

Makroökonomische Situation und Lage auf den Finanzmärkten Rußlands

Vostrikov, Petr A.

Veröffentlichungsversion / Published Version

Forschungsbericht / research report

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Vostrikov, P. A. (1996). *Makroökonomische Situation und Lage auf den Finanzmärkten Rußlands*. (Aktuelle Analysen / BIOst, 61/1996). Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-46574>

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.

Makroökonomische Situation und Lage auf den Finanzmärkten Rußlands

Zusammenfassung

Die wirtschaftliche Lage Rußlands bleibt auch 1996 instabil. Frühere Wachstumsprognosen für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) und die Industrie wurden nach unten revidiert. Lediglich die weitere Reduzierung der monatlichen Inflationsraten ist der Regierung gut gelungen. Dagegen bleibt die Haushaltslage wegen Einnahmeausfällen gespannt. Dennoch ist es unwahrscheinlich, daß das geplante Defizit außer Kontrolle gerät, denn es wird an den Ausgaben gespart. Die Defizitstabilisierung wird durch eine umfassendere externe Defizitfinanzierung und die allmähliche Verbilligung der staatlichen Schuldtitel flankiert. Das bewirkt wiederum, daß der Geschäftsbankensektor weiterhin unter Anpassungsdruck steht. Sein Zusammenbruch wird dennoch nicht befürchtet, abgesehen davon, daß etliche größere Banken unter Liquiditätsschwierigkeiten leiden. Dieser Umstand und die marginalisierte Investitionstätigkeit des Staates lassen einen Aufschwung in der nächsten Zeit unwahrscheinlich erscheinen.

Zuspitzung der fiskalischen Engpässe trotz Erholungstendenzen im realen Sektor

In der letzten Zeit erschienen in der russischen Presse häufig düstere Prognosen, die für den Herbst dieses Jahres eine rapide Verschlechterung der allgemeinen Wirtschaftslage und Destabilisierung oder sogar den vollständigen Zusammenbruch des Finanzsystems prophezeien. Die in der Tat akuten Probleme der derzeitigen Wirtschaftsentwicklung in Rußland geben diesen pessimistischen Vorhersagen Nahrung. Die einzige unbestrittene Errungenschaft der russischen Regierung ist bislang die konsequente Reduzierung der Inflationsrate, die in diesem Jahr die niedrigsten Werte der gesamten Reformzeit erreicht hat: Im ersten Halbjahr ist der Verbraucherpreisindex um 15,5% angewachsen (gegenüber 78% im ersten Halbjahr 1995); dabei ist die monatliche Zuwachsrate der Verbraucherpreise von 4,1% im Januar auf 0,7% im Juli und 0,8-0,9% im August gefallen.

Wenn allerdings Ende 1995/Anfang 1996 noch mit Überwindung des Produktionsrückgangs gerechnet werden konnte, so war schon gegen Jahresmitte offenkundig, daß die positiven Tendenzen, die sich im realökonomischen Sektor abzuzeichnen schienen, sich in gegenläufige verwandelt hatten: Die Schrumpfung des BIP gegenüber dem analogen Zeitraum des Vorjahres beschleunigte sich von 3% im Januar bis April auf 5% fürs Halbjahr insgesamt und der Produktionsrückgang der Industrie von 3% auf 6%. Kritisch bleibt auch das Tempo des Investitionsrückgangs. Die Liquiditätskrise hat sich zugespitzt: Gegen Jahresmitte hatte der Anteil verlustbringender Unternehmen gegenüber dem analogen Zeitraum des Vorjahres in der Industrie von 26 auf 36%, im Transportwesen von 42 auf 61% und

in der Bauwirtschaft von 27 auf 36% zugenommen. Das Gewinnvolumen ist fast um ein Drittel gesunken, das Ausmaß ausstehender Verbindlichkeiten hat zugenommen.

Unter diesen Umständen mußte auch der Zustand staatlicher Finanzen zwangsläufig schlechter werden. In der ersten Jahreshälfte hat sich das Steueraufkommen abrupt verringert (die ausstehenden Steuerabführungen an den föderalen Haushalt haben sich um das 1,9fache, von 31,5 auf 61,3 Billionen Rbl, vergrößert), die geplanten Einnahmen sind zu 80% erfolgt. Andererseits wurden im Zuge des Wahlkampfes die Sozialausgaben beträchtlich vergrößert, so daß die Ausgabenseite des Haushalts nicht gekürzt werden konnte. Die Folge davon war eine Zunahme des Haushaltsdefizits, das für das erste Halbjahr rund 5,5% vom BIP betrug, was den veranschlagten Wert (3,85%) deutlich überschreitet. Das Defizit liegt derzeit bei 70% der in diesem Jahr maximal möglichen Größe.

Die entstandene Situation zwang die Regierung, die Emission von staatlichen Wertpapieren, hauptsächlich von kurzfristigen Staatsanleihen (gosudarstvennyye kratkosročné obligacii, GKO), plötzlich auszuweiten. Die Folge davon waren Notierungsverfall und rapider Aufschwung der durchschnittlichen Rentabilität der GKO: Sank diese zu Jahresanfang noch und lag im Februar bei einem Realzinssatz von 30-40%, so begann sie nach dem Starten der Wahlkampagne trotz der sinkenden Inflation im schwindelerregenden Tempo zuzunehmen und erreichte Mitte Juni rund 130%. Im Endergebnis stand eine Verringerung der budgetären Effizienz der GKO: Von Januar bis Mai 1996 war deren Emission um das 3,4fache angewachsen, während die Finanzmittelabführungen an den Haushalt aus dieser Quelle sich sogar vermindert haben.

Zugleich sind die staatlichen Wertpapiere dadurch, daß sie eine beispiellose Rentabilität sicherten, zu einem Mittel des "Abziehens" von Geldressourcen aus dem Realsektor geworden, was dessen Entwicklungsmöglichkeiten zusätzlich einschränkte. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind von den ungefähr 145 Billionen Rbl an Einlagen von Unternehmen und Bürgern rund 120 Billionen, oder praktisch die gesamten zeitweilig verfügbaren Rubelressourcen, in staatlichen Wertpapieren angelegt. Nach unterschiedlichen Schätzungen sind auf dem Markt für GKO rund 90% der Bankguthaben konzentriert.

Stabilität des Banken- und Finanzsystems zunehmend von der Situation auf dem GKO-Markt abhängig

Unter diesen Umständen mußten die Staatsanleihen in den Mittelpunkt des Finanzmarktes rücken: Die Dynamik der Zinssätze auf dem Geldmarkt, der Devisenkurs und die Rentabilität von korporativen Wertpapieren werden nun vom Mittelbedarf an Rubeln für Transaktionen mit Staatstiteln bestimmt. Von der Situation auf dem Markt für Staatsanleihen hängt im entscheidenden Maße die Stabilität des Banken- und Finanzsystems insgesamt ab.

Indessen gab die Lage auf dem Markt für GKO mehrmals Anlaß zu ernsthafter Unruhe. So fiel der Höhepunkt der Auszahlungen für frühere Emissionen auf Juni 1996, während die Fähigkeit des Staates, seine Verpflichtungen einzuhalten, Skepsis hervorrief, da ja die Staatskasse leer war, das Steueraufkommen und die budgetäre Effizienz der GKO niedrig waren, die Reserven des inländischen Finanzmarktes praktisch ausgeschöpft waren und einige große Marktakteure eindeutige Anzeichen mangelnder Liquidität an den Tag legten. Unter diesen Umständen äußerten viele Analytiker die Befürchtung, daß ein Zusammenbruch der GKO-"Pyramide" bevorstehe und zugleich auch des gesamten Finanzsystems. Die im August/September als nächste anstehende Auszahlungsspitze gibt ebenfalls Anlaß zu pessimistischen Prognosen.

Bislang gelang es der russischen Regierung jedoch immer wieder, eine finanzielle Katastrophe zu vermeiden. Mehr noch: Im Juni fiel die Rentabilität von GKO sogar, ungeachtet dessen, daß genau zu diesem Zeitpunkt die Banken unvorstellbar niedrige Kursangebote beim Kauf von Anleihen unterbreiteten. Die Tendenz zu steigenden Notierungen von staatlichen Wertpapieren war auch im August-September deutlich auszumachen.

Folgende Umstände gestatteten es, die Finanzmärkte vor dem, wie es schien, unerbittlich heranrückenden Zusammenbruch zu retten.

Erstens gelang es der Regierung, den Anteil der Außenfinanzierung des Haushaltsdefizits, der im ersten Halbjahr d.J. rund 46% ausmachte (gegenüber ungefähr 10% in der ersten Jahreshälfte 1995 und 31% in den ersten drei Monaten des Jahres 1996), beträchtlich zu vergrößern. Ende April wurde mit dem Pariser Klub eine Vereinbarung über einen Tilgungsaufschub getroffen, anhand der das Finanzministerium ca. 4 Mrd. Dollar, die im Haushalt dafür bereits vorgesehen waren, "sparen" konnte. Außerdem hat Rußland allein in den ersten dreieinhalb Monaten des Jahres 4 Mrd. Dollar vom Ausland aufgenommen, wodurch seine Außenverschuldung schnell anwuchs und 40% aller für das Jahr geplanten Außenschulden erreichte. Seit Februar 1996 sind (mit bestimmten Einschränkungen) ausländische Investoren auf dem Anleihenmarkt zugelassen. Bereits im April hatten Ausländer ca. 1 Mrd. Dollar in GKO investiert, im Mai waren es ca. 1,5 Mrd., derzeit beträgt das Volumen ausländischer Investitionen ca. 2 Mrd. Dollar. Hierbei nahm der nichtlegale Mittelzufluß einen beträchtlichen Aufschwung: Ausländer, die die für sie in bezug auf Rentabilität und andere Bedingungen vorgesehenen Einschränkungen bei Geschäften mit Staatsanleihen zu umgehen suchten, begannen die "inoffizielle" Hilfe russischer Banken in Anspruch zu nehmen. Der Umfang des Kapitalzuflusses aus der Schattenwirtschaft läßt sich nur schwer schätzen, nach Meinung einiger Analytiker beträgt aber der Anteil ausländischen Kapitals auf dem Markt derzeit 20%.

Zweitens wurden am Ende des Halbjahres rigorose Maßnahmen zur Erhöhung des Steueraufkommens ergriffen. So wird beispielsweise der Zugriff auf das Vermögen von Schuldner häufiger praktiziert. Schon im Juni haben diese Maßnahmen ermöglicht, den Steueranteil am BIP auf 9,7% gegenüber 8% im Halbjahresdurchschnitt zu erhöhen.

Drittens zeichnet sich eine gewisse Abmilderung der restriktiven Geldpolitik ab. Die in diesem Jahr getroffene Entscheidung der Zentralbank von Rußland, beim Finanzministerium der Russischen Föderation Außenkredite zu kaufen, ihren Gewinn an den föderalen Haushalt abzuführen u.a. haben die Rolle der Zentralbank bei der Finanzierung des Haushaltsdefizits verstärkt. Im August 1996 wurde von der Zentralbank, zum zweiten Mal in den letzten Monaten, eine Reduzierung des Refinanzierungszinssatzes von 110% auf 80% vorgenommen. Die Zuwachsraten der Geldbasis im Zeitraum April-Juli lagen bei mehr als 6% im Monat. Die Vergrößerung der Geldmenge M2 wird mit 12% im Juni und 6 bzw. 4% im Juli bzw. August beziffert. Um die Folgen der Emission zu neutralisieren, hat die Zentralbank einige Maßnahmen ergriffen, die hoffen lassen, daß die Inflationsfolgen begrenzt bleiben. Zugleich trug nach Ansicht einiger Analytiker eine gewisse Entspannung des "Gelddefizits" zur Stabilisierung der Rentabilität von Staatsanleihen bei.

Viertens spielte bei der Überwindung des fieberhaften Zustands des Finanzmarktes die Politik des Finanzministeriums und der Zentralbank eine nicht unwesentliche Rolle, die ihn in den kritischen Momenten "unterstützten".

Kurzfristig keine dramatische Verschlechterung der Lage zu erwarten

Die zum gegenwärtigen Zeitpunkt in der russischen Wirtschaft bestehende Situation bietet eventuellen Entwicklungsalternativen bis Jahresende nur einen relativ engen Spielraum. Am wahrscheinlichsten ist das Trägheitsszenario, zu dessen Voraussetzungen die Erhaltung des Haushaltsdefizits in einem akzeptablen Rahmen gehört. Sollte es der Regierung gelingen, in der zweiten Jahreshälfte das Steueraufkommen, wie geplant, um 15-20% zu erhöhen und die Ausgaben um 10-15% zu beschneiden, so kann diese Voraussetzung realisiert werden. In der nächsten Zukunft dürfte die Regierung auch mit einem Zustrom ausländischen Kapitals als Mittel zur Bekämpfung der Haushaltsprobleme rechnen können, wofür der bei den Verhandlungen mit dem Londoner Klub über die Umstrukturierung der russischen Schulden erzielte Fortschritt, der Beschluß über die Zuteilung weiterer Tranchen des erweiterten IMF-Kredits sowie das erhöhte ausländische Interesse am GKO-Markt u.a. sprechen.

Zugleich wird die in den nächsten Monaten unvermeidliche Verstärkung einer ausgesprochen fiskalischen Ausrichtung der Steuerpolitik und die weitere Kürzung von Haushaltsausgaben depressive Auswirkung auf die Wirtschaft haben und keine Möglichkeiten zur Stimulierung der Wirtschaftsentwicklung übriglassen. Die Folge wird die Fortsetzung des wirtschaftlichen Rückgangs in einem Tempo sein, das in etwa dem des ersten Halbjahres entspricht (was neben all dem anderen die Einnahmen des Budgets eingeschränkt wird). Eine gewisse Beschleunigung der Inflation ist denkbar sowohl infolge der erhöhten Emissionstätigkeit im Frühjahr-Sommer 1996 als auch infolge des Kostendrucks, der in letzter Zeit Anzeichen einer Zunahme aufweist. Dabei dürften die monatlichen Zuwachsraten der Verbraucherpreise nicht über 1,5-2% hinausgehen.

Ungeachtet der offenkundigen und akuten Probleme der russischen Wirtschaft dürfte es wahrscheinlich bis Jahresende gelingen, die relative Stabilität der Finanzmärkte zu erhalten (unter der Voraussetzung, daß das Haushaltsdefizit im akzeptablen Rahmen bleibt und soziale sowie politische Stabilität gewahrt werden). So zeichnet sich zum Beispiel auf dem GKO-Markt seit dem Sommer 1996 die Tendenz zur Rentabilitätsverringerung ab. Die Hoffnungen der Regierung auf Beständigkeit dieser Tendenz sind hauptsächlich mit der Heranziehung ausländischen Kapitals verbunden, insbesondere im Zusammenhang mit dem am 15. August 1996 eingeführten Schema zur Anlockung ausländischer Investoren. Dies sieht die Zulassung von ausländischen Anlegern auf dem Sekundärmarkt und - im Vergleich zu früher - größere Freiheiten bei der Repatriierung des Gewinns vor. Es wird mit neuen Liberalisierungsmaßnahmen bei der Zulassung ausländischen Kapitals auf dem Markt gerechnet.

Schon jetzt ist das Rentabilitätsniveau von GKO's ganz nahe an die Ertragsfähigkeit anderer Finanzinstrumente herangerückt, was den Kapitaltransfer in andere Marktsegmente zur Folge hat, unter anderem in längerfristige Staatsanleihen, was den Absichten der Regierung sehr entgegenkommt. Der Markt für korporative Wertpapiere hat sich belebt. Eine "Aufheizung" des Devisenmarktes ist zu beobachten, die vermuten läßt, daß gegen Ende des Jahres der Devisenkurs zwar innerhalb des festgelegten "geneigten Wechselkurskorridors" bleibt, jedoch die maximal zulässigen Werte erreichen wird. Ein gewisses Nachlassen des "Geldhungers" bedingt die relativ ruhige Entwicklung auf dem Markt für Interbanken-Kredite.

Die Anpassung des russischen Bankensystems an den Prozeß der finanziellen Stabilisierung verläuft äußerst schmerzhaft: Allein in diesem Jahr zog die Zentralbank 155 Lizenzen ein, und in der letzten Zeit gab es eine ganze Reihe großer Bankenkrisen (Krach der Banken "Avtovazbank", "Bal'čug", "Tver'universalbank" u.a., Verstaatlichung der Banken "Unikombank" und "Agroprombank"). Insgesamt können nach verschiedenen Schätzungen 20-40% der russischen Banken als Problemfälle gelten. Dennoch erscheint eine Wiederholung der Ereignisse vom August 1995 aus verschiedenen Gründen als wenig wahrscheinlich. Erstens hat die Interbanken-Kreditierung nicht mehr soviel Schwung wie früher. Zweitens verfügt die Zentralbank jetzt über ein umfassenderes Instrumentarium der Kontrolle über Prozesse auf den Finanzmärkten und im Bankensektor, so z.B. über Möglichkeiten, die Liquidität von Banken, die auf dem GKO-Markt operieren, zu festigen. Dies wird durch die von der Bank von Rußland verabschiedeten Beschlüsse über die Wiederaufnahme der Lombardkreditierung, über den Beginn der Vergabe von eintägigen Verrechnungskrediten sowie über die Einführung von Repo-Operationen auf dem Anleihenmarkt gewährleistet.

Dies und andere Instrumente gestatten es, auf Veränderungen der Liquidität des Bankensystems flexibel zu reagieren und notfalls den Kern zu unterstützen, was eine stabilisierende Wirkung auf das System als Ganzes hat. Und schließlich sind in der letzten Zeit Anzeichen für eine Überwindung des Schocks auszumachen, der im Bankensystem durch die finanzielle Stabilisierung hervorgerufen wurde und sich in einer unaufhörlichen Verringerung der realen Aktiva des Bankensystems seit Ende 1994 niederschlug. Im zweiten Quartal 1996 verlangsamte sich diese Reduzierung abrupt und betrug lediglich 1,4% gegenüber 13,4% im ersten Quartal.

Was die in der ferneren Zukunft liegenden Entwicklungsperspektiven des russischen Finanz- und Bankensystems betrifft, so wird deren "Gesundheit" entscheidend davon abhängen, in welchem Maße es gelingen wird, die gegenwärtig anstehenden Probleme zu lösen: den Rückgang zu überwinden, eine Steuerreform durchzuführen und das Steueraufkommen zu erhöhen und die prioritären Bereiche der staatlichen Verantwortung genauer festzulegen, um auf dieser Grundlage die Haushaltsausgaben zu beschränken.

Petr Vostrikov

Der Verfasser ist Leiter der Abteilung für makroökonomische Untersuchungen des Forschungsinstituts der Zentralbank von Rußland.

Redaktion: Ognian Hishov

Übersetzung: Olga Löwen

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 Quellenangabe gestattet.

Belegexemplare erwünscht.

Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Lindenbornstr. 22, D-50823 Köln,

Telefon 0221/5747-0, Telefax 0221/5747-110

ISSN 0945-4071