

## Rußland: Wechselkursstabilität am Ende?

Hishow, Ognian N.

Veröffentlichungsversion / Published Version

Forschungsbericht / research report

### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Hishow, O. N. (1998). *Rußland: Wechselkursstabilität am Ende?* (Aktuelle Analysen / BIOst, 22/1998). Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-47480>

### 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.

## **Rußland: Wechselkursstabilität am Ende?**

### **Zusammenfassung**

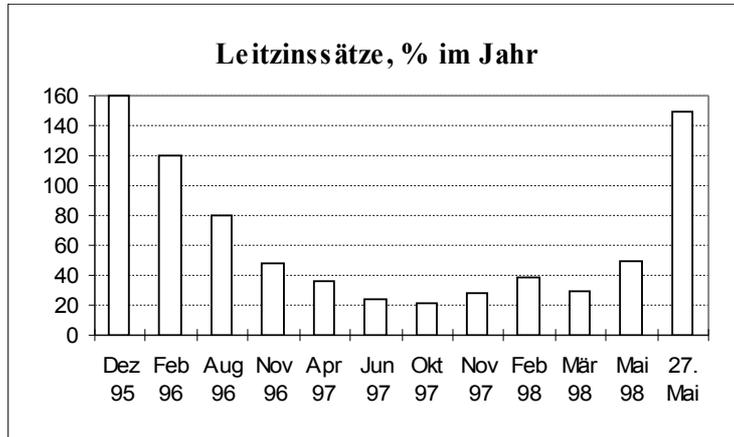
Die makroökonomische Stabilisierung in Rußland ist seit dem Ausbruch der asiatischen Finanzkrise in Frage gestellt. Es hat sich gezeigt, daß die russischen Finanzen von den internationalen Kreditmärkten abhängig sind und daß die nationalen fiskalpolitischen Lösungen wenig wirksam waren. Die Budgetdefizite liegen bei etwa der Hälfte der Einnahmen des föderalen Haushalts, was eine massive Kreditaufnahme im Ausland erforderlich macht. Mit dem Verschwinden der Leistungsbilanzüberschüsse wegen des weltweiten Ölpreisverfalls hat sich die Zahlungsbilanzsituation Moskaus weiter verschlechtert. Der Rubel-Dollar-Wechselkurs, welcher bislang als nomineller Stabilisierungsanker gedient hat, gerät stark unter Druck. In einem Verzweiflungsakt versucht die Zentralbank über extrem hohe Leitzinssätze einer Abwertung, ausgelöst durch Wechselkursspekulation, vorzubeugen. Da die Ursache für die Rubelschwäche aber im güterwirtschaftlichen Sektor liegt, können solche monetären Maßnahmen als im Prinzip unwirksam eingeschätzt werden. Eine Abwertung ist weitgehend alternativlos; allerdings würde sie klar machen, daß die bisherige Stabilisierungsstrategie gescheitert ist. Ein sehr viel schmerzhafter Neuanfang dürfte folgen.

### **Spekulative Attacken auf den russischen Rubel**

Am 27. Mai wurde der Leitzins in Rußland auf astronomische 150% heraufgesetzt. So hoch war er zuletzt im Dezember 1995. Allerdings hatte die Wirtschaft damals mit Inflationsraten zu kämpfen, die über der Nominalverzinsung lagen; gegenwärtig ist Rußland mit 10% im Jahr fast ein Niedriginflationsland. Danach wurde der Refinanzierungssatz während einer Zinssenkungsphase auf seinen bislang niedrigsten Stand (Oktober 1997) von 21% zurückgeführt. Als die Krise der südostasiatischen Finanzmärkte auch Rußland erfaßte, folgten hektische Korrekturen in relativ großen Schritten nach oben und unten (vgl. Graphik).

Insofern kommt der jüngste Schritt nicht ganz überraschend. Zum einen handelt es sich um eine klassische Entscheidung zur Geldmengensteuerung: Da die Sollzinsen in den letzten Monaten stark gestiegen sind, können die Geschäftsbanken durch Ausdehnung der (billigen) Refinanzierung bei der Zentralbank ihr Kreditgeschäft ausweiten. Im Ergebnis steigt die Geldmenge, weshalb die Zentralbank einschreiten muß. Allerdings dürfte diese Intention angesichts der gegenwärtigen Erlahmung der russischen Wirtschaft eher sekundär sein. Primär sollen die hohen Zinsen spekulative Attacken auf den Rubel abwehren, die erfahrungsgemäß nach folgendem Muster ablaufen: Ist eine Währung

abwertungsverdächtig, ziehen Anleger einen Kredit in dieser Währung, tauschen das Geld in eine stabile Währung um und warten auf eine Wechselkurskorrektur. Nachdem sie erfolgt ist, verkaufen sie die Hartwährungsbeträge, zahlen den Kredit zurück und reinvestieren den spekulativen Gewinn, um erneut nach dem gleichen Muster vorzugehen. Hohe Zinsen verteuern dagegen den Kredit und machen die Transaktion unrentabel. Vor diesem Hintergrund ist der Schritt der Zentralbank als richtig zu bewerten. Dennoch bleibt, abgesehen von den verheerenden Folgen für das erhoffte Wirtschaftswachstum, die Frage nach seiner mittelfristigen Wirksamkeit.



Quelle:

PlanEcon Report; Financial Times.

### Makroökonomische Bedingungen einer Abwertung

Aus der Sicht der Finanzmärkte lohnt sich eine Auslandsanlage dann, wenn die Verzinsung abzüglich der Wechselkurseinbußen höher als die Rendite in einem Alternativland liegt. Wenn in Rußland die Inflation niedrig und die Realzinsen dennoch hoch sind, warum dann Abwertungsbedürfnisse? Ursache ist die Signalwirkung der Zinsen vor dem Hintergrund einer allgemein wenig überzeugenden Wirtschafts-, insbesondere Finanzpolitik Moskaus. Sie bestärken die Skepsis, daß der aktuelle Wechselkurs gehalten werden kann. Auslöser ist weniger die tatsächliche Lage der Wirtschaft, sondern der Staat. Auf lange Sicht spiegelt der Wechselkurs lediglich das Verhältnis zwischen dem Preisniveau in Rußland und einer Referenzwirtschaft (USA, Deutschland), korrigiert um die Anteile handelbarer Güter und ihre relativen Preise, wider. Zwar wertet der Rubel real langsam auf, aber er bewegt sich noch deutlich unterhalb der Kaufkraftparität.

In der kurzen Frist – und das ist relevant – liegt eine andere Situation vor: Die Nachfrage nach Dollar ist relativ groß, ebenfalls das Angebot an Rubel. Das drückt auf den Kurs, wobei hervorzuheben ist, daß die asiatische Finanzkrise nicht mehr primär dafür verantwortlich ist. Zwar haben die dortigen Turbulenzen bereits Ende 1997 die russische Währung unter Abwertungsdruck gesetzt, da sich viele asiatischen Anleger aus dem Moskauer Rentenmarkt zurückgezogen haben. Sie haben die kurzfristigen Schuldverschreibungen der russischen Regierung aus ihrem Portefeuille entfernt, die erhaltenen Rubelbeträge in Dollar umgetauscht und diese nach Hause transferiert, um dort entstandene Verluste auszugleichen. Da im Zuge der Krise weltweit genug Liquidität vorhanden ist, die nach Anlagemöglichkeiten sucht, wären andere Investoren leicht zu gewinnen. Sie kamen auch tatsächlich und glichen die um den Jahreswechsel entstandenen Verluste von rund 5 Milliarden Dollar aus (einen Teil steuerte die Zentralbank bei, als sie zur Rubelstützung ca. 2 bis 3 Milliarden Dollar verkaufte). Daß die Lage dennoch kritisch ist, indizierte vor allem der russische Aktienmarkt, der genauso schnell eingebrochen ist, wie er bedingt durch die niedrige Börsenkapitalisierung 1997 gestiegen ist. Betriebswirtschaftlich ist das nicht nachvollziehbar, denn die meisten börsengehandelten Firmen sind Blue-Chip-Unternehmen, die für sich genommen wenig risikobehaftet sind. Allerdings sind seriöse Investoren immer wieder auf nichttarifäre Barrieren gestoßen, so daß lediglich 2% der Wirtschaft in ausländischer Hand ist. Es scheint, daß die Rußland treu bleibenden Investoren eher Finanzspekulanten

sind, die ihre Anlagenstruktur jetzt umschichten – weg von den Aktien und hinein in den Rentenmarkt für föderale Schuldscheine, welche haushaltspolitisch bedingt eine sehr hohe Rendite versprechen.

### Finanzierungsprobleme und Abwertung

Noch im Herbst 1997 schien die russische Wirtschaft auf Wachstumskurs umzuschwenken und die makroökonomische Stabilisierung sah erfolgreich aus. Zwar war ein fiskalisches Gleichgewicht noch nicht überzeugend hergestellt (vgl. Tabelle), doch der russische Staat galt mittlerweile, insbesondere nach den wichtigen Umschuldungsabkommen mit dem Pariser und Londoner Klub, als kreditwürdig. Hierbei wurden die Warnungen der internationalen Ratingagenturen, die ihre Ratings entweder nicht erhöhen oder sogar senken wollten (Moody's senkte bereits um zwei Grade<sup>1</sup>), überhört. Direkt oder über russische Strohleute kauften sich Ausländer in den kurzfristigen "hot money" Rentenmarkt ein, wo sie gegenwärtig einen Anteil zwischen 25 und 30% erreichen. Diese Gläubiger beobachten die Entwicklung der Finanz- und Leistungsbilanzsituation in Rußland sehr genau und sind ständig auf dem Sprung aus dem Markt, zumal seit dem 1. Januar 1998 der Kreditverkehr mit dem Ausland liberalisiert ist. Danach dürfen Ausländer auch am Sekundärhandel teilnehmen – also jederzeit verkaufen – ohne erst die Fälligkeit ihrer Papiere abzuwarten.

**Haushaltseckdaten des Gesamtstaates und Zahlungsbilanz, % des BIP**

Jahr	Einnahmen	Ausgaben	Defizit	Devisenausgaben für Schuldendienst	Zahlungsbilanz (Finanzierungsbedarf)
1994	36,9	45,9	-9,0	2,0	-7,2
1995	31,1	35,4	-4,4	2,5	-2,7
1996	31,0	39,4	-8,3	1,7	-5,0
1997	30,6	37,2	-6,6	3,0	-2,5
1998*	25,0	32,0	-7,0	4,0	-3,5

\* Schätzung für 1. Januar-27. Mai. Quellen: Handelsblatt; Financial Times; NZZ; Nezavisimaja gazeta, laufende Ausgaben; Russian Economic Trends, Southampton, 1998.1, S. 53ff.; ebenda, Monthly Update April 1998, S. 3ff.

Erschwerend kommt hinzu, daß sich die bislang positiven Leistungsbilanzsalden ins Negative umkehren. Ursache sind die deutlich – um ca. 20% – gesunkenen Rohölpreise, was dem rohstoffexportierenden Rußland zu schaffen macht. Zum einen verringern sich dadurch die Devisenzuflüsse und die Märkte beobachten, daß die Währungsreserven der Zentralbank derzeit weit unter der Summe der kurzfristigen Verbindlichkeiten des Staates liegen: 15 und 20 Milliarden Dollar jeweils. Eine negative Leistungsbilanz in Kombination mit geringen Devisenreserven (je Kopf der Bevölkerung verfügen andere Transformationsländer, z.B. Tschechien und Ungarn über den 10- bis 15fachen Betrag) läßt in der Regel auf eine bevorstehende Abwertung (zum Saldoausgleich) schließen. Über das Ausmaß der Abwertung entscheidet dabei die Preiselastizität der Nachfrage nach Importgütern; im Falle Rußlands scheint wegen der unzureichenden Importsubstitution eine kräftige Abwertung angemessen.

Um die Abwertung zu vermeiden, müssen die Kapitalimporte anziehen, um beim gegebenen Wechselkurs die negative Leistungsbilanz auszugleichen. Diese Variante kann nicht kurzfristig als relevant in Erwägung gezogen werden, denn die Konditionen für privat induzierte Kapitalimporte sind nach wie vor ungünstig. 1997 zog Rußland ausländische Direktinvestitionen in Höhe von etwa 6 Milliarden Dollar an, davon die Hälfte in Form von Aktien privatisierter Firmen, deren Wert sich inzwischen z.T. halbiert hat. Illiquide Investitionen in Anlagen und Ausrüstungen haben nach wie vor Epidemiencharakter. Zugleich

<sup>1</sup> Von B3 auf B1 Noninvestment Grade. Vgl. Financial Times, 30.5.1998, S. 3.

sehen offizielle Kreditgeber – allen voran der IWF – wegen der mangelhaften Erfüllung der Auflagen für weitere Kredite durch die russischen Behörden (ungeachtet anderslautender diplomatischer Verlautbarungen) ihren Spielraum als erschöpft.

### **Zinserhöhung – ein kontraproduktiver Verzweiflungsakt**

Unter den so skizzierten Umständen bleibt eine Rubelabwertung die wohl plausibelste Lösung der Wechselkursproblematik, wobei den monetären Schritten auch solche im güterwirtschaftlichen Sektor folgen müssen. Die Vorstellung, man könne am gegenwärtigen Kurs festhalten, ohne über eine ausreichende Grundlage zu verfügen, ist entweder Zweckoptimismus oder Selbstüberschätzung. Die haushaltspolitische Sackgasse muß verlassen werden, denn bei einem Budgetdefizit von rund 5% des BIP sind kassenmäßige Einnahmen der Föderation von nur ca. 10% des BIP entschieden zu wenig. Die Steuereintreibung muß verbessert werden: Gegenwärtig spielen unter den direkten Steuern die Lohn- und Einkommenssteuer lediglich eine marginale Rolle, während man sich auf die Gewinnsteuer der Unternehmen verläßt. In den westlichen Ländern stammen ein Drittel der Einnahmen aus der Lohn- und Einkommensteuer; die Körperschaftssteuer ist dagegen relativ unbedeutend. Die einen Gewinn erzielenden Firmen in Rußland schafften es bislang mit Erfolg, sich der Besteuerung zu entziehen. Ergänzend müssen die Umstrukturierung und Privatisierung unter Anwendung des Konkursrechts vorangetrieben werden, damit die Beschäftigung im öffentlichen Sektor budgetentlastend zurückgeführt wird. So braucht die Staatsquote nicht erhöht zu werden – sie liegt mit rund einem Drittel des BIP ohnehin auf dem Stand der Länder mit einem ähnlichen Entwicklungsgrad wie Rußland.

Dabei handelt es sich um mittel- und langfristige Aufgaben. Kurzfristig scheint die russische Stabilisierungspolitik am Ende zu sein, da sich der Wechselkurs lediglich über hohe Zinssätze nicht verteidigen läßt. Im Gegenteil, die Kombination aus hohen Zinsen, liberalem Kapitalverkehr und festem Wechselkurs beschleunigen sogar die Rubelabwertung. Auch dieses Schema ist einfach: Die Investoren tauschen Dollar gegen Rubel, erwerben z. B. Dreimonats-Papiere und tauschen nach Fälligkeit und hoher Verzinsung – aber ohne Kursrisiko – die angewachsenen Rubelbeträge wieder in Dollar um. Bei einer gegenwärtigen Umlaufrendite auf dem kurzfristigen Rentenmarkt von nominal 50 bis 60% müssen die Deviseneinnahmen des Staates beträchtlich wachsen, um einen Nachfrageüberschuß nach Dollar zu vermeiden. Dagegen schrumpfen sie bekanntlich, so daß die Hochzinsstrategie der Regierung einen Bumerangeffekt auslöst. Dieser Effekt und der bereits erwähnte Signaleffekt, daß alle anderen Alternativen bereits ausgeschöpft sind, werden den Druck auf den Wechselkurs weiter verstärken. Ursache ist, daß die Geld- und Wechselkurspolitik durch die "offene Flanke" der Finanzpolitik geschwächt sind, weil die große fiskalische Finanzierungslücke die Zahlungsbilanz belastet (siehe Tabelle).

Eine mögliche Abwertung bedeutet aber Aufgabe des nominellen Stabilisierungsankers, was als erstes die Inflation entfesseln würde. Auch die Kapitalflucht und Dollarisierung würden erneut zunehmen und die Zahlungsbilanz verschlechtern. Am Ende muß eine neue Stabilisierungsrunde, womöglich mit einem Currency Board unter Aufgabe der eigenständigen Zins- und Geldpolitik und strengen Auflagen für die Fiskalpolitik, eingeleitet werden. Sie dürfte sehr viel schmerzhafter werden; auch für den Westen, denn der IWF müßte zur Devisenreservenaufstockung (um die Geldbasis zu decken) ein mehrere 10 Milliarden Dollar starkes Kreditpaket schnüren.

Ognian Hishow

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

© 1998 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; Internet: <http://www.uni-koeln.de/extern/biost>

ISSN 0945-4071