

Kurz- und mittelfristige Wirtschaftsperspektiven in Russland

Von Gunter Deuber und Andreas Schwabe, Wien

Zusammenfassung

Viele Wirtschaftsindikatoren in Russland werden 2012 und 2013 unter den Niveaus der Vorkrisenzeit bleiben. Zuviel der vergangenen Wirtschaftsdynamik basierte auf einer steigenden Verschuldung im privaten Sektor sowie fortwährend steigenden Rohstoffpreisen. Zudem ist der russische Staatshaushalt von einem erheblichen strukturellen Konsolidierungsbedarf gekennzeichnet. Insgesamt ist damit auch das Wirtschaftsmodell der Vorkrisenzeit, bzw. die expansive Fiskalpolitik der letzten Jahre gefährdet. In der Wirtschaftspolitik stehen unangenehme Richtungsentscheidungen mit sozial- und gesellschaftspolitischen Implikationen an.

Wachstum und Inflation

Das BIP-Wachstum und weitere Wirtschaftsindikatoren werden in Russland 2012 und 2013 unter den Zuwachsraten des letzten Konjunkturzyklus liegen. Optimistisch geschätzt ist 2012 ein BIP-Wachstum von 3,2% möglich, 2013 von 4%. Beide Prognosen basieren allerdings auf der Annahme, dass die Preise an den internationalen Rohstoffmärkten weitgehend stabil bleiben. Ein BIP-Zuwachs unter 3,2% wird in 2012 durch eine weiterhin expansive Fiskalpolitik und Konjunkturstimulation staatsnaher Banken abgewendet werden. Die Sberbank will ihre Kreditvergabe 2012 um 25% erhöhen. Für den Gesamtmarkt allerdings erscheint in den nächsten ein bis zwei Jahren eher ein Kreditwachstum von 10–15% möglich.

Der verhaltene Wirtschaftsausblick hat viele interdependente Ursachen. Erstens ist eine merkliche Abschwächung der heimische Wirtschaftsdynamik (etwa Konsum und Investitionen) in Russland im Vergleich zu der Vorkrisenzeit zu verzeichnen. Ein zu großer Teil der Dynamik im privaten Sektor basierte auf steigender Verschuldung (Auslandsverschuldung und Kreditfinanzierung) bzw. überoptimistischen Zukunftserwartungen. Der private Sektor hatte sich an fortwährend steigende Rohstoffpreise und rapide steigende Löhne und Unternehmensgewinne gewöhnt. Zweitens ist die Fiskalpolitik strukturell immer ineffizienter geworden, da sich der Staat genauso an schnell steigende Rohstoffpreise gewöhnt hatte. Drittens ist Russland – für seine Größe – eine relativ offene Volkswirtschaft. Das gilt vor allem in Bezug auf die Realwirtschaft und die Kapitalströme. Ferner ist der Export wenig differenziert nach Regionen und Produkten. Russland ist stark von Rohstoffexporten und der EU als Handelspartner abhängig. Insofern trifft die, sich im ersten Halbjahr 2012 abzeichnende Rezession in Westeuropa auch Russland.

Fiskalpolitik

Die Fiskalpolitik ist in den letzten Jahren und vor allem seit dem Abschwung von 2008/09 merklich ineffizienter geworden. Der Budgetsaldo ohne Einrechnung des

Energiesektors hat sich kontinuierlich verschlechtert. Er fiel von -3% des BIP im Jahr 2000 auf fast -8% in den Jahren 2007 und 2008. In den Folgejahren haben sich die Werte nochmals auf -10 bis -12% verschlechtert (mit einer Spur von -15% 2009). Dieser Trend zeigt auch, dass die Vorkrisen-Fiskalpolitik zu pro-zyklisch war. Sie hätte bei BIP-Zuwachsraten um 7–8% stärker bremsen bzw. einen größeren Puffer aufbauen müssen, um heute noch einen Spielraum zu haben. Noch gravierender ist, dass die Fiskalpolitik 2008/09 dann deutlich antizyklisch agiert hat. Zudem war der fiskalische Stimulus in Russland nicht temporär (wie etwa bei Abwrackprämie oder Kurzarbeit in Deutschland), sondern dauerhafter Natur (z. B. Erhöhung von Sozialtransfers). Trotz lockerer Fiskalpolitik bleiben die gesamtwirtschaftlichen Wachstums- oder Einkommenseffekte aber bescheiden. Wäre der fiskalische Multiplikatoreffekt der Vorkrisenzeit nachhaltig haltbar gewesen, dann müsste unter Berücksichtigung des aktuellen Defizits das BIP-Wachstum um 5–6% liegen.

Die aktuelle Fiskalpolitik birgt innenpolitische und außenwirtschaftliche Sprengkraft. Der Staat hat im Zuge der Krise und der expansiven Haushaltspolitik seine fiskalischen Reserven halbiert und trotz hoher Rohstoffpreise nicht wieder auf das Niveau von vor der Wirtschaftskrise auffüllen können. Die geringe Reservenakkumulation hat auch damit zu tun, dass der Staat viel Liquidität im Bankensystem bzw. bei der Notenbank beläßt. Im Januar 2012 wurden etwa 35 Milliarden US Dollar in den Reservefonds eingebucht, was ein geringer Anstieg für 2011 angesichts der hohen Rohstoffnotierungen darstellt (die Fiskalreserven stehen damit aktuell bei etwa 9% des BIP vs. 14% zum Höhepunkt 2008). Der geringere Spielraum wird allerdings auch daran deutlich, dass eine zukünftige Erhöhung der fiskalischen Reservefonds durch Schulden finanziert werden soll. Zudem ist der erforderliche Ölpreis um das Staatsbudget auszugleichen beständig gestiegen. Der erforderliche Ölpreis, um das Staatsbudget auszugleichen, ist beständig gestiegen. Damit ist die fiskalische Stärke Russlands, die Auslandsinvestoren schätzen,

dahin. Gleichzeitig sind die Resultate der Fiskalpolitik für die Bürger im Land enttäuschend, da unter Beibehaltung der aktuellen fiskalpolitischen Ausrichtung bis 2015 nicht mit Budgetüberschüssen zu rechnen sein wird. Der zur Stabilisierung der Staatsschuld erforderliche Primärsaldo liegt in Russland bei -0,5 % des BIP. Der aktuelle Primärsaldo liegt bei -1,5 % und wird in den kommenden Jahren eher gegen -3 % des BIP tendieren. Somit wird die Staatsschuld Russlands Richtung 15–17 % des BIP gehen (derzeit 10 %). Mittelfristig wird das Budgetdefizit ohne Einrechnung des Energiesektors sich von 10 % des BIP wieder in den Bereich von maximal 4–5 % des BIP bewegen müssen. Im Vergleich zu fast allen großen, aufstrebenden Ländern, ist und bleibt das Niveau der Staatsschulden in Russland dennoch niedrig. Solange Russland allerdings keine effizientere Fiskal- und Wirtschaftspolitik betreibt, werden Investoren zögerlich sein, dem russischen Staat Finanzierungen zu ähnlich attraktiven Konditionen wie anderen aufstrebenden Ländern zur Verfügung zu stellen. Optimistisch formuliert: Russland hätte Spielraum, eine glaubwürdige und wachstumsfördernde Wirtschafts- und Reformpolitik über eine (temporäre) Erhöhung seiner Staatsschuld zu finanzieren.

Wechselkurs und Kapitalflüsse

Angesichts der schwächeren globalen Wirtschaftsdynamik wird der Überschuss in der Leistungsbilanz Russlands 2012 und 2013 sinken. Die Importe werden, von der Binnennachfrage getrieben, ansteigen, während der Exportzuwachs mengenmäßig und auch preisseitig begrenzt sein wird. Gleichzeitig sind die Zahlungen zur Bedienung von Auslandsschulden in den letzten Jahren erheblich gestiegen. Da Zinszahlungen in der Leistungsbilanz vermerkt werden, üben sie nun einen senkenden Effekt auf deren Saldo aus. Hierdurch wird die Fortsetzung der Reserveakkumulation der Notenbank erschwert und künftig geringer ausfallen. Der russische Rubel wird in Zukunft eher unter Abwertungsdruck stehen. Im Unterschied zu der Zeit vor der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 verfolgt die Notenbank Russlands in den letzten beiden Jahren eine deutlich flexiblere Wechselkurspolitik und wird sich einer Rubelabwertung auch weniger entgegenstellen. Die Feuertaufe für diesen neuen Ansatz hat die Notenbank im Herbst 2011 bestanden, als sie in kurzer Zeit eine Abwertung von mehr als 10 % zuließ.

Auch Dank geringer ausfallender Stützungskäufe für den Rubel haben die Devisenreserven der Notenbank das Vorkrisenniveau – absolut und in Relation zum BIP – wieder erreicht. Insbesondere unter Berücksichtigung der gesamtwirtschaftlichen Risiken Russlands, wozu vor allem die hohe makroökonomische Volati-

lität und die offene Ökonomie zählen, ist die Reservenposition zwar komfortabel aber nicht exzessiv. Risiken ergeben sich etwa in Bezug auf das Verhältnis der Reserven zur Außenverschuldung oder dem breiten Geldmengenaggregat.

Gerade die hohe Volatilität der Kapitalströme, gebucht in der Kapitalbilanz, ist ein Merkmal der letzten Jahre. Russland blickt auf eine Phase massiver privater Kapitalzuflüsse (Investitionen und Kredite in den Banken- und Unternehmenssektor) in den Jahren von 2005 bis 2008 zurück, welche v.a. nach der Abschaffung von Kapitalverkehrsbeschränkungen 2006 einen Schub erhielten. In den Boomjahren stand Russland für 50–70 % der internationalen Anleihenplatzierungen unter den BRIC-Ländern. Der Zustrom an ausländischem Kapital brach im Zuge der Finanzkrise massiv ein und kehrte seitdem nicht mehr auf das (übertriebene) Niveau der Vorkrisenzeit zurück. Die Nachfrage nach Fremdwährung seitens des privaten Sektors ist nach der Krise aber nur unterproportional gesunken. Die Devisen werden für Auslandsinvestitionen, die Erhöhung von, in Fremdwährung denominierten Vermögensansprüchen, oder eben die Rückzahlung von Verbindlichkeiten verwendet. Dies wird als privater Kapitalabfluss oder Kapitalexport bezeichnet und in der inländischen Diskussion in Russland oft mit einer »Kapitalflucht« assoziiert.

Ein Umfeld der Rubelabwertung, einhergehend mit Debatten über die strukturelle Fiskalposition und Kapitalabflüsse, wird für internationale Kapitalmarktfinanzierungen mit Russlandbezug nicht förderlich sein. Russland musste schon in den letzten Monaten eine deutliche Ausweitung seiner Länderrisikoprämie hinnehmen. Allerdings ist Russland unter den großen aufstrebenden Ländern durch eine hohe Abhängigkeit von internationalen Finanzierungen (v.a. im privaten Sektor) mit relativ hohen durchschnittlichen Volumina, geprägt.

Angesichts der hohen Abhängigkeit von internationaler Kapitalmarktfinanzierung wird nochmals ein russisches Paradoxon deutlich. Einerseits nimmt Russland viel Kapital auf andererseits exportiert es selbst viel Kapital. Zunächst einmal ist der Export von Kapital für ein Leistungsbilanzüberschussland nicht überraschend. Bei Nichteinmischung der Zentralbank muss dieser saldentechnisch sogar exakt der Höhe des Leistungsbilanzüberschusses entsprechen. Auch das Leistungsbilanzüberschussland Deutschland exportiert kontinuierlich viel Kapital. Allerdings exportiert Russland viel Kapital in Destinationen, die nicht unbedingt für eine nachhaltige Investitionspolitik stehen und nicht zu den Top-Handelspartnern gehören. In Deutschland repräsentieren die Top-15 Handelspartner 72 % der Exporte und 74 % des Bestands an Ausländischen Direktinvestitionen (ADI); in Russland liegt die entsprechende Relation

bei 71 % zu 25 %. Die ausfließenden ADI-Russlands gehen vor allem in Destinationen wie die Britischen Jungferninseln (11 %), andere Karibikinseln (etwa 6 %) oder Zypern (etwa 40 %). In Deutschland machen solche Destinationen weniger als 1 % des ADI-Bestands aus.

Einschränkend muss aber darauf hingewiesen werden, dass die Analyse der Kapitalströme von und nach Russland durch eine verbreitete Registrierung von Firmen und Zweckgesellschaften außerhalb Russlands, wie etwa in Zypern, erschwert wird. Transaktionen dieser Gesellschaften werden in der Zahlungsbilanz als Transaktionen mit dem Ausland erfasst, obwohl sie ökonomisch (inländische) unternehmensinterne Zahlungsströme sind. Dadurch sind die Investitions- und Kreditströme in der Zahlungsbilanz nach oben hin verzerrt. Dabei darf nicht vergessen werden, dass unternehmensinterne Finanzierungen über Destinationen wie Zypern oder die Karibikinseln ein erhebliches Misstrauen gegenüber dem Rechts- und Wirtschaftsraum Russland ausdrücken.

Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass die Leistungsbilanzüberschüsse zunehmend nicht mehr den (öffentlichen) Währungsreserven zugeführt werden, sondern in die Erhöhung (privater) Nettoforderungen an das Ausland fließen. Gleichwohl spiegeln sich in den angestiegenen privaten Nettokapitalexporten der letzten drei Jahre die Lehren aus der scharfen Rezession 2009 wider. Bei ausländischen Unternehmen und Investoren zeigt sich eine erhöhte Skepsis gegenüber dem Wirtschafts- und Investitionsstandort Russland, während auf russischer Seite ein stärkeres Verlangen nach Risikodiversifikation durch internationale Streuung der Vermögensanlagen erkennbar ist.

Bankensektor

Im Bankensektor herrscht in Russland eine im Vergleich zu vielen anderen osteuropäischen Ländern spezifische Konstellation vor. Staatsnahe Banken dominieren mit 75 % der Aktiva. Andere große aufstrebende Länder wie China, Brasilien oder Indien behalten sich ebenfalls eine starke Rolle heimischer staatsnaher Banken vor, die Teil einer Industrialisierungs- und Entwicklungsstrategie sind. Die Rolle staatsnaher Banken in Russland ist dennoch nicht unkritisch zu sehen. Im schwachen institutionellen Umfeld Russlands sind staatsnahe Banken anfällig, um zur Finanzierung politischer Projekte bzw. »befreundeter Interessen« instrumentalisiert zu werden. Hier können – wie der Fall der »Bank of Moscow« zeigte – erhebliche Risiken akkumuliert werden.

Die Bruttokosten einer systemischen Bankenstützung können im Extremfall 25–50 % des BIP eines Landes erfordern. Sie werden meist zum Krisenzeitpunkt (direkt oder als Eventualverbindlichkeit) fällig und gleich

mit der staatlichen Reserveposition beglichen. Solche Kosten würde die Fiskal- bzw. Reserveposition Russlands erheblich belasten. Das Auffangen der »Bank of Moscow« erforderte damals ungefähr 14 Milliarden US-Dollar. Eine Stützung der großen staatlich dominierten Banken VTB oder Sberbank in ähnlicher Dimension würde Summen im Rahmen von 75–150 Milliarden US-Dollar benötigen; die Devisenreserven Russland liegen aktuell bei etwa 500 Milliarden US-Dollar, die fiskalischen Reserven bei etwa 110 Milliarden Dollar.

WTO

Derzeit herrscht viel Optimismus in Bezug auf den WTO-Beitritt Russlands. Die kurz- bis mittelfristigen Effekte sollten aber nicht überschätzt werden. Kurzfristig können die Auswirkungen für Russland sogar leicht negativ sein. Das gilt vor allem, wenn es Russland nicht gelingt den WTO-Eintritt mit einer Verbesserung des Investorenklimas zu verbinden, nachdem sich den letzten Jahren das Investorenklima in Russland eher verschlechtert hat. Zudem muss sich Russland im handelspolitischen Rahmen der WTO – mit seinen Streitschlichtungsmechanismen – bewähren. Ad-hoc Zollerhöhungen und willkürliche Handelsbeschränkungen sind nicht mehr möglich; wenn dann muss auf subtile nicht-tariffäre Handelshemmnisse zurückgegriffen werden.

Zudem will der wichtigste Handelspartner Russlands, die EU, gleich nach dem WTO-Beitritt ein bilaterales »Deep Free Trade and Investment Agreement« aushandeln. Enttäuschungen sind vorprogrammiert. Auf russischer Seite dominiert das Gefühl, für den WTO-Beitritt viele Zugeständnisse gemacht zu haben, während die EU-Diplomatie die WTO-Mitgliedschaft Russlands nur als Basis einer tieferen Zusammenarbeit sieht.

Mittelfristige Herausforderungen

Die mittelfristig mögliche Wirtschaftsdynamik in Russland ist differenziert zu bewerten. Einerseits sind noch einfach zu erschließende Aufhol- bzw. Wachstumspotenziale vorhanden. Zudem sollte auch die Wirtschafts- und Wachstumsdynamik anderer großer aufstrebender Volkswirtschaften nicht überschätzt werden. Das Investorenklima dort ist nicht zwangsläufig besser. Andererseits wird immer deutlicher, dass das bisherige Wirtschaftsmodell Russlands an seine Grenzen stößt. Die Stimmung gegenüber Russland an den internationalen Kapitalmärkten hat sich in den letzten sechs bis zwölf Monaten deutlich verschlechtert. Die Länderrisikoprämie Russlands hat sich schlechter entwickelt als für andere große aufstrebende Volkswirtschaften, was bereits unmittelbaren Einfluss auf Anleihen- oder Aktienplatzierungen mit Russlandbezug hat.

Längerfristig bleiben Russland nur zwei wirtschaftliche Entwicklungspfade: Entweder wird ein niedrigerer Wachstumspfad mit all seinen (wirtschafts-)politischen Implikationen akzeptiert oder die Voraussetzungen für eine höhere Wachstumsdynamik werden politisch gesetzt. Beide Szenarien implizieren, dass in der Wirtschaftspolitik unangenehme Richtungentscheidungen – mit sozial- und gesellschaftspolitischen Folgen – anstehen. Kurzfristig setzen viele Wirtschaftsvertreter in Russland klar auf Wladimir Putin. Er gilt als einzige Kraft, die – falls gewollt – Veränderungen ansto-

ßen kann. Allerdings wäre ein Optimalszenario wohl die Beteiligung eines starken Wirtschaftsreformers am zukünftigen Präsidenten-Premier-Duo. Die Rückkehr des Ex-Finanzministers Alexej Kudrin wäre eine attraktive Option. In einem Szenario der Reformorientierung könnten die für die kommenden Jahre angekündigten Privatisierungen dann auch mehr bedeuten, als nur eine Rückführung von »Auslandsdollars« bzw. »Zyperneuro« in Minderheitsbeteiligungen an staatsnahen russischen Unternehmen.

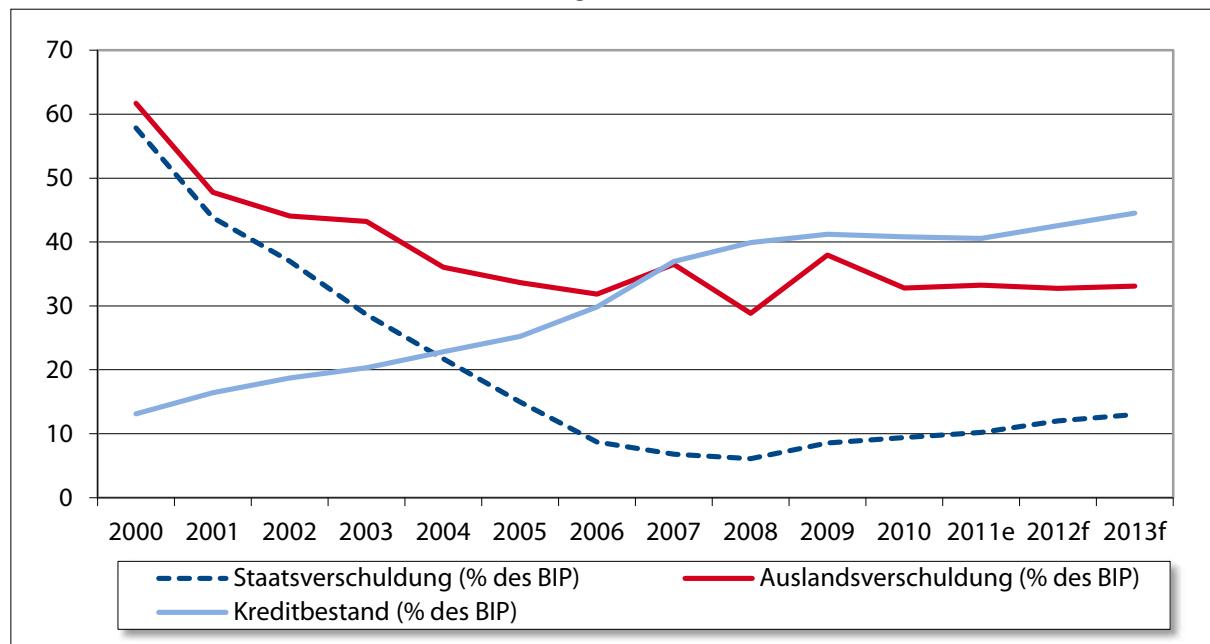
Über die Autoren

Gunter Deuber leitet die volkswirtschaftliche Osteuropaanalyse bei der Raiffeisen Bank International (RBI), Raiffeisen RESEARCH in Wien. Andreas Schwabe analysiert die GUS-Region bei der Raiffeisen Bank International. Der vorliegende Beitrag gibt die Auffassung der Autoren und nicht notwendigerweise die Ansicht der Raiffeisen Bank International wieder.

GRAFIKEN ZUM TEXT

Verschuldung der russischen Volkswirtschaft

Grafik 1: Staats- und Auslandsverschuldung (% des BIP)



e = Schätzung, f = Prognose

Quellen: nationale Statistik sowie Prognosen von Raiffeisen RESEARCH