizutragen. Vielmehr dienen anerkannte theoretische Instrumente, die einschlägigen Literaturquellen entnommen sind, dem Ziel, die empirische Analyse plastisch zu gestalten und einem möglichst breiten Leserkreis zugänglich zu machen.

Ergebnisse

1. In russischen Fachkreisen sowie innerhalb des Parlaments und im Beraterumfeld des Präsidenten intensiviert sich die Diskussion über die Effizienz der bisherigen Stabilisierungsstrategie. Dabei weichen güterwirtschaftliche und monetäre Entwicklung stark voneinander ab. Während sich das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) seit 1990 in etwa halbiert hat, vervielfachte sich die Geldmenge (M2 nahm 1991-1995 um das 450fache oder um 45.000% zu). Daran gemessen war der Preisschub 11mal größer: Die Zunahme der Verbraucherpreise erreichte im selben Zeitraum 500.000%. Von einem ähnlichen Ausmaß war der Verfall des Rubelwechsellkurses gegenüber dem US-Dollar und den anderen harten Währungen. Mit Heranrücken der Präsidentschaftswahlen im Juni 1996 wächst der Druck auf die Regierung, ihre Austeritätspolitik

zu verlassen. Die meisten Opponenten dieser Politik kritisieren, daß eine konsequente Inflationsbekämpfung unter den Bedingungen nichtausgelasteter Kapazitäten, wie gegenwärtig in Rußland, kontraproduktiv sei. Es wird dagegen eine *aktive, kreditfinanzierte Wachstums- und Einkommenspolitik* - etwa als russische Neuauflage des "New Deal"-Kurses des US-Präsidenten Roosevelt aus den 30er Jahren - favorisiert. Zugleich verkennen die Kritiker jedoch, daß wegen struktureller und technologischer Defizite der Volkswirtschaft kreditfinanzierte Konjunkturprogramme ohne flankierende protektionistische Maßnahmen wenig erfolgreich sein dürften. Andererseits ist eine entsprechend erforderliche massive Abschottung der Volkswirtschaft nach früherem Muster wegen des neuen Interessengeflechts innerhalb der russischen Gesellschaft mittelfristig nicht durchsetzbar. Das Ergebnis wäre daher eine hartnäckige Stagflation und ein - wegen der aufgestockten Neuverschuldung - erschwerter Schuldendienst. Realistischer ist dagegen in Rußland das Szenario eines *länger andauernden Strukturwandels* unter Ausschöpfung der komparativen Vorteile des Landes und mit neuen Schwerpunkten im Rahmen der internationalen Arbeitsteilung. Der gegenwärtige Stabilisierungspfad darf jedoch nicht verlassen werden.

2. Die russische Volkswirtschaft hatte 1992 aus der Sowjetzeit einen deutlichen *Geldüberhang* bzw. eine zurückgestaute Inflation geerbt. Die Höhe der inflationsauslösenden Geldmenge betrug das 2,11fache des Bruttoinlandsprodukts im Jahre 1991. Nach der Freigabe der Preise 1992 wurden die Preissteigerungen durch eine laxe Geldpolitik monetarisiert. Die Raten des Geldmengenwachstums und der Inflation weisen mittelfristig eine enge Beziehung auf. Die hohen Preissteigerungsraten zwangen die Volkswirtschaft und die Sparer dazu, eine beträchtliche *Inflationssteuer* an den Staat abzuführen. Als Entgelt für die Erschließung dieser Steuerquelle bekamen die besteuerten Wirtschaftssubjekte (Haushalte) mehr nominale Aktiva (Geld), deren Realwert proportional zum Inflationssteuersatz abnahm. Das Inflationssteuervolumen erreichte 1993 64%, 1994 12% und 1995 7% des Bruttoinlandsprodukts im jeweiligen Jahr.
3. Im Jahre 1995 befand sich die russische Volkswirtschaft in einem Zustand akuter *Stagflation*: der beträchtliche Produktionsrückgang war zum ersten Mal seit 1991 zum Stillstand gekommen und das BIP stagnierte, während die Preise massiv weiterstiegen. Wirtschaftstheoretisch wird die Stagflation mit den rationalen Erwartungen der Wirtschaftsakteure begründet, wobei die antizipierten nominalen Preissteigerungsraten so ausfallen, daß ein realer Rückgang der Faktorkosten ausgeschlossen wird. Daraufhin ruht die Investitionstätigkeit bei gleichzeitig fortgesetzter Inflation. Allerdings setzt die Theorie völlig flexible Märkte, unendlich hohe Reaktionsgeschwindigkeiten und Anpassungsfreiheit voraus. Das ist in Rußland jedoch nicht der Fall - weder gibt es umfassende Konkursmöglichkeiten für die (staatlichen) Unternehmen noch werden die Arbeitskosten über Freisetzungen zum Gleichgewicht gebracht. Die hohen Kreditzinsen werden umgangen und die Lohnstückkosten werden reduziert, indem man Verbindlichkeiten willkürlich verlängert und Lohnzahlungen aussetzt. Gegenwärtig scheint die russische Wirtschaftspolitik allmählich aus der Stagflation herauszufinden: Die jährliche Inflationsrate ist deutlich rückläufig, während das Bruttoinlandsprodukt im Wachstum begriffen ist.
4. Die Inflationsbekämpfung via Austeritätskurs weist als wichtigen Folgeeffekt *hohe Realzinssätze*

(Refinanzierungssätze der Zentralbank von Rußland, Kreditzinssätze der Geschäftsbanken) auf - bis zu 200% im Jahr. Gesamtwirtschaftlich erfolgt die Stabilisierung daher erst einmal auf Kosten der Investitionen mit Ausnahme exportorientierter extraktiver Zweige, die über ihr Auslandsgeschäft liquide bleiben. Auf sie geht auch das für 1996 prognostizierte BIP-Wachstum primär zurück, während andere Branchen - vor allem im verarbeitenden und Rüstungsbereich - weiterhin schrumpfen werden.

5. Als wirtschaftspolitischer Stabilitätsanker entschied sich die russische Regierung im Frühjahr 1995 für einen *Rubelkurskorridor* mit einer Bandbreite von 4300 - 4900 Rubel je US-Dollar (er wurde bis 1. Juli 1996 mit einer neuen Breite von 4550 bis 5150 Rubel/Dollar verlängert). Mit Hilfe dieses Korridors sollte der bisherige Inflationsimport über die wechselkursbedingte Steigerung der Einfuhrpreise verhindert werden. Ferner sollten primär spekulative Devisengeschäfte unterbunden und die Risiken im Außenhandelsgeschäft - die Kosten für die Wechselkurssicherung u.a.m. - kalkulierbar werden. Wegen des eingangs nominal stark unterbewerteten Rubels (gemessen am Wechselkurs zu Kaufkraftparitäten) wurden die in den Korridor gesetzten Erwartungen weitgehend erfüllt. Mit zunehmender realer Rubelaufwertung wird der Korridor jedoch mittelfristig zur Bremse des Exportgeschäfts bei gleichzeitig stetiger Importverbilligung und somit zum Konjunkturdämpfer. Daher sollte unter Umständen ein *crawling peg* mit frühzeitig ankündbaren Abwertungsraten in Erwägung gezogen werden, es sei denn, es gelingt, die Inflation weiter zu drücken. Dann dürfte es möglich sein, zum freien, ggf. "managed floating" überzugehen und nominale Kursanpassungen "automatisch" vorzunehmen (die Devisenreserven sind ausreichend).
6. Insgesamt waren die stabilitätspolitischen Anstrengungen seit der Rubelkrise im Herbst 1994 und insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 1995 insofern erfolgreich, als die wichtigsten makroökonomischen Daten eine Wende zum Besseren vollzogen haben. Wichtig dafür war, daß die Geld- und Finanzbehörden koordiniert agierten und die lohnpolitischen Entscheidungen insbesondere im Bereich der budgetär finanzierten Lohnzahlungen einen sehr restriktiven Charakter trugen. Der vorliegende Bericht geht von der Annahme aus, daß diese wirtschaftspolitische Haltung trotz temporärer Abstriche und einiger Korrekturen in ihrem Kern fortbestehen bleibt. Eine vertretbare Alternative dazu gibt es nicht, wenn das bisher Erreichte nicht aufs Spiel gesetzt werden soll. Ein endgültiges Verlassen der Austeritätlinie würde den zu zahlenden Preis im Vergleich zu jetzt immens erhöhen. Eine neue Inflationsrunde birgt in erster Linie die Gefahr eines Kollapses des Bankensystems in sich, da die Inflation Schuldner entlastet und Gläubiger belastet. Die meisten kommerziellen Banken weisen in ihren Bilanzen jedoch notleidende Kredite in einem erheblichen Umfang auf, so daß jede weitere Belastung zum Zusammenbruch selbst großer Geldinstitute führen würde. Ferner würde ein rascher Anstieg der Inflationsrate der Dollarisierung der Wirtschaft Auftrieb verleihen und Hoffnungen auf eine dringend benötigte Belebung der Investitionstätigkeit zunichte machen. Eine Zementierung der Wirtschaftskrise mit allen negativen innen- und außenpolitischen Begleiterscheinungen würde die Folge sein.

1. Genesis der Inflation in der postkommunistischen Phase Rußlands und Erklärungsansatz ihrer Ursachen

Auffallend für die bisherige Transformationsphase in Rußland sind die außergewöhnlich hohen Preisindizes seit 1990, die im Vergleich zu anderen Zentralverwaltungswirtschaften nur mühsam zurückgeführt werden. Auffallend war der Preissprung 1992, als die Inflationsrate auf Basis Verbraucherpreise 2500% erreichte. Auch im darauffolgenden Jahr war der Preisschub mit 840% beträchtlich. Bedenkt man, daß bis 1994 die Verkaufspreise der Industrie - in etwa die Erzeugerpreise - eine noch höhere Dynamik aufwiesen, kann zumindest vorübergehend von einer Hyperinflation in der russischen Volkswirtschaft gesprochen werden.

Tabelle 1: Indizes der Verbraucherpreise in Rußland (1990 = 1,0)

Jahr	Index
1991	2,61
1992	68,12
1993	642,38
1994	2.029,92
1995	4.973,31

Quelle: Russian Economic Trends 1995, Vol. 4, Nr. 3, Southampton 1995, S. 122ff.

Ausgangssituation für die Ursachenanalyse der inflatioinären Prozesse in der Russischen Föderation seit 1990 ist der Tatbestand einer zurückgestauten Inflation in der ehemaligen UdSSR. Sie kann dem Typ der *Kassenhaltungsinflation* zugeordnet werden.¹ Die UdSSR-Volkswirtschaft zeichnete sich bekannterweise durch eine generell mangelhafte Bedarfsdeckung aus: Aufgrund zentral durchgeführter Preisbildung konnte das Ungleichgewicht auf den Märkten (im weitesten Sinne) nicht über den Preis-Mengen-Anpassungsmechanismus sanft, d.h. stetig und ohne Schocks, eliminiert werden. Die Verbraucher waren einerseits mit einem Geldüberhang konfrontiert, andererseits war für

1 Vgl. W. Klein, Aspekte monetärer Instabilitäten in der VR China, in: H.-J. Wagener (Hrsg.), Monetäre Steuerung und ihre Probleme in unterschiedlichen Wirtschaftssystemen, Berlin 1990, S. 131.

sie die Möglichkeit, diesen abzubauen bzw. eine Markträumung zu Gleichgewichtspreisen zu erzielen, nicht gegeben. Die Unternehmen - unabhängig von der Eigentumsform¹ - waren in der Regel ohne Schwierigkeiten in der Lage, an Liquidität heranzukommen. Ihr Verschuldungsmaß war systembedingt sehr groß: Der Anteil der Eigenfinanzierung ihrer Sach- und Umlaufmittel war infolge der fast vollständigen Gewinnabführung unbedeutend. Hinzu kam eine großzügige Kreditbereitstellung durch die Staatsbank und ihre Filialen in einer Volkswirtschaft ohne grenzüberschreitende Kapitalbewegung. Insofern unterliegt die Situation unter den Bedingungen der sowjetischen Kommandowirtschaft einem monetären Erklärungsansatz: Zunächst war eine größere, d.h. ungleichgewichtige, Geldmenge - der Geldüberhang - feststellbar. Dagegen war die produzierte Gütermenge unzureichend, was sich in einem System fester Preise in Versorgungsengpässen artikuliert. Via Preissteigerung wurde nach der Wende der Gleichgewichtszustand hergestellt.

In Rußland, wo die Hälfte der UdSSR-Bevölkerung lebte und rund 60% des sowjetischen BIP erbracht wurden, war die Ausgangssituation zu Beginn des Jahres 1992 ähnlich. Nach der Freigabe der Preise schnellten diese (eine Unterscheidung zwischen Erzeuger- und Verbraucherpreisen ändert nicht das Erscheinungsbild) in die Höhe und schöpften den vorhandenen Geldüberhang ab. Diese sehr kurze Phase kann als Einkommensverbesserung für die Haushalte bezeichnet werden, da sie in die Lage versetzt wurden, Kasse gegen Sachwerte zu tauschen und ein höheres Konsumniveau zu erzielen. Zugleich gab die Wirtschaftspolitik relativ schnell fast alle Preissegmente frei, so daß der Preisschub ein Preisniveau bewirkt hat, das über das Gleichgewichtspreisniveau hinausgeschossen ist.

Bei der Analyse der Inflationsentwicklung in Rußland sind monetäre und nichtmonetäre Ursachen feststellbar. Während die monetären Ursachen mit den Größen Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit des Geldes korrespondieren, stehen die nichtmonetären Ursachen im Zusammenhang mit der güterwirtschaftlichen Produktion. Eine solche Unterscheidung hat jedoch vorwiegend methodologischen Charakter und zielt auf eine bessere Abgrenzung beider Ursachenmuster ab. Sie soll nicht in Abrede stellen, daß in der Wirkung jede Preisniveauerhöhung einen Geldmengeneffekt hat, da sie - zumindest mittel- und langfristig - eine Ausweitung der Geldmenge nach sich zieht. Die Erklärungsmuster für die Preisniveaumentwicklung tragen deshalb dem monetären Ansatz generell Rechnung, weil die moderne Volkswirtschaft eine Geldwirtschaft ist, in welcher Preiseffekte an die Existenz des Geldes "gebunden" sind. Dagegen wäre Inflation in einer Naturalwirtschaft - also ohne das Vorhandensein eines allgemeinen Tauschmediums - kaum denkbar.

Dem monetären Ansatz soll die Friedmansche Definition der Inflation als ein Geldphänomen zugrunde liegen. Danach kann sie nur durch eine schnellere Zunahme der nominalen Geldmenge als der volkswirtschaftliche reale Output hervorgerufen werden. Dagegen ist innerhalb der gegenwärtigen Stabilisierungsdiskussion in Rußland eine starke Tendenz zu beobachten, nicht geldbedingte Inflationsursachen in den Vordergrund zu rücken. Solche Stellungnahmen kommen z.T. selbst aus der Zentralbank³, aber auch aus dem Parlament (der Staatsduma) sowie aus Kreisen der akademischen Wirtschaftswissenschaft und von Statistikern.⁴ Zu erklären sind solche Standpunkte

1 Neben dem staatlichen existierte auch das genossenschaftliche Eigentum. Sowohl die Produktionsgenossenschaften des Handwerks (kooperacija) als auch die landwirtschaftlichen Genossenschaften (Kolchose) waren bezüglich ihres Zugangs zu Krediten der Staatsbank den Staatsbetrieben gleichgestellt.

2 M. Friedman, Die optimale Geldmenge, Frankfurt am Main 1976, Abschnitt III.

3 Rossijskaja gazeta, 27.9.1995, S. 2.

4 Nezavisimaja gazeta, 19.10.1995, S. 2.

hauptsächlich mit der nach wie vor starken Präsenz marxistischer wirtschaftstheoretischer Vorstellungen, vor allem hinsichtlich der Priorität güterwirtschaftlicher Stabilisierungsmaßnahmen und der Gültigkeit des Wertgesetzes, wonach die Preise an die Produktionskosten zu koppeln sind.¹ Sie münden in der Regel in der Forderung nach zentralistischer Preisbildung, prioritärer staatlicher Investitionstätigkeit sowie Regulierung der Produktion und des Einkommens. Während letztere Vorstellungsrichtung eher aus dem Umfeld der mehr und mehr der Vergangenheit angehörenden Konservativen kommt, sind die Äußerungen von Bankmitarbeitern und Politikern mit modernen wirtschaftswissenschaftlichen Kenntnissen ernst zu nehmen. Solche Äußerungen stiften nämlich Verwirrung in der Öffentlichkeit und sind ein Stolperstein auf dem Weg zur notwendigen Konsensfindung in Sachen Stabilisierung.

Die Kritiker begründen ihren Standpunkt mit einigen gegenwärtigen monetären Fakten in der russischen Wirtschaft: Im internationalen Maßstab sei die Geldmenge (meist in der Abgrenzung "Geldbasis": Banknoten und Münzen beim Publikum zuzüglich der Pflichtreserve des Geschäftsbankensektors) gering. Ferner sei die Tatsache, daß "das Geld" in Rußland "nicht reicht", ein Indiz für die Härte der Austeritätspolitik, während in den westlichen Ländern "Geld" leicht verfügbar sei. Ergo, nicht die Erweiterung der Geldmenge (auf dem Weg einer angestrebten freigiebigen Liquiditätsbereitstellung für die Großunternehmen) sei an der ausufernden Inflation schuld. Diese Liquiditätszufuhr sei notwendig gewesen, um angesichts der massiven Preissteigerungen den Zahlungsverkehr in der Wirtschaft und die Geldeinkommen der Bevölkerung wenigstens teilweise abzusichern. Die eigentlichen Inflationsursachen seien vielmehr z.B. in der verfrühten Preisliberalisierung ohne vorangegangener Entmonopolisierung u.a.m. zu suchen.²

Damit wird Bezug genommen auf die Entwicklung seit dem Frühjahr 1992, als sich zu den monetären nun nichtmonetäre Einflüsse gesellten. In dieser Situation verlangten die Anbieter lax formuliert "viel zu hohe Preise", weil sie gehofft haben, daß die Nachfrager sie auch zahlen werden. Somit wurde auch das Ende der Phase der sogenannten *nachfrageinduzierten Inflation* eingeleitet. Die Volkswirtschaft trat in die Phase der *angebotsinduzierten Inflation* ein. Begünstigt wird eine solche Inflation durch die Tatsache des Vorhandenseins einer autonomen Nachfrage, die weitgehend preisunelastisch ist.³ Dies provoziert bei den Anbietern gewinnseitig Preiserhöhungen, um die Gewinnspannen zu erweitern. Kostenseitig schlagen sich in einer solchen Phase in erster Linie die gestiegenen Aufwendungen für die Beschaffung von (ebenfalls teurer gewordenen) Vorprodukten nieder. Erschwerend kommen die bröckelnden Kooperationsbeziehungen, der Effekt der sinkenden Zahlungsmoral bei den Geschäftspartnern und die allgemein steigenden "Reibungsverluste" in einer unter Anpassungsschock stehenden Transformationswirtschaft hinzu.

Die nichtmonetären (besser: die nicht primär monetären) Ursachen haben die monetären z.T. überlagert, zumindest nach außen hin stärker das Bewußtsein von Bevölkerung und Politikern geprägt. Sie haben den Preisschock zusätzlich verschärft. Das liegt daran, daß sie chronologisch gesehen parallel zu den monetären aufgetreten sind. Zu ihnen zählen hauptsächlich die Auswirkungen der (z.T. durch Streiks) durchgesetzten Lohnsteigerungen, die schnell inflationswirksam geworden sind.

1 Nezavisimaja gazeta, 14.10.1995, S. 4.

2 Rossijskaja gazeta, 27.9.1995, S. 2.

3 In einem Preis-Mengen-(Einkommens-)Diagramm verläuft die Angebotsgerade senkrecht.

Die unvermeidlich daraus resultierende Lohn-Preis-Spirale ist unschwer als ein ständiger Inflationsherd auszumachen. Begünstigt wurde die Lohn-Preis-Spirale durch einen sozialen Vorteil des früheren Systems, nämlich die vorhandene Vollbeschäftigung. In dieser Situation sind die Unternehmen nicht in der Lage, die Produktion preisneutral auszudehnen, da die Kapazitäten - ausgedrückt in der Lohnsumme, die für die ein Datum (exogene Größe) ist - ausgelastet sind. Zwar handelt es sich bei der russischen Volkswirtschaft wie allen anderen postkommunistischen Ökonomien lediglich um eine fiktive, weil nicht gleichgewichtige Vollbeschäftigung. Makroökonomisch kommt das jedoch einer Situation gleich, in der die Verteuerung der Faktoren bei anhaltender Nachfrage an die Verbraucher weitergegeben wird und Preiseffekte zur Folge hat. In den osteuropäischen Transformationswirtschaften erfolgt paradoxerweise auch bei einer Produktions-schrumpfung (negativer Produktionssteigerung) eine solche Weitergabe gestiegener Kosten, da aus sozial- und innenpolitischen Gründen (Beibehaltung der Vollbeschäftigung) die Arbeitskosten vom Produktionsoutput abgekoppelt werden. Die Unternehmen sind daher bemüht, den relativen Mehraufwand über höhere Stückpreise wettzumachen, um die Erlöse¹ zu sichern. Es liegt ein transformationsbedingt modifizierter klassischer (quantitätstheoretischer) Fall vor, bei dem wegen unvollkommener (monopolisierter und kartellisierter) Märkte und starrer Löhne eine (hier auch negative) Produktionserweiterung inflationär wirkt.

Inzwischen hat die (geeignet definierte) Geldmenge² spätestens seit dem Abbau des Geldüberhangs zu expandieren begonnen. Eine Monetarisierung der Preissteigerungen hat es zu jedem Zeitpunkt seit der Wende gegeben. Diese Tatsache ist jedoch lediglich Fachleuten bewußt gewesen, während der Preisschock, wie bereits erwähnt, eine wesentlich größere Breitenwirkung in der Öffentlichkeit erfahren hat. Es hat kurzum zu jedem Zeitpunkt "ausreichend Geld" gegeben, um eine Deflation zu vermeiden. Seit 1992 ist das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) ständig geschrumpft. Im einzelnen hat dieser Rückgang Schwankungen gezeigt. Die Inflation³, wenn auch kontinuierlich rückläufig, hat einen dazu betont reziproken Verlauf genommen (Tabelle 2). Im vergangenen Jahr verbesserte sich die Situation zusehends: Die Geldmenge M2 ist Anfang 1995 zunächst kräftig gewachsen, ab Juli dann etwas verhaltener. Die Schrumpfung des realen BIP verlangsamte sich, und die monatlichen Inflationsraten wurden moderater bei rückläufiger Tendenz. Regierung und Zentralbank erklärten diese Entwicklung mit ihren fiskal- und geldpolitischen Anstrengungen.⁴

1 Die Erlöse E sind als Erzeugnispreis P mal Erzeugnismenge Q definiert: $E = P \cdot Q$. Bei sinkendem Q und zumindest angestrebter Konstanz von E muß P heraufgesetzt werden.

2 Die russischen Quellen geben der Geldbasis (in der BRD: Zentralbankgeldmenge) gerne den Vorzug. Dieses Aggregat steht in einem engen Zusammenhang mit der Wirtschaftsleistung und ist leichter zu steuern. Oft wird jedoch auch die Geldmenge M2 (in der BRD: M3) in Betracht gezogen.

3 Darunter soll im folgenden der Anstieg der Verbraucherpreise verstanden werden. Ein Angleichen der Erzeugerpreise sowie des BIP-Deflators an den Inflationstrend ist zu beobachten.

4 Fiskalpolitik wird hier als Teilbereich der Finanzpolitik verstanden, welcher die wirtschaftliche Stabilisierung zum Inhalt hat. Weitere Bereiche der Finanzpolitik haben einen allokativen und einen distributiven (Umverteilungs-)Aspekt.

Tabelle 2: Reales Bruttoinlandsprodukt (BIP), Geldmengenaggregate und Verbraucherpreise (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)

	1991	1992	1993	1994	1995 ^a	Index 1995/1990
BIP	-13	-19	-12	-15	-3	0,51
Bargeld	118	870	691	174	90 ^b	870,78
M2^c	126	643	416	189	80	450,73
Umlaufgeschwindigkeit von M2	1,86	6,02	7,38	8,40	8,61	4,87 (1995/1991)
Verbraucherpreise	161	2510	843	216	145	4973,31

^a Vorläufig; ^b Schätzung; ^c Dezember - Dezember.

Quelle: Russian Economic Trends 1995, Vol. 4., Nr. 2, Southampton 1995, S. 41 und 61; Neue Zürcher Zeitung, 2.11.1995, S. 9; Obzor konomiki Rossii, IV 1994, Moskau 1994, S. 62.

Im folgenden wird der Versuch unternommen, den funktionalen Zusammenhang zwischen der gesamtgesellschaftlichen Produktion sowie dem Preisniveau einerseits und der Entwicklung der Geldaggregate andererseits in Rußland nach der Einleitung der Liberalisierung anschaulich zu machen. Ausgangspunkt ist die neoklassische Quantitäts- bzw. Verkehrsgleichung:

$$(1) P \cdot Q = M \cdot V,$$

wobei P das Preisniveau, Q die physische Produktion, M die Geldmenge und V die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bedeuten. Ihre wesentliche Aussage bezieht sich auf die Identität des Güter- (P.Q) und Geldkreislaufs (M.V). Die Wahl eines neoklassischen Erklärungsansatzes, basierend auf der Quantitätsgleichung für die Bestimmungsgründe des Geldangebots und der Geldnachfrage, wurde aufgrund seiner leichteren empirischen Handhabung getroffen. Die Glaubwürdigkeit der empirischen Ergebnisse soll damit gestützt werden. Es wird dabei angenommen, daß die Umlaufgeschwindigkeit langfristig konstant ist, so daß umfassende geldpolitische Maßnahmen Preiseffekte hervorrufen. Somit stellt dieser Ansatz auf die klassische Beziehung "Geld-Preise" ab, im Unterschied zu dem von Keynes und den Postkeynesianern determinierten Zusammenhang "Geld-Produktion-Beschäftigung". Von einer ausgedehnteren theoretischen Diskussion über die Relevanz

einzelner wirtschaftspolitischer Konzepte wird jedoch unter Hinweis auf einschlägige Quellen¹ abgesehen.

Ausgehend von (1) ergibt sich die Jahresrate² der Inflation, definiert als eine positive Veränderung des Preisniveaus p , bei konstanter Umlaufgeschwindigkeit aus der Differenz zwischen der Jahresrate des Geldmengenwachstums m und des realen Inlandsprodukts q :

$$(2) p = m - q > 0.^3$$

Bei der Untersuchung des Geldmengenwachstums m in der jetzigen makroökonomischen Anpassungsphase in Rußland, dürfen einige Besonderheiten einer Transformationswirtschaft nicht außer acht gelassen werden. Zu den wichtigsten Besonderheiten, vor allem in den Anfängen des ökonomischen Umbaus, zählt z. B. die erschwerte Kreditvergabe. Daher sank der Geldmultiplikator - das Verhältnis zwischen erweiterter (M2) und enger (Geldbasis) Geldmenge bis Ende 1993; 1994 stagnierte er auf einer monatlichen Bandbreite zwischen 1,72 und 1,90. Erst 1995 nahm er leicht zu, lag in der Jahresmitte bei über 2,2, und stieg trotz der Schwarzer-Donnerstag-Krise⁴ weiter (Tabelle 3). Allerdings war die Zunahme etwas verhaltener. Grund dafür ist die Aufstockung der Barreserve im Kommerzbankensektor - eine Vorsichtsmaßnahme angesichts des wachsenden Anteils der notleidenden Kredite am Kreditvolumen der Banken.

Tabelle 3: Geldmultiplikator* in der BRD und Rußland 1994-1995

Quartal	Geldmultiplikator BRD md	Geldmultiplikator Rußland mr	md/mr
Q1	6,67	1,79	3,72
Q2	7,11	1,79	3,97

1 Ein guter Überblick über den gegenwärtigen Stand der diesbezüglichen theoretischen Auffassungen einzelner makroökonomischer Richtungen ist nachzulesen bei: B. Felderer, St. Homburg, Makroökonomik und neue Makroökonomik, Berlin u.a. 1992.

2 Veränderungensraten werden hier mit den fett gedruckten Kleinbuchstaben der entsprechenden Variablen gekennzeichnet.

3 Zwischen 1991 und 1995 war die Umlaufgeschwindigkeit in Rußland nicht konstant, sondern zunehmend (vgl. auch Graphik 3). Die Formel (2) wird daher um die Wachstumsrate der Umlaufgeschwindigkeit v erweitert: $p = m + v - q$. Da die Wachstumsraten der russischen Wirtschaft in dieser Zeit negativ und der Umlaufgeschwindigkeit positiv waren, ergaben sich auch besonders hohe Inflationsraten. 1995 stagnierten v und q weitgehend und die monatlichen Inflationsraten wurden wegen der strafferen Geldpolitik rückläufig.

4 Am Donnerstag, dem 24. August 1995, brach auf dem Moskauer Interbankenkreditmarkt Panik aus, die zur zeitweiligen Einstellung des Kreditgeschäfts führte. Sie wird auf mangelnde Liquidität der Geschäftsbanken und ihre riskante Politik der Operationen mit vorwiegend kurzfristigen, wegen der inversen Zinsstruktur höher verzinsten Krediten zurückgeführt. Nachdem die Notenbank einen Wechselkurskorridor und die Einstellung der Haushaltskreditierung angekündigt hatte, schwanden die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken. Während also das Passivgeschäft rapide erlahmte, verzeichneten die Banken zugleich einen zunehmenden Anteil notleidender Kredite in ihren Bilanzen. Davon waren auch die Großbanken betroffen, was schließlich zur Krise führte.

Q3	7,03	1,81	3,88
Q4	6,98	1,89	3,69
Q1	6,87	2,20	3,12
Q2	6,81	2,15	3,17
Q3	7,12	2,22	3,20

* Berechnet auf der Basis der Quartalsmittelwerte der jeweiligen Geldmengenaggregate.

Quelle: Russian Economic Trends ... , a.a.O., S. 23, 24; Russian Economic Trends, Monthly Update, 15.12.1995, S. 5; Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, verschiedene Hefte 1995.

In hochentwickelten Volkswirtschaften - etwa in Deutschland - ist das Verhältnis zwischen erweiterter Geldmenge und Zentralbankgeldmenge 3- bis 4mal größer als in Rußland (Tabelle 3, schattierte Spalte). Dies ist mit den niedrigeren Zinssätzen und dem besser ausgebauten Banken- und Bankdienstleistungssystem zu erklären. Darüber hinaus ist in den entwickelten Ländern die Beziehung zwischen Basisgeld - etwa der Zentralbankgeldmenge in der BRD - und der erweiterten Geldmenge (z.B. M3) nicht so eindeutig wie in Rußland. In der BRD ist die Elastizität der Geldmenge M3 in bezug auf Veränderungen der Zentralbankgeldmenge bei monatlicher Betrachtung sowohl negativ als auch <1 oder >1 (Graphik 1). In Rußland reagiert M2 dagegen noch weitgehend elastisch auf Veränderungen der Geldbasis. Grund dafür ist zum einen der Mangel an perfektionierten Steuerungsinstrumenten der Geldmenge. Zum anderen spiegelt sich hier der inflationsbedingte allgemeine Geld- und Kapitalmangel wider, so daß der Markt die monetären Impulse der Zentralbank in der Regel sofort absorbiert.

Graphik 1

µ §

Quelle: Russian Economic Trends ... , a.a.O., S. 23, 24; Russian Economic Trends, Monthly Update, 15.12. 1995, S. 5; Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, verschiedene Hefte 1995.

Ferner hat das russische Geldaggregat M2 im internationalen Vergleich einen geringeren Anteil am nominalen jährlichen BIP-Volumen. Er betrug Ende 1995 ca. 11%. In der BRD belief es sich 1994 (in Preisen von 1991) auf 65%. Dies erschwert zusätzlich die Vergleichbarkeit mit den Werten in den "normalen" Volkswirtschaften und unterstreicht noch einmal die Probleme der Datenauswertung

in der gegenwärtigen Transformationsphase.¹ Die Aussagekraft solcher Vergleiche sollte ferner aufgrund der enormen Disproportionen zwischen Real- und Nominalwerten nicht überbewertet werden. Dennoch ist anzunehmen, daß sich die statistischen Inkonsistenzen in der Tendenz verringern, so daß die Aussagefähigkeit erzielter Schlußfolgerungen zumindest in den Kernbereichen - hinsichtlich der wichtigsten makroökonomischen Aggregate also - zunimmt.

Aus den Angaben in der Tabelle 2 lassen sich für die einzelnen Teilperioden (Jahre) zunächst nicht direkte numerische Beziehungen zwischen der Inflationsrate sowie dem Geldmengen- und BIP-Wachstum ableiten. Erklärungsmuster für die unzulängliche Identität zwischen Geldmengenausweitung und Inflationsrate liefert zum einen die Kürze der Datenreihen, die auf Jahresbasis keine eindeutigen Trends erkennen läßt. Zum anderen reagiert die Inflationsrate nicht sofort auf eine Geldmengenausweitung, sondern mit einer Verzögerung von mehreren Monaten bzw. Quartalen (time lag). Unter Ausschaltung des Time-lags und bei Heranziehung längerer Zeitreihen ergibt sich nach vorheriger Glättung² jedoch eine recht enge Beziehung zwischen Geldmengenwachstum und Inflation (Graphik 2):

Graphik 2

μ §

Quelle: Russian Economic Trends ..., a.a.O., S. 146, 148; Russian Economic Trends, Monthly Update, 14.11. 1995, S. 6; Finansowye izvestija, 28.12.1995, S. 2.

Zum dritten liefert der Index der Verbraucherpreise nur eine Teilerklärung; andere Indikatoren sind der Index der Erzeugerpreise und der BIP-Deflator. Sie sind jedoch nur bedingt aussagefähig.³

Eine wichtige Teilerklärung liefert die Umlaufgeschwindigkeit V des Geldes. Da sie der Quotient aus dem nominalen BIP (Y) ($Y = P \cdot Q$) und der Geldmenge (M) ist,

$$(3) V = Y/M$$

folgt, daß bei mäßig rückläufiger realer Produktion und stark steigenden Preisen einerseits sowie langsamer als das Preisniveau wachsendem M andererseits (siehe Tabelle 2) V zunehmen muß. In diesem Falle versuchen die Geldhalter nämlich, die Kassenhaltungsdauer zu verkürzen, was reziprok eine Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit bewirkt. Insgesamt korrelieren die Inflationsrate bzw. die Rate der Geldexpansion und die Änderungsrate der Umlaufgeschwindigkeit nominal positiv miteinander (Graphik 3). Mit rückläufigen Inflationsraten ändert sich das Verhalten der Kassenhalter, weil sie dann an mehr Realkasse interessiert sind, was die Kassenhaltungsdauer erhöht. In einer inflationsfreien Wirtschaft stabilisiert sich daher die Umlaufgeschwindigkeit weitgehend, denn es wird angenommen, daß sich das Geldmengenwachstum lediglich am realen Wirtschaftswachstum orientiert. Eine solche Tendenz ist in Rußland seit dem erfolgreichen Versuch, die Inflation einzudämmen - seit 1994 also, ebenfalls zu beobachten. Die Kurve der

1 Aus solchen und ähnlichen Gründen können die enger gefaßten Geldmengenabgrenzungen für bestimmte Zwecke internationaler Vergleichsanalysen praktikabler erscheinen. Beispielsweise zeichnen sich die enger gefaßten Geldaggregate naturgemäß durch eine höhere Umlaufgeschwindigkeit, definiert als nominaler BIP/Geldmenge, aus. Hier liegt der russische Wert mit ca. 20 Ende 1994 etwas näher bei jenem der BRD im selben Jahr: 14,7.

2 Durchgeführt nach der Formel: $\mu = 0,25(0,5\mu + \mu + \mu + \mu + 0,5\mu)$, wobei μ den Durchschnittswert darstellt und μ die jeweiligen Monatswerte sind.

3 Anstelle des Produzentenpreisindex berechnet die russische Statistik einen Indikator "Index der Industriepreise".

Umlaufgeschwindigkeit flacht ab (Graphik 3), weil sich die monatlichen Raten des Geldmen-
genwachstums und der Inflation bei einem fast stagnierenden Realprodukt deutlich angeglichen
haben (siehe auch Graphik 2).

Graphik 3

μ §

Quelle: Russian Economic Trends ..., a.a.O. S. 41 und 61; Obzor konomiki Rossii, IV 1994, Moskau 1994, S. 62.

Betrachtet man dagegen lediglich die physische (reale) Produktion Q , ist die entsprechende Kor-
relation negativ.¹ Der logische Kausalzusammenhang ist, daß bei hohen Inflationsraten -
galoppierender Inflation, Hyperinflation - und rückläufigem physischen Produkt die Kassenhaltungs-
dauer zwangsläufig massiv zunehmen muß, weil die Möglichkeit für den Tausch von Geld gegen
reale Aktiva eingeschränkt ist. Die russischen Daten bestätigen dies sowohl hinsichtlich der
Bargeldmenge als auch der erweiterten Geldmenge $M2$.

Ausdehnung der nominalen Geldmenge seitens des Staates bedeutet Verringerung der Realkasse der
Haushalte und Unternehmen. Ökonomisch gesehen handelt es sich um einen Austausch von Aktiva
zwischen dem Staat und den Privaten, wobei letztere eine Vermögensübertragung - Hingabe von
materiellen Werten - akzeptieren müssen. Der Staat erhebt eine Inflationssteuer²

$S_i = DM$,

deren Realwert $S_r = DM/P$ ist. Der Term DM steht für die zusätzliche Geldmenge. Durch Er-
weiterung des Zählers und des Nenners um M erhält man:

$S_r = DM/M \cdot M/P$ bzw. $\beta \cdot M/P$, wobei β die Inflationsrate DM/M darstellt.

(4) $S_n = \beta \cdot M$

ist dagegen der Nominalwert der Inflationssteuer. Der "Steuersatz" ist gleich der Inflationsrate, und
die "Steuerbasis" ist die Geldbasis bzw. das Basisgeld³ (in der BRD die Zentralbankgeldmenge).
Unter Berücksichtigung der Jahresmittelwerte der Geldbasis betrug die nominale Inflationssteuer in
Anteilen am nominalen BIP (Tabelle 4):

Tabelle 4: Nominale Inflationssteuer in % des nominalen BIP in Rußland

1991	1992	1993	1994	1995
20%	286%	64%	12%	7%

Quelle: Russian Economic Trends ..., a.a.O., S. 132ff.

Zum Vergleich: In Deutschland bewegte sich die Inflationssteuer in den 80er und 90er Jahren in
einer Größenordnung von ca. 0,2% des nominalen BIP. Eine Erläuterung bedarf das Infla-

- 1 Unter Formulierung in Änderungsraten ist $v = q - m$. Bei negativen Wachstumsraten der physischen Produktion
und wachsender Geldmenge geht demnach die Umlaufgeschwindigkeit zurück. Nach Umschreiben der obigen
Formel ist $m = q - v$ und kann in (2) eingesetzt werden mit $p = (q - v) - q$ bzw. $p = -v$.
- 2 Zur Begründung der Inflationssteuer vgl. z.B. E.-M. Claasen, Grundlagen der Geldtheorie, Berlin u.a. 1980, S.
338ff; M. Wilms, Internationale Währungspolitik, München 1995, S. 207.
- 3 Bargeld außerhalb der Zentralbank von Rußland zuzüglich der Mindest- und Barreserve der Geschäftsbanken.

tionssteuervolumen im Jahre 1992, welches das 2,9fache des BIP ausmacht. In diesem Jahr hat nämlich die zu laufenden Preisen des selben Jahres bewertete Aktivaübertragung an den Staat ein Mehrfaches des nominalen Inlandsprodukts betragen.

Die kumulierte Höhe der realen Inflationssteuer, mit der die Haushalte seit 1991 belegt worden sind, übertrifft den Wert ihrer Ersparnisse bei weitem - sie sind von der Inflation aufgezehrt worden. Aufgrund der realen Abwertung ist der Anteil der bei der staatlichen Sparkasse liegenden privaten Ersparnisse am nominalen BIP drastisch zurückgegangen - von 16,5% 1991 auf weniger als 3% Mitte 1995.¹ Zum Vergleich: In Westdeutschland betrug dieser Anteil 1985 33%. Somit wurde die wichtigste Quelle der Kreditschöpfung bzw. der Investitionsfinanzierung in Rußland - die inländische Ersparnis - erst einmal zerstört.

Anhand dieser Überlegungen kann auch der Umfang des ursprünglichen Geldüberhangs in Rußland geschätzt werden. Er war, wie oben festgestellt, ein Hauptgrund für das hohe Inflationspotential, mit dem die Wirtschaft in die Liberalisierung gegangen ist. Ausgangspunkt ist der quantitätstheoretische Zusammenhang

(5) $m \propto p$ bzw.

(6) $DM \propto DP$,

wenn keine Grenzwertbetrachtung vorgenommen wird. Danach ist die Änderung des Preisniveaus p (DP) mit der Änderung der Geldmenge m (DM) positiv korreliert. Der akkumulierte zusätzliche Geldbetrag wird hier als der von der Planwirtschaft übernommene Geldüberhang verstanden. Dieser Zusammenhang kann auch als Gleichung aufgefaßt werden, wenn ceteris paribus die Umlaufgeschwindigkeit und das Produktionsvolumen als exogen betrachtet werden. Unter Berücksichtigung der Vorperiodenwerte von P und M können die jeweiligen prozentualen Änderungsraten ermittelt und gegenübergestellt werden:

(7) $DP/P = DM/M$.

Nach Umformung ergibt sich DM als das Produkt aus Inflationsrate und Geldmenge:

(8) $DM = DP/P \cdot M$.

Damit ist es rechnerisch gleich der Inflationssteuer (Gleichung 4), deren Höhe von der Länge der Vorperiode und vom Time-Lag zwischen der Geldmengenausweitung und der darauffolgenden Reaktion der Preise beeinflusst ist. In diesem Falle handelt es sich um die Inflationssteuer vor der Liberalisierung, daher ihre Gestalt als Geldüberhang. In Metaphern ausgedrückt war zum Zeitpunkt des Übergangs vom Plan zum Markt mit einem "Friedmanschen Helikopter" zusätzliches Geld in die Wirtschaft gebracht worden, das aufgrund der Neutralitätseigenschaft des Geldes einen Preisanstieg bewirkt. In einer inflationären Situation kann man sich das Zusammenspiel zwischen der nominalen Geldmengenexpansion und der Preisanpassung diskretionär, in Runden also, vorstellen. Erst nach Beendigung des Anpassungsprozesses zwischen Geldmengenerweiterung und Preisanstieg wird mit einem erneuten monetären Impuls die nächste Runde eingeleitet usf. Die Dauer solcher "Runden" wird in Rußland für die Anfangszeit auf ca. vier Monate geschätzt.² Es kann daher angenommen

1 Finansovye izvestija, 10.11.1995, S. 6.

2 Russian Economic ..., a.a.O., S. 25.

werden, daß in den ersten vier Monaten des Jahres 1992 die Preisexplosion in Rußland lediglich dem obigen Abbau des aus der Vorperiode (der sozialistischen Zeit) übernommenen Geldüberhangs gedient hat. Der Index der Verbraucherpreise betrug zwischen Januar und April 1992 rund 5,0 bzw. 500%. Nach (10) dürfte der Geldüberhang

DM » 5,0.M

sein. Ersetzt man M durch den Jahresmittelwert von M2 1991, so ergibt dies einen Geldüberhang von 2750 Milliarden Rubel bzw. das 2,11fache des russischen BIP 1991.¹

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß die hohen Inflationsraten in Rußland seit der Liberalisierung der Preise ein monetäres Phänomen waren: Während die reale Produktion geschrumpft ist, wurde die Geldmenge (in der Abgrenzung verschiedener Geldaggregate) vor allem 1992 und 1993, aber auch danach, stark ausgedehnt (vgl. Tabelle 2). Z.T. wurde ein massiver Geldüberhang aus der Sowjetzeit übernommen, der den ersten Preisschub im Frühjahr 1992 ermöglicht hat. Wegen der rückläufigen Investitionsnachfrage war nicht eine "Überhitzung der Wirtschaft" schuld an der Inflation, sondern zum einen die laxe Geldpolitik der Zentralbank. Insbesondere bis Anfang 1994 war sie angehalten, die Haushaltsdefizite der föderalen Regierung durch zinsgünstige Kredite zu decken. Zum anderen führte die unkontrollierte Kreditvergabe durch die Geschäftsbanken, die auch als "Hausbanken" Liquidität an insolvente Staatsunternehmen bereitgestellt haben, zu einer Monetarisierung der notleidenden Kredite durch den föderalen Haushalt, was das Geldmengenwachstum weiter förderte. Erst 1995 gelang in der zweiten Jahreshälfte eine dauerhafte Rückführung der monatlichen Inflationsraten. Bei gleichzeitiger Stagnation der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und des Bruttoinlandsprodukts ist dies der positive Effekt des restriktiven geldpolitischen Kurses der Notenbank. Während das Geldangebot von der Politik des "leichten Geldes" bislang abgerückt ist, wurde die Geldnachfrage auch 1995 durch den weitgehend spekulativen Geldbedarf der Geschäftsbanken determiniert. Ein Indikator dafür ist die in der Regel elastische Reaktion der erweiterten Geldmenge bezüglich monetärer Impulse der Zentralbank (vgl. auch Graphik 1). Schwer betroffen von der Preisentwicklung sind die privaten Haushalte, die seit 1991 hohe Inflationssteuerbeträge an den Staat entrichtet haben. Wegen der rückläufigen Sparquote wurde auch die Volkswirtschaft ihres Investitionspotentials beraubt, so daß der Verschleiß und der technologische Rückstand der Produktion weiter zugenommen haben, während ein notwendiges Wirtschaftswachstum auf breiter Grundlage bisher ausgeblieben ist.

2. Wechselkursentwicklung und Zinsniveau

2.1. Nominaler sowie realer Rubelkurs und Wechselkurspolitik

Als zweiter wesentlicher Maßnahmenkomplex zur Herbeiführung einer dauerhaften Wirtschaftsstabilisierung ist die Wechselkurspolitik zu nennen. Allgemeines Resultat eines festen Wechselverhältnisses der nationalen Währung bezüglich der Währungen der wichtigsten Handelspartner ist die Überwindung der Inflation im Bereich der handelbaren Güter im Inland, sofern sich das Ausland durch Preisstabilität auszeichnet. Ist der Anteil der handelbaren Güter an allen erzeugten

¹ Berechnet nach Russian Economic ..., a.a.O., S. 131ff.

Gütern hoch, bewirkt ein fester Wechselkurs einen Antiinflationseffekt auf breiter Basis. Allerdings unterscheidet die Wechselkurstheorie nach nominalen Kursen und solchen zu Kaufkraftparitäten. Beiden Ansätzen ist gemeinsam, daß bei einem Anstieg des inländischen Preisniveaus ein neues Austauschverhältnis entsteht. Es erfolgt eine Abwertung der inländischen Währung, ausgedrückt in der Hingabe einer größeren Menge inländischer Währungseinheiten für eine bestimmte Menge, in der Regel eine Einheit, der Auslandswährung. Da der Wechselkurs (e) definiert ist als Verhältnis zwischen dem inländischen (P_i) und dem ausländischen (P_a) Preis des handelbaren Gutes:

$$e = P_i/P_a,$$

folgt, daß die Änderungsrate von e gleich der Differenz der Änderungsraten von P_i und P_a ist:

$$(9) \dot{e} = \dot{p}^i - \dot{p}^a$$

Offensichtlich gleicht die Abwertungsrate der Inlandswährung der Inflationsrate des Inlands, wenn die Inflationsrate im Ausland null ist oder gegen null tendiert.

Nach der Freigabe der Preise im Zuge der Wirtschaftsreform bewirkte der hohe Inflationsdruck eine massive nominale Rubelabwertung bezüglich der wichtigsten westlichen Währungen. Diese Abwertung ist mittelfristig (in Zeitraum 1992 - Ende 1994) fast "lehrbuchmäßig" erfolgt. Inflations- und Abwertungsraten waren mit anderen Worten zumindest bis November 1994 Substitute (siehe auch Graphik 4), wobei Kursstützungsmaßnahmen der Zentralbank entweder gefehlt haben, oder unzureichend waren, um eine Kursstabilisierung zu bewirken. Diese wäre als wirtschaftspolitisches Ziel auch nicht ratsam gewesen, da die seit der Liberalisierung stattfindende Preisanpassungsrunde noch nicht beendet war. Auch hätten die Währungsreserven der Zentralbank trotz ihrer Aufstockung seit Ende 1992 nicht ausgereicht, um den Rubelkurs auf Dauer stützen zu können.

Graphik 4

µ §

Quelle: Russian Economic Trends ..., a.a.O. S. 148ff; Russian Economic Trends, Monthly Update, 15.12.1995, S. 4, 7; OMRI Economic Digest, 28.12.1995, S. 8.

Nachdem im Frühjahr 1995 die monatlichen Inflationsraten rückläufig und einstellig geworden waren, entschied man sich für einen Rubelkurskorridor als Stabilitätsanker und psychologisches Instrument, um die Abwertungserwartungen zu unterbinden. Dies wurde notwendig, nachdem der Wechselkursindex zu Beginn des Jahres 1995 einen gegenläufigen Trend zum Verbraucherpreisindex aufwies: Trotz steigender Preise begann eine nominale Rubelaufwertung (Graphik 4). Sie betrug im Mai und Juni entsprechend 2,7% und 9,0%. Am 5. Juli verpflichtete sich die Zentralbank, den Kurs in einer Bandbreite zwischen 4300 und 4900 Rubel/US-Dollar zu halten. Daraufhin beruhigte sich die Aufwertungstendenz; der Rubel stieg im Juli um 2,1% und im August um weniger als 2%. Mitte Oktober lag er bei 4500 Rubel/US-Dollar.¹ Ab 1. Dezember 1995 wurde die Korridorpolitik etwas modifiziert. Die Zentralbank nahm eine leichte Anpassung an die vorangegangene Inflationsentwicklung vor und legte eine neue Bandbreite zwischen 4550 und 5150 Rubel je US-Dollar fest. Diese Bandbreite soll bis zum 30. Juni 1996 gelten.

Eine Folge des Rubelkurskorridors ist die reale Rubelaufwertung gegenüber dem US-Dollar und

¹ Die Angaben für Mai, Juni und Juli sind auf die Monatsendwerte bezogen. Russian Economic Trends ..., a.a.O., S.30ff; Russian Economic Trends, Monthly Update, 14.11.1995, S. 9.

anderen Währungen 1995. Der reale Wechselkurs ist eine Funktion des nominalen Wechselkurses e und des Preisniveauverhältnisses zwischen dem In- und Ausland:

$$(10) e^{\text{real}} = e \cdot P_a / P_i.$$

Ist der Preisindex im Ausland sehr gering - etwa 1,0 - und im Inland sehr hoch, so wie gegenwärtig in den meisten westlichen Volkswirtschaften einerseits und in Rußland andererseits, ergibt sich der reale Kurs annähernd aus dem Verhältnis zwischen dem Nominalkurs und dem Preisindex des Inlands:

$$(11) e^{\text{real}} = e \cdot 1 / P_i.$$

Bei einem festen oder nahezu festen Wechselkurs ist der Grad der realen Rubelaufwertung eine Funktion des Inflationsindex in Rußland, da annahmegemäß die Inflation im Ausland gering ist. Grund dafür ist, daß für eine fremde Währungseinheit nach (11) real weniger Inlandswährungseinheiten gezahlt werden bzw. daß die Inflation die Kaufkraft der Auslandswährung im Inland reduziert. Die korridorbedingte Aufwertung im Herbst 1995 verstärkte die bereits im Frühjahr eingesetzte preisniveaubedingte Aufwertung. Einerseits fixiert der Korridor weitgehend den Nominalkurs des Rubels. Andererseits geriet dieser ohnehin unter Aufwertungsdruck, da die Devisennachfrage stagnierte. Der reale Rubel-Dollarkurs errechnet sich nach (10) aus dem Nominalkurs unter Berücksichtigung der Preisindizes in den USA und Rußland. Aufgrund ihrer erheblichen Differenz betrug die reale Rubelaufwertung 1995 ca. 40%.¹ Berechnet nach (11) ergibt sich ebenfalls eine deutliche reale Aufwertung, welche aufgrund der geringeren nominalen Abwertungsraten im Vergleich zur Preisentwicklung besonders nach der Rubelkrise im Oktober 1994 und im ganzen Jahr 1995, als die Notenbank verstärkt bemüht war, den nominalen Wechselkurs zu stabilisieren, beschleunigt wurde (Tabelle 5).

Tabelle 5: Realer Rubel-Dollar-Kursindex 1994 - 1995, Januar 1994 = 100

Monat	Kursentwicklung (VPI)*	Kursentwicklung (EPI)**
Februar	98,94	94,51
April	96,17	88,46
Juli	91,03	80,05
Oktober	105,29	95,55

1 Russian Economic Trends, Monthly Update, 14.11.1995, S. 9.

Januar	84,66	77,63
April	84,14	67,75
Juli	62,29	49,98
Oktober	54,23	43,51
Dezember	51,24	41,12

* Deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex. ** Deflationiert mit dem Erzeugerpreisindex der Industrie.

Quelle: Russian Economic Trends ..., a.a.O. S. 148ff; Russian Economic Trends, Monthly Update, 15.12.1995, S. 4, 7.

Die in der Tabelle 3 ausgewiesene vorübergehende reale Abwertung im Oktober 1994 spiegelt den dramatischen Sprung um 27,4% des nominalen Dollarkurses am 11. des Monats, dem "Schwarzen Dienstag", wider, welcher von der Inflationsrate nicht neutralisiert werden konnte. Insgesamt setzt der steigende reale Rubelaußenwert vor allem die Exportnachfrage unter Druck, weshalb Stimmen aus den Kreisen des Ausfuhrgeschäfts nach Korridorauflage laut werden. Da jedoch die monatliche Preissteigerung immer schwächer wird, kann festgestellt werden, daß die Obergrenze des Korridors - auch jene bis Mitte 1996 - realistisch gewählt wurde. Somit hat er die Erwartungen erfüllt, die Rubelkurspekulation - eine wichtige Gewinnquelle der Geschäftsbanken und Destabilisierungsherd - einzudämmen. Die Geschäftsbanken wurden z.T. hart getroffen, denn ihre Kurssicherungsgeschäfte (Terminabschlüsse, Futures u.a.m.) waren durchweg auf weitere künftige Rubelverbilligung bzw. Dollarverteuerung angelegt. Mit der Kursstabilisierung fehlten ihnen plötzlich Mittel, um ihren Kontraktspflichten nachzukommen. Im übrigen sind nominaler Kurs- und Inflationsindex längerfristig einhergegangen - beide stiegen im Zeitraum Januar 1990 - Oktober 1995 auf ca. 450.000%.

Bei den Kursen zu Kaufkraftparitäten handelt es sich um die Ermittlung des relativen Preises eines handelbaren Güterbündels. Unter Einbeziehung der nichthandelbaren Güter, insbesondere der meisten Dienstleistungen, in die Betrachtung ergibt sich ein etwas differenziertes Bild. Steigen die Preise im Inland nach wie vor schneller als im Ausland, erfolgt über die handelbaren Güter eine weitere Abwertung, die von einer Aufwertung über die nichthandelbaren Güter z.T. kompensiert wird. Die Erklärung dieses Phänomens liegt in der fehlenden Kursarbitrage über die Märkte begründet, so daß teurer werdende Güter einen Aufwertungseffekt hervorrufen. Darüber hinaus repräsentiert der Wechselkurs zu Kaufkraftparitäten lediglich Handelsbilanztransaktionen, während Leistungs- und Kapitalbilanzgeschäfte ausgelassen werden. Sie spielen wegen der Internationalisierung der Finanzmärkte und ihres wesentlich größeren Transaktionsvolumens im Vergleich

zum reinen Export-Import-Geschäft aber eine entscheidende Rolle bei der Ermittlung des gleichgewichtigen Devisenpreises. Schließlich ist die Bestimmung relativer Preise bei homogenen handelbaren Gütern ein Widerspruch in sich, weil Importe mit nominalen Importpreisen bewertet werden, so daß der Kurs eine endogene Variable des Preises wird. Ist der Anteil nichthandelbarer Güter am Warenkorb groß, weicht der Kaufkraftparitätenkurs erheblich vom nominalen Wechselkurs ab; je offener eine Volkswirtschaft, desto angeglicher sind beide Kurse.

In Rußland weisen der nominale Wechselkurs und der Kurs zu Kaufkraftparitäten noch erhebliche Abweichung auf, wenn auch eine Angleichungstendenz deutlich ist. So fiel das Verhältnis zwischen den beiden Kursen von 5,95 Mitte 1993 auf 1,92 Mitte 1995, verringerte sich also um 2/3.¹ Damit "normalisierte" es sich auf den Stand anderer Transformationswirtschaften - Tschechiens etwa, wo das entsprechende Verhältnis seit April 1995 um die Marke von 2,0 schwankt.² Kriterium der "Normalisierung" sollte die Relation der laufenden zu den Kaufkraftparitätenkursen der Währungen westlicher Industrieländer zum US-Dollar sein. Dieses Verhältnis bewegt sich (mit Ausnahme Japans wegen des großen Anteils nichthandelbarer Güter) im Bereich 1,1-1,5.³

2.2. Nominale und reale Zinsen

Der Zins als Preis für die Inanspruchnahme fremder Mittel ist eine Funktion des Preisniveaus. Steigen die Preise, steigt auch der Nominalzins und sinkt entsprechend der Realzins und umgekehrt. Besonders Anleger sind an einer positiven Differenz zwischen Zinssätzen und Inflationsraten interessiert, um ihre Geldanlagen bzw. Ersparnisse vor Entwertung zu schützen. Eine Deflation würde dagegen Kapitalgeber begünstigen und Schuldner belasten. Gesamtwirtschaftlich sind trotz des Nullsummenspiels - Forderungen stehen Verbindlichkeiten gegenüber - wegen der dabei entstehenden Unsicherheiten weder eine Geldentwertung noch -aufwertung wünschenswert.

Die realen Kreditzinssätze (Sollzins) für Geld auf dem Moskauer Interbankenmarkt waren noch Mitte 1993 negativ. Daraus folgt, daß die Banken in der Regel auch für Zinsen auf Einlagen negative Realsätze berechnet haben, um trotzdem positive Gewinnspannen erzielen zu können. Da die Zinsgewinne der Banken aus der Differenz zwischen Kredit- und Einlagezinsen resultieren, müssen letztere rechnerisch ihrem absoluten Betrag nach größer sein. Kommt das Zinsniveau aus dem negativen Bereich heraus, ändert sich das Verhältnis. Seit 1993 verzeichnen die entsprechenden Monatsindikatoren folgende Entwicklung (Tabelle 6):

Tabelle 6: Anstieg der Verbraucherpreise, nominale sowie reale Zinssätze und Zinsdifferenz im Geschäftsbankensystem (in %)

1	2	3	4	5	6	7
Jahr/Monat	Inflationsrate	nominaler Kreditzins	nominaler Einlagezins	realer Kreditzins, (3-2)	realer Einlagezins, (4-2)	Gewinn, %-Punkte (5-6)

1 Russian Economic ..., a.a.O., S. 32-33.

2 PlanEcon Report: Czech Economic Monitor, Nr. 41-42, Washington, DC 1995, S. 26.

3 Vgl. Real'naja stoimost' rossijskoj valjuty dostigla 2800 rublej za dollar, in: Finansovyje izvestija, 10.11.1995, S. 12.

1993						
Juli	22,0	15,0	10,3	-7,0	-11,7	4,7
August	26,0	15,3	10,8	-10,7	-15,2	4,5
September	23,0	15,7	11,1	-7,3	-11,9	4,6
Oktober	20,0	17,3	12,2	-2,7	-7,8	5,1
November	16,0	17,2	12,3	1,2	-3,7	4,9
1994						
Oktober	15,0	12,4	7,8	-2,6	-7,2	4,6
November	15,0	12,9	8,7	-2,1	-6,3	4,2
Dezember	16,4	13,5	8,9	-2,9	-7,5	4,6
1995						
Januar	17,8	15,9	9,3	-1,9	-8,5	6,6

Quelle: Russian Economic Trends ..., a.a.O, S. 28ff.

Erfaßt sind nur die Monate mit negativen Realzinsen¹ auf Kredite und Einlagen. Das Geschäftsbankensystem hat auch zu Zeiten negativer Realverzinsung stattliche Zinsgewinne von durchschnittlich 4,5% monatlich realisiert (Tabelle 6, schattierte Spalte). Die Verluste aus dem Kreditgeschäft der Banken stammen mehrheitlich aus Zahlungsrückständen und notleidenden Krediten der Großunternehmen, der Landwirtschaft und anderer insolventer Schuldner. Diese Verbindlichkeiten korrespondieren mit der Lahmlegung des sogenannten Lieferantenkreditsystems. Bekanntlich gingen die Unternehmen mit der Vertiefung der allgemeinen Absatzkrise zur Substitution von Bank- durch Lieferantenkreditierung über. Es entstand folglich ein Forderungsstau, da in diesem Fall Schuldner meist identisch mit Gläubigern sind, wodurch die überfälligen zwischenbetrieblichen Bruttoverbindlichkeiten seit Mitte 1993 wieder massiv angewachsen waren. Sie lagen im Juni-Juli 1994 bei ca. 10% des BIP, stiegen seitdem kontinuierlich weiter und erreichten zum 1. April 1995 ca. 20% des BIP. Spiegelbildlich dazu verschlechterte sich der Solvenzoeffizient² der Unternehmen. In den Bereichen Industrie, Bauwirtschaft, Transport und Landwirtschaft ging er von durchschnittlich 52,3% im Januar 1994 auf 24,6% im April 1995 zurück. Die Landwirtschaft befand sich mit 12,1% gesamtsektoral praktisch im Konkurs.³ Daraufhin war es vielen Unternehmen nicht mehr möglich, ihren Bankschuldendienst zu leisten, was die Geldinstitute zwang, "bad debts" abzuschreiben. Sie wurden auf die Sparer abgewälzt, die eine reale Schmälerung ihrer Ersparnisse zugunsten der Gewinnfinanzierung des Bankensystems hinnehmen mußten (Tabelle 6, Spalte 6).

Entlastend für die Zinsniveauentwicklung wirkte sich der Inflationsrückgang in der zweiten Jahreshälfte 1995 aus. Die Russische Zentralbank setzte den Refinanzierungssatz, zu dem sich das Geschäftsbankensystem bei ihr Liquidität verschafft, im Jahre 1995 schrittweise herunter. Die letzte Leitzinssenkung von 170% auf 160% erfolgte am 1. Dezember; ihr folgte eine weitere Senkung am 9. Februar 1996 auf 120% im Jahr.⁴ Die Tendenz der Zinsnormalisierung setzte sich dadurch fort.

1 Hier berechnet als einfache Differenz zwischen dem Nominalzinssatz und der Inflationsrate.

2 Er ist definiert als Anteil der Geldaktiva der Unternehmen am Betrag der überfälligen Bruttoverbindlichkeit.

3 OECD Economic Surveys: The Russian Federation 1995, Paris 1995, S. 39, 84; Centre of Economic Analysis at the Russian Government: Russia 1995 - Economic Situation, Moskau 1995, S. 21.

4 Segodnja, 10.2.1996, S. 1.

Graphik 5

μ §

Quelle: Russian Economic Trends, Monthly Update, 14.11.1995, S. 6, 13; 13.2.1996, S. 5; Finansovye izvestija, 5.12.1995, S. 1; Segodnja, 10.2.1996, S. 1.

Die monatlichen realen Refinanzierungssätze ergeben bei einer Hochrechnung sehr hohe Nettojahreszinssätze. Beispielsweise betrug der reale Refinanzierungszins der Zentralbank zwischen August und November 1995 aufs Jahr gerechnet rund 200% (siehe auch Graphik 5). Zum einen können solche Sätze mit den noch großen Inflationserwartungen, die die Nominalzinsen in die Höhe treiben, erklärt werden. Zum anderen ist eine Absicht der Bank zu vermuten, den Austeritätskurs nicht so schnell verlassen zu wollen, wenn auch die Inflation unter Kontrolle scheint. Erhärtet wird diese Vermutung durch die Tatsache, daß die Refinanzierungsauktionen der Zentralbank einen geringen Umsatz aufweisen - 1995 550 Milliarden Rubel oder 0,25% der Geldmenge M3.¹

Unter Berücksichtigung der effektiven Realzinsen, die das Geschäftsbankensystem gewährt, wird deutlich, daß die allgemeinen Stabilisierungserfolge 1995 auch zinspolitisch tendenziell gefruchtet haben. Allerdings sind noch große Schwankungen feststellbar. Einerseits sind die Realzinsen auf kurzfristige Kredite aus dem Negativbereich herausgekommen. Andererseits hat der Zinssatz auf die Liquiditätskrise im August 1995 deutlich reagiert und tendiert in den Folgemonaten nach unten (Graphik 6). Dies deutet darauf hin, daß sich die Banken mit einer stagnierenden oder sinkenden Kreditnachfrage konfrontiert sehen bzw. daß sie eine unsolide Kreditpolitik betreiben. Letztere wird durch die Hoffnung zahlreicher Geldinstitute gefördert, die akkumulierten Schulden ihrer Kunden - in der Regel Staatsunternehmen - würden durch die Zentralbank monetarisiert.

1 Ebenda, S. 1.

Graphik 6

μ §

Quelle: Russian Economic Trends ... , a.a.O., S. 29, 150.

Zwischen der Wechselkurs- und Zinsniveaumentwicklung bestehen bekanntlich Zusammenhänge, die in einer Transformationswirtschaft wie der russischen besondere Konditionen für Anleger schaffen. Da der Nominalzins hoch ist und der Rubelkurskorridor für potentielle Anleger spekulativer Beträge kurzfristig ein Wechselkursrisiko ausschließt, erscheint es lohnend, inflationsstabile Fremdwährungen in Rubel zu tauschen, diese auf Konten bei russischen Banken liegen zu lassen und später zurückzutauschen. Die dabei zu erzielenden Zinseinnahmen übertreffen bei weitem jene im eigenen Währungsraum. Legt man beispielsweise 100.000 DM zum festen Wechselkurs¹ bei einem nominalen Jahreszinssatz von 100% für ein halbes Jahr an, erhält man nach Rücktausch rechnerisch 150.000 DM. Die Transaktionskosten - in der Regel Bankgebühren - können vernachlässigt werden, da sie gemessen am Zinssatz und -ertrag gering ausfallen. Dagegen sind solche kurzfristige Geschäfte zwischen Ländern mit geringfügigen Zinsniveaudifferenzen und festem Wechselkurs - etwa innerhalb der EU - wegen der viel höheren Transaktionskosten im Vergleich zum Zinsertrag wenig rentabel. Darin liegt auch das Besondere an der gegenwärtigen Transformationswirtschaft. Gewinnquelle für solche Transaktionen sind die Deviseneinnahmen der russischen Wirtschaft bzw. der Banken. Im Grunde handelt es sich makroökonomisch um die Erhebung einer Devisenmengensteuer, deren Steuersatz gleich dem nominalen Zinssatz ist. Geht dieser auf ein international normales Maß zurück, reduziert sich diese "Devisenbesteuerung" der Volkswirtschaft.

2.3. Perspektiven der Kursentwicklung

Unter Berücksichtigung solcher und anderer Kosten eines gegebenen Wechselkurses bieten sich Szenarien an, wie die russische Stabilisierungspolitik, insbesondere in ihrer geld- und währungspolitischen Ausprägung, kurz- bis mittelfristig - 1996 also - ausfallen würde. Die gegenwärtige Entscheidung für eine Wechselkursbindung als Stabilitätsanker in Gestalt des Kurskorridors konnte bislang nur deshalb fruchten, weil sie konzertiert mit der Austeritätlinie auf dem geld- und finanzpolitischen Gebiet praktiziert wurde. Eine Aufgabe des jetzigen Pfades würde den Reformprozeß zurückwerfen und Rußland um die Früchte der Konsolidierungsbemühungen bringen. Unterstellt man dagegen trotz wachsender Aversionen gegen das laufende Reformmodell innerhalb der politischen Klasse realistischere eine Fortsetzung der Reformbemühungen zumindest in ihrem Kernbereich - der makroökonomischen Stabilisierung -, spricht nichts gegen eine Politik fester Wechselkurse oder eines eventuellen crawling peg. Erleichtert wird eine solche Politik übrigens auch durch die gestiegenen Möglichkeiten der Zentralbank², einen gewählten Wechselkurs oder Kurskorridor zu verteidigen - ein wichtiger Aspekt angesichts der weiteren Internationalisierung des russischen Devisenmarktes und der damit verbundenen Risiken spekulativer Attacken gegen den Rubel.

1 Da die Bandbreite des Rubelkurskorridors ca. 10% beträgt, kann der Kurs aufgrund der hohen Nominalverzinsung als annähernd fest verstanden werden.

2 Im November 1995 betragen die Bruttodevisenreserven der Zentralbank 14 Milliarden US-Dollar gegenüber 3,98 Milliarden Ende 1994 (vgl. Finansovye izvestija, 19.12.1995, S. 1; Russian Economic Trends ..., a.a.O., S. 34). Eine aufgeblähte Devisenreserve gefährdet jedoch die Geldwertstabilität in Rußland, so daß Notenbankinterventionen zur Reduzierung des Zustroms an Fremdwährungen bzw. zu ihrer geeigneten Neutralisierung erforderlich werden.

Volks- und außenwirtschaftlich bietet sich eine Entscheidung für feste Wechselkurse insofern an, als die russische Wirtschaft ausreichend diversifiziert ist, so daß sich die Folgen realer Auf- und Abwertungen auf den verschiedenen Märkten gegenseitig neutralisieren. Kleine Länder mit einem höheren Spezialisierungsgrad ihrer Volkswirtschaft neigen dagegen zu flexiblen Wechselkursen, um den negativen Effekten einer unerwünschten Terms of trade-Entwicklung über Kursanpassungen begegnen zu können. Ferner ist Rußland weniger von kurzfristigen Trendänderungen im Außenhandel abhängig, da der Ex- und Importanteil am BIP¹ bei lediglich ca. 15% und 12% liegt (1995). In der Tendenz nimmt jedoch mit der weiteren Öffnung und Konsolidierung der Wirtschaft der Anteil der handelbaren Güter auf Kosten der nichthandelbaren zu. Welche Effekte - Auf- oder Abwertungseffekte - das hervorrufen kann, hängt von der Struktur der nichthandelbaren Güter, ihren relativen Preisen und ihrem Anteil am Austauschvolumen ab. Schließlich handelt es sich bei der Rubelkurspolitik um ein managed floating, da die Kursbandbreite so gewählt wurde, daß ein relativ großzügiges Floaten von rund 6% um den Mittelwert möglich ist. Im Ergebnis sind dadurch die Kosten für die Korridorsicherung etwas geringer als bei einem fest fixierten Kurs, was die diesbezüglichen Aufwendungen der Zentralbank verringert. Auf der anderen Seite steigen die Kurssicherungskosten bei den Privaten, halten sich jedoch im Vergleich zu einem völlig flexiblen Wechselkursregime in Grenzen.

Subsumiert man also für 1996 eine Fortsetzung des gegenwärtigen Grundmusters der makroökonomischen Entwicklung in Richtung Stabilisierung in Rußland, ist zu erwarten, daß die Kursstabilität bzw. die mögliche reale Auf- und Abwertung stark von der Preisentwicklung abhängen werden. Wirtschaftsprognosen zufolge ist das Inflationspotential weitgehend erschöpft, so daß eine jährliche Preissteigerungsrate von 37,5%² realistisch erscheint. *Hier wird unter Berücksichtigung der anstehenden Präsidentschaftswahlen jedoch mit einer prognostizierten Inflationsrate 1996 von 45,1% gearbeitet.* Bei einer leichten Korrektur des Korridors im Frühsommer 1996 kann prognostiziert werden, daß der reale Rubel-Dollar-Wechselkurs weitgehend stabil bleibt (Graphik 7).

Graphik 7

µ §

Quelle: F inansovye izvestija, 11.1.1996, S. 2.; Russian Economic Trends, Monthly Update, 13.2.1996, S. 5.; Segodnja, 24.2.1996, S. 2.

Unterstellt wurde bei dieser Prognose eine nominale Rubelabwertung in kleinen Schritten während des ganzen Jahres. Eine Prognosevariante der russischen Regierung auf der Grundlage der Kurssicherungsgeschäfte ergibt ähnliche Werte. Eine weitere Variante auf der Grundlage ungedeckter Zinsparitäten sagt eine Kursverdoppelung voraus.³ Ungedeckte Zinsparität liegt vor, wenn $(e^t - e)/e = i^i - i^a$, wobei e der nominale und e^t der Terminkurs, i^i und i^a die In- und Auslandszinssätze sind.⁴ Allerdings ist die Abweichung von der gedeckten Zinsparität nicht bedeutend. Wichtiger ist die immer noch sehr große Differenz zwischen Termin- und Nominalkurs. Da $(e^t - e)/e = e^t/e - 1$, folgt unter Vernachlässigung des (als gering unterstellten) Auslandszinssatzes,

1 Zum laufenden Dollarkurs.

2 Schätzung des Instituts für Wirtschaftsprobleme der Übergangszeit Moskau, in: Finansovye izvestija, 11.1.1996, S. 2.

3 Russian Economic Trends 1995, Vol. 4, Nr. 3, Southampton 1995, S. 30.

4 M. Willms, Internationale Währungspolitik, München 1995, S. 21.

daß sich der erwartete Kurswert in etwa aus dem Verhältnis zwischen dem bestehenden Terminkurs und dem Zinsindex in Rußland ergibt. Weil dieser beträchtlich ist, wird folglich von einer rapiden Steigerung der Terminkurse ausgegangen. Das dürfte auf Vertrauensverluste der Marktteilnehmer in die Kursstabilität zumindest nach dem 1. Juli 1996 hindeuten.

Die Rubelkurswerte in der hier vorgenommenen Schätzung errechnen sich dagegen aus der Annahme, daß die nominale Abwertung auch in der ersten Jahreshälfte 1996 hinter dem Inflationsindex bleibt, aber auf ihn abgestimmt ist (Tabelle 7, Graphik 7). Dadurch besteht eine leichte reale Aufwertung 1996 zwar fort, jedoch mit gegen null gehendem Trend.

Tabelle 7: Geschätzte Wechselkursentwicklung des Rubels 1996 nach Monate

Monat	I	III	V	VII	IX	XI	XII
Rubel/US-\$	4850	5000	5150	5300	5500	5700	5800

Wegen der prognostizierten geringen monatlichen Inflationsraten ergibt sich dabei ab Juli bzw. August 1996 eine enge Übereinstimmung zwischen Preissteigerung und Kursanpassung, was faktisch auch einer Korridorauflage gleichkommt (vgl. Graphik 7). Damit würden sich die Forderungen zahlreicher Interessengruppierungen nach einer Revision der Korridorpolitik erübrigen.

Ognian Hishow

**Inflation, Exchange Rate and Interest Rate in Russia
Theoretical Deliberations and Empirical Findings**

Bericht des BIOst Nr. 17/1996

Summary

Introductory Remarks

After the political change of power Russia plunged into a deeper economic crisis than other post-communist Eastern European economies. This happened in spite of Russia's technological standard being just as high as in other economies in transition, in spite of its great natural wealth and in spite of its higher independence from foreign trade, even autarky with regard to energy supply. The fact that Russia is finding it particularly difficult to make the appropriate adjustments on its way to a market economy is reflected above all by the scope of the high inflation and the length of time the country has been suffering under it. With regard to monetary policy the stabilisation efforts of the past two years have concentrated on controlling the growth of the money supply. The focus concerning the exchange rate policy has been on a far-reaching fixation of the rouble exchange rate. In the present report both these stabilisation policies are analysed in more detail with regard to their preconditions and effects and are linked to the interest rate policy as well as the effects of the current interest rates. As to methodology, the empirical analysis, the results of which are generally presented in form of tables and graphs, is accompanied by theoretical deliberations. This is necessary in order to be able to describe the interdependencies and feedbacks between single economic entities and indicators - like the gross domestic product, the growth of the money supply, the inflation rate, the development of the exchange rate, the interest rate etc. - in a more transparent way. At the same time it is not the intention of this work to add to the respective theoretical discussion. Rather than that, established theoretical instruments, taken from the relevant sources of literature, serve the purpose of making the empirical analysis more tangible and bringing it close to as large a readership as possible.

Findings

- 1. Among the Russian experts as well as in parliament and the advisory group of the President the discussion on the efficiency of the present stabilisation policy is being intensified. In this context the real and the monetary development differ widely from one another. While since 1990 the gross domestic product (GDP) has been halved in real terms, the money supply has multiplied (M2 increased 450fold between 1991 and 1995 or, in other words, by 45.000%). Measured by this, the price increase was eleven times larger: the increase of the consumer prices came up to 500.000% in the same period. The decrease of*

the rouble exchange rate to the US-dollar and other hard currencies was of a similar extent. With the approach of the presidential elections in June 1996 the pressure on the government to refrain from its austerity policy is growing. Most opponents to this policy criticise, that the uncompromising battle against inflation is contra productive, if capacities are underused, as is the case in Russia. Instead, an active growth and income policy financed by credit - a sort of Russian revival of US-President Roosevelt's "New Deal" course from the 1930s - is favoured. At the same time the critics are not aware of the fact, that due to the structural and technological deficits of the economy stabilisation policy financed by credit is not likely to be very successful without accompanying protectionistic measures. On the other hand, the necessary radical isolation of the economy, according to the behaviour pattern of former times, is not feasible in the medium term because of the new network of interests within the Russian society. Thus, the result would be persistent stagflation and - due to the increased debt - a heavier load of debt service. A more realistic scenario for Russia is that of a prolonged structural change, thereby using the country's comparative advantages and shifting the emphasis within the framework of the international division of labour. However, the present stabilisation path should not be left.

- 2. In 1992 the Russian economy inherited a distinct monetary overhang or suppressed inflation from the Soviet times. The amount of the money triggering inflation was 2.11 times as high as the gross domestic product in 1991. After the liberalisation of prices in 1992, price increases were monetarized by a lax monetary policy. The growth rate of the money supply and of the inflation show a close correlation in the medium term. The high price increase rates forced the economy and the savers to pay a significant inflation tax to the state. In return for the exploitation of this tax source the taxed economic subjects (the households) received a nominally higher amount of assets (money), the real value of which decreased in proportion to the inflation tax rate. In 1993 the volume of inflation tax income amounted to 64%, in 1994 to 12% and in 1995 to 7% of the gross domestic product of the year in question.*
- 3. In 1995 the Russian economy was in a state of acute stagflation: the considerable decline in production had reached stand still for the first time since 1991 and the GDP stagnated, while prices still rose enormously. Economic theory explains stagflation on the basis of rational expectations on the part of the economic actors, whereby the anticipated nominal price increase rates are such, that a real decline of the factor costs is excluded. Consequently investment activities rest while inflation carries on. However, the theory is based on the assumption of completely flexible markets, infinitely high reaction velocities and freedom of adjustment. But this is not the case in Russia - neither do (state) enterprises have comprehensive possibilities for going bankrupt nor are labour costs brought to an equilibrium through redundancies. The high credit interest rates are avoided and labour costs per piece are reduced by arbitrarily postponing the payment of debts and wages. At present, Russian economic politics seem to be finding a way out of stagflation. The yearly inflation rate is clearly following a downward trend, while the gross domestic product is about to grow.*

4. *High real interest rates (the refinancing rate of the Russian Central Bank, the credit interest rates of the commercial banks) - of up to 200% a year - are an important result of the fight against inflation via austerity policy. With regard to the whole national economy stabilisation is taking place at the expense of investors, with the exception of export oriented extractive branches of industry that stay solvent due to foreign trade. It is primarily them that the growth forecast for 1996 is based on, while other branches - especially in the processing and military industries - will shrink further.*
5. *In the spring of 1995 the Russian government decided on a corridor for the rouble exchange rate with a bandwidth of 4.300 to 4.900 roubles per US-dollar as an anchor for economic stability (it was prolonged until July 1 1996 with a new bandwidth of 4.550 to 5.150 roubles per dollar). With the help of this corridor the import of inflation was supposed to be stopped via an increase of import prices induced by the exchange rate. Apart from that, primarily speculative deals in foreign currencies were supposed to be stopped and the risks connected with foreign trade - the costs for hedging the exchange rate risk etc. - made calculable. As the rouble was nominally strongly undervalued at first (measured by the exchange rate in buying power parities) the expectations in the corridor were fulfilled to a large degree. With increasing real appreciation of the rouble the corridor tends to put a break on the export business in the medium term, at the same time continuously bringing down the price of imports and thus dampening economic activity. That is why possibly a crawling peg with depreciation rates that are announced ahead of time should be considered, unless there is success in further decreasing the inflation. In that case, it should be possible to change to free or possibly to "managed floating" and to undertake nominal exchange rate adaptations automatically (the foreign exchange holdings are sufficient).*
6. *All in all the political stabilisation efforts since the rouble crisis in autumn 1994 and especially in the second half of 1995 have been successful insofar as the main macroeconomic indicators have changed for the better. In this context it was important, that the monetary and fiscal authorities acted in a co-ordinated way and that political decisions concerning wages especially with regard to wage payments financed by the state budget were very restrictive. The present report is based on the assumption, that the character of the economic policy will basically stay the same, despite temporary compromises and some corrections. There is no justifiable alternative, if what has already been achieved should not be risked. If the austerity course were ultimately abandoned this would considerably raise the price to be paid. A new round of inflation above all poses the danger of a collapse of the banking system, because the inflation helps debtors and burdens creditors. Most commercial banks show an extensive amount of overdue credits on their balance sheets, so that any further burdening would lead to the collapse of even large money institutes. Further more, the rapid rise of the inflation rate would buoy the dollarisation of the economy and destroy hopes for the urgently needed stimulation of investment activities. A cementation of the economic crisis with all its negative symptoms with regard to domestic and foreign policy would be the result.*

