

Finanzieller Zusammenbruch des russischen Staates: Problemlösung aus eigener Kaft erforderlichlich

Hishow, Ognian N.

Veröffentlichungsversion / Published Version

Forschungsbericht / research report

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Hishow, O. N. (1998). *Finanzieller Zusammenbruch des russischen Staates: Problemlösung aus eigener Kaft erforderlichlich*. (Aktuelle Analysen / BIOst, 33/1998). Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-47599>

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.

Nr. 33/1998

20. August 1998

Finanzieller Zusammenbruch des russischen Staates

Problemlösung aus eigener Kraft erforderlich

Zusammenfassung

Nach längerem Widerstand hat die russische Zentralbank den Rubel deutlich abgewertet. Dieser Schritt kommt spät und kostet sie wertvolle Devisenreserven, welche besser für den Schuldendienst hätten eingesetzt werden können. Zugleich ist er als richtig zu bewerten, weil ein weiteres Festhalten am überbewerteten Rubel nicht finanzierbar wäre. Dieser währungspolitische Schritt und die flankierenden administrativen Maßnahmen legen die Ausweglosigkeit der bisherigen Stabilisierungspolitik offen, die im fiskalischen Bereich schwere Versäumnisse zu verantworten hat. Insbesondere die hohen und nachhaltigen Haushaltsdefizite haben die Erfolge bei der Inflationsbekämpfung und den Wechselkursanker torpediert. Als Folge der Abwertung dürften die Realeinkommen der Bevölkerung zurückgehen, weil aufgrund der hohen Importabhängigkeit der Binnennachfrage ein neuer Inflationsschub ins Haus steht. Auch alle einheimischen Banken mit offenen Devisenpositionen und ungünstigen Terminkontrakten sind konkursgefährdet, während ausländische Partnerbanken gezwungen sein werden, Forderungen abzuschreiben. Inflationsängste, Dollarisierung und schrumpfende Nachfrage werden die Wachstumsaussichten der Wirtschaft beeinträchtigen. Der Aufholweg des Transformationslandes Rußland verlängert sich.

Bisheriger stabilisierungspolitischer Kurs gescheitert

Am 17. August, wenige Stunden nach der ausdrücklichen Versicherung des russischen Präsidenten, eine Abwertung des Rubels würde es nicht geben, da alles "durchgerechnet" sei, kündigten Zentralbank und Regierung in Moskau an, daß das Umtauschverhältnis der Landeswährung zum US-Dollar von 6,2 auf nun bis zu 9,5 Rubel je Dollar neu festgelegt wird. Es handelt sich um eine Rubelabwertung mit einer beträchtlichen Rate von ca. 53%. Ferner ist der Devisenhandel eingeschränkt und ein Drei-Monats-Moratorium für die Bedienung fälliger Auslandsforderungen gegenüber russischen privaten Schuldnern erklärt worden. Es handelt sich um ein Paket drastischer währungs- und finanzpolitischer Maßnahmen, die die lange schwelende Zahlungsunfähigkeit des russischen Staates offenlegen. Wenn der Abwertungstermin auch etwas überraschend kam, verwundert dieser Schritt nicht, da für die meisten Beobachter – das BIOst hat in einigen Analysen auf eine unausweichliche Abwertung deutlich hingewiesen¹ – die Probleme des Moskauer Fiskus kein Geheimnis waren.

¹ Ognian Hishow, Rußland: Wechselkursstabilität am Ende. Aktuelle Analyse des BIOst, Nr. 22, vom 28.5.1998; ders., Rußland: Finanzieller Zusammenbruch aufgeschoben? Aktuelle Analyse des BIOst, Nr. 30, vom 20.7.1998.

Dabei schien die russische Stabilisierungs- und Wirtschaftspolitik noch vor wenigen Monaten auf Erfolgskurs zu sein. Die Inflationsraten waren vergleichsweise niedrig, der Wechselkurs gefestigt und gegenüber dem Dollar weitgehend fixiert, die Zinssätze rückläufig und die Aktienkurse der russischen "Blue Chip"-Unternehmen aufwärts gerichtet. Die makroökonomischen Eckwerte standen für eine gewisse Stabilität und sollten Zuversicht bei den heimischen und ausländischen Investoren schaffen. Nach einem dramatischen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion (zwischen 1990 und 1997 um rund 50%) und der Realeinkommen war Wirtschaftswachstum dringend nötig. Erst die Finanzkrise in Asien (und der Ölpreisverfall) stellten diese Perspektive in Frage² und brachten die "offene Flanke" der russischen Reformpolitik, die Fiskalpolitik, klar an den Tag.

Auch die russischen Finanzen wurden seit der politischen Wende massiven Veränderungen unterzogen. Am gravierendsten war der Rückgang der Steuer- und Staatsquote – der Anteil der Steuereinnahmen und der Staatsausgaben an der inländischen Produktion (BIP). Das bedingte, daß viele Gehaltsempfänger und Bezieher von Transferleistungen – insbesondere Rentner – heute ein unzureichendes und wegen verzögerter Auszahlung z.T. ungesichertes Realeinkommen haben. Noch ungünstiger wäre die Situation dieser Bevölkerungsgruppe, wenn der Staat einer Politik der ausgeglichenen Budgets gefolgt wäre. Um die soziale Lage nicht zu verschlimmern und politische Risiken einzugehen, entschied man sich für relativ große Haushaltsdefizite, welche inflationsfrei – über Kreditaufnahme – gedeckt werden sollten. Auch die internationalen Berater und der Internationale Währungsfonds (IWF) rieten dazu in der Annahme, nach Einsetzen des Wachstums würden sich die Schulden wieder zurückführen lassen.

Globalisierung offenbart Schwachstelle

Eine Weile funktionierte dieses Schema – zumindest zwischen Mitte 1995 (als in der Wirtschaftspolitik Moskaus die makroökonomische Stabilisierung einen Vorrang erlangt hatte) und Mitte 1997 (als die fernöstliche Finanzkrise ausbrach). Spätestens dann wurde klar, daß der russische Finanzmarkt von ausländischen Kreditgebern gefährlich abhängig geworden war, die in kurzfristige Papiere investierten und so zur Schließung der Haushaltslücke beitrugen. Aber es handelte sich um sog. heiße Gelder, welche schnell liquide gemacht und außer Landes geschafft werden konnten. Ausländische Anleger waren wiederum nach Rußland gelockt worden, weil die Haushaltsdefizite in einer Größenordnung von rund 7% des BIP bei weitem die Sparsumme der Haushalte – ca. 4% des BIP – übertrafen, während die Ersparnis des Unternehmenssektors aus strukturellen Gründen nur bedingt zur Defizitfinanzierung herangezogen werden konnte. Im Ergebnis war der Anteil der Ausländer auf dem Markt für föderale Obligationen auf über 30% gestiegen, so daß die entsprechenden Verbindlichkeiten des russischen Staates um rund 10 Mrd. Dollar über den Devisenreserven der Zentralbank lagen. Bei einem plötzlichen Abzug würden demnach etliche Gläubiger ihr Geld nicht abrufen können. Zwar liegt auch in den Industrieländern die Staatsschuld in der Regel über dem Devisenbestand der Zentralbank, doch wird dort der Schuldendienst aus zumeist positiven Primärsalden der Haushalte geleistet, was nur eine langsame Zunahme oder sogar Abnahme der Schuldenquote ermöglicht. In Rußland waren die Primärsalden – die Differenz zwischen Einnahmen und Ausgaben ohne Berücksichtigung der Zinszahlungen für die Schuld – bislang negativ. Die Binnenschuld verzeichnete daraufhin eine hohe Dynamik und ist in nur sechs Jahren von null auf rund 25% des BIP angewachsen. Wegen der schlechten Einnahmensituation war der Fiskus bemüht, die Schuld über ein "Roll Over"-Verfahren zu finanzieren, bei dem Fälligkeiten über Neuverschuldung getilgt werden. Einem Kettenspiel ähnlich müssen hierbei immer neue Investoren herangezogen werden, abgesehen von der Gefahr einer Schuldenexplosion.

Beruhigend wirkte sich bislang auf die Finanzmärkte die Verpflichtung der Zentralbank aus, den Wechselkurs des russischen Rubels stabil zu halten. Der Wechselkurs fungiert hier als nomineller Stabilitätsanker, um die Inflation importseitig einzudämmen und das Vertrauen der Kapitalmärkte zu ge-

² Vgl. Ognian Hishow, Erhofftes Wachstum gefährdet, Stabilität beeinträchtigt. Globale Kapitalmarkturbulenzen treffen Fiskus und Volkswirtschaft Rußlands. Aktuelle Analyse des BIOst, Nr. 4, vom 18.1.1998.

winnen. Aus der Sicht der Anleger ist dadurch ein Abwertungsrisiko minimiert, was sich in günstigeren Kreditkonditionen (einem niedrigeren Zinsniveau) niederschlägt. Andernfalls verlangen Investoren einen Zinsaufschlag in Höhe mindestens der erwarteten Abwertungsrate. Nachteilig ist diese Konstruktion insofern, als die höheren russischen Zinsen beträchtliche Devisenzuflüsse voraussetzen, damit die hier investierten Beträge nach erfolgter Verzinsung problemlos repatriiert werden können. Höhere Nominalzinsen liegen in Rußland wegen der höheren Inflationsrate (als in den USA, Deutschland etc.) vor. Reichen die Devisenzuflüsse nicht aus, müssen die Währungsreserven der Zentralbank angetastet werden, was nur vorübergehend möglich ist. Devisen erwirtschaftet eine Volkswirtschaft über den Saldo der Leistungs- und Kapitalbilanz. Im ersteren Fall weisen die Exporte von Gütern und Dienstleistungen wertmäßig ein größeres Volumen als die Importe auf, im letzteren überwiegen die Kapitalimporte. Ab 1998 haben sich die russischen Leistungsbilanzüberschüsse (hauptsächlich aufgrund des Ölpreisverfalls) stark vermindert, während die Kapitalimportstruktur sehr ungünstig geworden ist – es dominieren liquide Portfolioinvestitionen.

Ursachen der Rubelabwertung

Langfristig betrachtet ist der Wechselkurs lediglich ein Preisdeflator, der in- und ausländische Preisniveaus vergleichbar macht. In der kurzen Frist unterliegt er dem Einfluß des Angebots und der Nachfrage nach Devisen, was zu Kursschwankungen und somit zur Abwertung führen kann. In Rußland stieg in den letzten Monaten die Dollarnachfrage, während das Angebot unzureichend blieb. Ursachen sind einerseits das Festhalten der Währungspolitik an der Wechselkursbindung und andererseits die Schwierigkeiten des Finanzministeriums, Geld zur Deckung der Haushaltsdefizite aufzutreiben. Dieser Umstand trieb seit dem Herbst 1997 die Kreditzinsen auf dem Markt für staatliche Wertpapiere in die Höhe – zuletzt bis zu 100% und darüber. Waghalsige Anleger ziehen aus dieser Konstellation Nutzen nach folgendem Schema: Sie tauschen Dollar in Rubel um, leihen der Regierung Geld und nehmen nach Fälligkeit die hohe Verzinsung mit. Den so angeschwollenen Betrag tauschen sie ohne Abwertungsrisiko in Devisen zurück. Die dadurch aufgeblähte Dollarnachfrage drückte den Wechselkurs, und nur die Intervention der Zentralbank, die einen stabilen Rubel verteidigen wollte, konnte die Abwertung hinausgeschoben. Dabei setzte sie als Währungshüterin das Instrument sehr hoher (bis zu 150% im Jahr) nominaler Leitzinssätze ein, um der Wechselkurspekulation vorzubeugen. Hohe Leitzinsen ziehen nämlich hohe Kreditzinsen nach sich, die den Spekulationsgewinn schmälern; allerdings sind sie wachstumsfeindlich.

Abhilfe könnte nur die Rückführung der Kapitalmarktzinssätze bzw. der Budgetdefizite schaffen. Vor allem müßte die Einnahmenseite des Haushalts gestärkt und die Steuerquote erhöht werden. Derzeit liegen die kassenmäßigen Steuereinnahmen der Föderation bei ca. 10% des BIP, was angesichts eines Budgetdefizits des Gesamtstaates – aller Gebietskörperschaften und der Sozialversicherung – in Höhe von 7% entschieden zu wenig ist. Zur Verbesserung müssen eine Steuerreform und eine Reform des Finanzsystems durchgeführt werden, was jedoch angesichts der Parlamentsstruktur nur mittel- bis langfristig denkbar ist. Die internationale Gemeinschaft in Gestalt des IWF und der Weltbank startete Mitte Juli 1998 einen Hilfeversuch, indem sie langfristige Stabilisierungskredite in Höhe von 22 Mrd. Dollar Moskau bewilligte. Es gelang jedoch nicht, das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen. Im Gegenteil, es entstand der Eindruck, daß man jetzt – solange noch Geld da war – verstärkt versuchte, sich aus Rußland zurückzuziehen; der IWF steht als öffentlicher Bürge privater Kredite da – mit psychologisch ungünstigem "Moral Hazard"-Effekt.

Folgen der Rubel- und Finanzkrise

Die Abwertungsentscheidung der Zentralbank hat schwerwiegende ökonomische, soziale und politische Folgen. Dennoch ist dieser Schritt als richtig zu bewerten, da ein weiteres Festhalten an der bisherigen Parität volkswirtschaftlich noch teurer gekommen wäre. Bereits vor Wochen stand die Zentralbank vor der Wahl, den Kurs nach unten zu korrigieren. Statt dessen erhöhte sie drastisch die Leitzinsen und gab wertvolle Devisenreserven zur Rubelstützung aus. Sie hätten gespart und für den

laufenden Schuldendienst eingesetzt werden können mit dem Effekt, daß die Verbindlichkeiten der Föderation jetzt um einige Milliarden Dollar geringer angefallen wären.

Der größte Verlierer dürfte zumindest kurzfristig jedoch die Bevölkerung sein, da die hohe Abwertungsrate die Inflation spürbar beschleunigen wird. Das liegt an der geringen Preiselastizität der Nachfrage, insbesondere im Lebensmittel- und Nahrungsgüterbereich, wo es sich überwiegend um Importe handelt. Theoretisch kann sich später ein positiver Effekt einstellen, wenn einheimische Anbieter verstärkt Importsubstitute auf den Markt bringen. Zunächst aber werden die Realeinkommen inflationsbedingt erst einmal zurückgehen, was die Geduld der Bevölkerung auf die Probe stellen und die soziale Lage verschlechtern wird.

Zu den Verlierern gehören auch jene Geschäftsbanken, die offene Devisenpositionen aufweisen und die Verbindlichkeiten zu einem um bis zu 50% höheren Dollarkurs bedienen müssen. Zum einen dürfte es aufgrund dessen zu Bankenzusammenbrüchen kommen, zum anderen werden ausländische Partnerbanken ihre Forderungen abschreiben müssen und deshalb noch vorsichtiger im Rußlandgeschäft werden, was die Wachstumsaussichten der russischen Wirtschaft beeinträchtigen wird. Ferner werden jene einheimischen Banken unter Druck geraten, die Terminkontrakte zu einem niedrigeren als dem jetzt festgelegten Wechselkurs abgeschlossen haben, denn sie werden die vereinbarten Rubelbeträge überteuert zurückkaufen müssen. Inwieweit die Staatssparkasse (Sberbank), bei welcher drei Viertel der Spareinlagen der privaten Haushalte geparkt sind, davon betroffen ist, hängt auch von der Bereitschaft der Zentralbank ab, für die entsprechenden Verluste aufzukommen. Das müßte den IWF auf den Plan rufen, der ein "Bail Out" aus geldpolitischen Erwägungen ablehnt.

In der Wirtschaft spielen Psychologie der Akteure, rationale Erwartungen und langes Gedächtnis eine wichtige Rolle, was Investitionsentscheidungen, Nachfrage und Wachstum nachhaltig determinieren kann. Nach einer Phase chaotischer geld-, wechsellkurs- und fiskalpolitischer Zustände zwischen 1991 und Mitte 1995 ist die Reformmannschaft unter Präsident Jelzin auf einen Stabilitätspfad eingeschwenkt, der das Vertrauen der Investoren und der Bevölkerung zurückgewinnen sollte. Ein stabiler Rubel sollte von entscheidender Bedeutung sein, um der (damals verheerenden) Dollarisierung vorzubeugen und etwaige Inflationsängste zu zerstreuen. Mit den jüngsten währungspolitischen Schritten sind diese Bemühungen vorläufig gescheitert. Seriöse Investoren werden abwarten, während Spekulanten auf Kosten der russischen Wirtschaft aktiv bleiben. Zum neuen niedrigen Kurs könnten Aktien der Blue Chips-Gesellschaften und sogar kurzfristige Rentenwerte für diese Kreise wieder attraktiv werden. Die Bevölkerung aber wird sich an die Hyperinflation erinnern und die Dollarnachfrage steigern mit dem Effekt, daß der Rubel erneut unter Druck gerät. In jedem Fall müssen die Wachstumshoffnungen von vor einigen Monaten korrigiert und die kurzfristigen ökonomischen Perspektiven des Landes als ungünstig definiert werden. Die politischen Konsequenzen bleiben abzuwarten.

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