

»Reformtuning« und tatsächlicher Fortschritt: Russlands Wirtschaftspolitik

Gunter Deuber und Andreas Schwabe, Wien

Zusammenfassung

Eine Analyse der gegenwärtigen russischen Wirtschaftspolitik verlangt eine differenzierte Betrachtung. Einige Indikatoren und objektive Reformnotwendigkeiten (unverändert hohe Rohstoffabhängigkeit und hierdurch bedingt hohe Staatsdefizite ohne Öleinnahmen, hoher Staatseinfluss in der Wirtschaft, kaum nachhaltig aufgestellte Sozialsysteme) deuten auf wirtschaftspolitische Stagnation hin. Letzteres wird prominent in westlichen Medien und der politischen Debatte – auch in Westeuropa und im angelsächsischen Raum – thematisiert. Allerdings wurden im Bereich des »Makromanagements«, wie z.B. in der Geldpolitik und beim Währungs- bzw. Wechselkursregime auch wichtige und nicht triviale Fortschritte erzielt. Diese finden in der seriösen lokalen, innerrussischen wirtschaftspolitischen Debatte, mehr Beachtung als im Ausland.

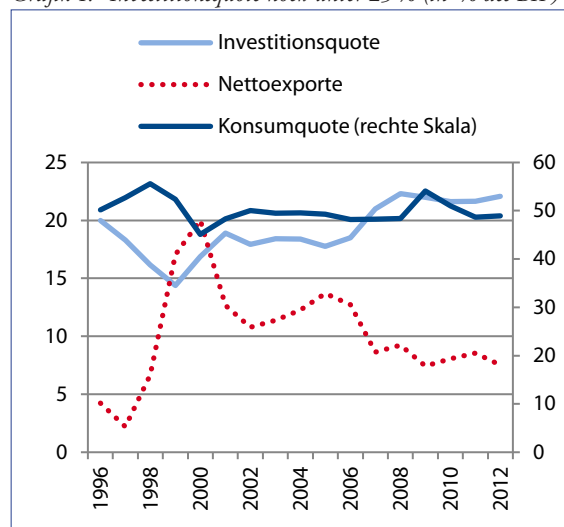
Ein Verdacht von Stagnation...

In der neuen präsidentiellen Amtszeit Putins hat Wirtschaftspolitik an Relevanz gewonnen. Einige Wirtschaftsindikatoren und strukturelle Trends weisen auf eine sich abzeichnende wirtschaftliche Stagnation hin. Im angelsächsischen Raum gibt es schon die These vom Ende des bisherigen Wirtschaftsmodells, der »Putinomics« (Owen Matthews: »The End of Putinomics«, Newsweek 30. 12. 2012). Insbesondere die Jahreswachstumszahlen von 3–4 % (2012: 3,4 %, 2011: 4,3 %) sind derzeit, vor allem für eine große aufstrebende Volkswirtschaft bzw. ein BRIC-Land, eher schwach. Auf Quartalsbasis ist das Wirtschaftswachstum in Russland im dritten und vierten Quartal 2012 im Vorjahresvergleich schon auf 2,9 % und 2,0 % gefallen; Wachstum unter 3 % kann in Russland als Stagnation angesehen werden. Zudem wird das Wachstum seit 2008/09 fast nur vom heimischen, unter anderem durch einen durchaus risikobehafteten Kreditboom befeuerten Konsum getragen. Einige führenden Konsumentenkreditanbieter (wie Tinkoff, Home Credit oder Russian Standard) weiten ihr Kreditportfolio derzeit mit Jahreswachstumsraten von 80–100 % aus. Die weiterhin hohe Abhängigkeit des Staatshaushalts von Einnahmen aus der Öl- und Gasproduktion und eine schwache Investitionsdynamik unterstreichen das Bild der Stagnation. Ohne tiefgreifendere Reformen und mittels einfacher Nachfrage-Stimulierung, etwa über die Fiskalpolitik, ist dem Trend zur wirtschaftlichen Stagnation nicht mehr beizukommen.

Um das Land nachhaltig zu modernisieren, und damit auch Wachstum zu sichern, werden Kapital, Investitionen, qualifizierte Arbeitskräfte und Know-how benötigt. Allerdings ist der Arbeitsmarkt gesättigt, was sich in einem hohen Beschäftigungsstand, relativ niedrigen Arbeitslosenzahlen und in hohen Lohnkosten niederschlägt. Die Lohnstückkosten (die Relation von Arbeitnehmerentgelt zu BIP) liegen in Russland mittlerweile bei knapp über 50 % des Wertes in Westeuropa. Damit ist diese Relation schlechter als in ost-

europäischen Reformländern mit einem soliden Industriesektor (wie Tschechien, der Slowakei oder Polen); die Lohnstückkosten in Russland liegen über denen in so genannten »Billiglohnstandorten« wie Bulgarien, Serbien oder Ukraine. Das jährliche durchschnittliche Pro-Kopf-Einkommen in Russland ist dennoch seit 1999 kontinuierlich gestiegen und hat sich je nach Berechnungsmethode fast verzehnfacht oder zumindest verdoppelt (von 1.200 Euro im Jahr 1999 auf derzeit etwa 11.000 Euro zu Marktpreisen bzw. von 6.200 auf etwa 13.500 Euro zu Kaufkraftparitäten unter Berücksichtigung von Kaufkraftunterschieden). Vor allem ausländische Firmen profitieren gegenwärtig von dem deutlichen Einkommenswachstum auf einem der größten Konsummärkte Europas. Die Investitionsquote hingegen liegt weiterhin unter 25 % des Bruttoinlandsproduktes, und Kapital wird exportiert. Der Leistungsbilanzüberschuss von fast 70 Milliarden Euro (2012) lässt sich lediglich durch die weiterhin hohen Öl- und Gasexporte erklären. In der Exportstruktur, die klar die kompara-

Grafik 1: Investitionsquote noch unter 25 % (in % des BIP)



Quelle: Rosstat

tiven Vorteile einer Ökonomie zeigt, hat die Rohstofflastigkeit Russlands in der letzten Dekade sogar zugenommen. Öl- und Gasexporte stehen heute für 65 % der Gesamtexporte, während dieser Wert vor zehn Jahren bei knapp über 50 % lag.

International sichtbares »Reformtuning«

Diese Zusammenhänge wurden offenbar auch von der russischen Regierung erkannt. Daher gab Präsident Putin vor einem Jahr das Ziel aus, im »Ease of Doing Business Index« von derzeit Platz 112 bis 2015 auf Platz 50 vorzurücken (etwa die derzeitige Platzierung von Kasachstan oder Tunesien) und bis 2018 gar Rang 20 (eine Platzierung von Deutschland oder Estland heute) zu erreichen, um das Investitionsklima, welches sich in den letzten Jahren markant verschlechtert hat, zu verbessern.¹ Die Russische Föderation schneidet insbesondere in jenen Bereichen, die im alleinigen Verantwortungsbereich der Verwaltung liegen (Registrierung, Gewährung von Baugenehmigungen und Stromanschlüssen, Zoll- und Außenhandelsregime, und Investitionsschutz), besonders schlecht ab. Hier soll vorrangig modernisiert werden. In diesem Bereich verspricht man sich viel von der Stärkung eines »Ombudsmann-Systems«. Es bleibt abzuwarten, ob solch ein weiteres personalisiertes System Abhilfe schafft. Die Steuerverwaltung wird etwas besser bewertet, ebenso die Möglichkeit, Insolvenz anzumelden.

Völlig unrealistisch ist die Kreml-Zielsetzung dennoch nicht. Georgien, auf Rang 9 des 2012 Ease of Doing Business Index, war 2006 noch auf Rang 100 und ist ein Beispiel, wie in diesem Ranking »Reformtuning« betrieben werden kann, ohne wirklich marktwirtschaftlich transparente Standards zu etablieren.

Nach langen Verhandlungen ist Russland im Jahr 2012 auch der WTO beigetreten. Dies kann als wirtschaftspolitischer Erfolg oder ebenfalls als »Reformtuning« gewertet werden. Die Interpretationen und erwarteten Implikationen sind auf russischer und internationaler (vor allem europäischer) Seite nicht deckungsgleich. Die EU sieht die WTO-Mitgliedschaft Russlands erst einmal als Ausgangsbasis, um die bilateralen Wirtschaftsbeziehungen zu stärken und gegebenenfalls ein weitreichendes bilaterales Handels- und Investitionsabkommen abzuschließen, ein so genanntes »Deep and Comprehensive Free Trade Agreement«. Die internatio-

nale Seite wird zudem mit Interesse verfolgen, wie sich Russland im WTO-Regelwerk verhält; etwa im Rahmen von Streitschlichtungsverfahren, einer der zentralen WTO-Aufgaben. So sorgte einige Wochen nach dem WTO-Beitritt die russische Seite mit einer Recycling-Gebühr auf Import-KFZ (obwohl es aktuell keine adäquate Recyclinginfrastruktur gibt!) für erste Verstimmlung. Wie andere große Beitrittsländer hat sich Russland beim WTO-Eintritt bei einzelnen Zöllen und vor allem im Dienstleistungssektor auch einige lang laufende Übergangsregelungen (im Bereich von 7–10 Jahren) und Sonderregelungen für Schlüsselbranchen ausgehandelt. Im Finanzsektor laufen einige Übergangsregelungen noch fast 10 Jahre. Zudem wurde festgeschrieben, dass der ausländische Anteil am Bankensystem auf 50 % beschränkt bleibt (mit Ausnahme von ausländischem Kapital, das Investoren bei der Privatisierung von Kreditinstituten investieren).

Insgesamt herrscht jedoch auf russischer Seite die Ansicht vor, im Rahmen des WTO-Beitritts bereits sehr viele Zugeständnisse gemacht zu haben. Nun werden rasche Erfolge erwartet, während die WTO-Beitrittsgespräche von russischer Seite nicht unbedingt mit dem Willen zu notwendigen langfristigen Strukturreformen geführt wurden. Es stand eher das Streben im Vordergrund, einem »Club« beizutreten, dem man aus Macht- und Prestige Gründen eben anzugehören habe. Die WTO-Mitgliedschaft gilt eher als Mittel zum Zweck, um das internationale Investitionsprofil des Landes zu stärken. Die WTO-Mitgliedschaft selbst ist allerdings eine notwendige, aber sicher keine hinreichende Bedingung zur Stärkung des Handels- und Investitionsumfeldes.

Durch die Verbesserung des Geschäftsumfeldes in Russland sollen »nebenbei« auch 25 Millionen qualifizierte Arbeitsplätze geschaffen werden, und die Investitionsquote auf mindestens 25 % des BIP ansteigen. Letztere Ziele sind ambitioniert, ihre Umsetzung bräuchte eher zehn bis fünfzehn Jahre sowie eine flankierende Bildungs- und Arbeitsmarktpolitik, die aber gegenwärtig noch nicht erkennbar ist.

Haushaltspolitik und Staatsunternehmen

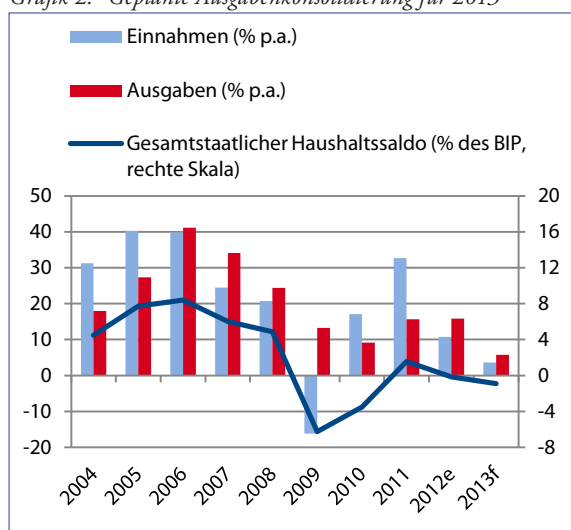
Dem Rat heimischer und internationaler Berater folgend setzt Russland ab 2013 wieder verstärkt auf eine fiskalische Regelbindung. Der für die Haushaltsplanung angenommene Ölpreis und somit der staatliche Ausgabenpielraum werden sich künftig aus dem historischen Marktpreistrend für Öl ergeben (2013 dem Fünfjahresdurchschnitt, bis 2018 dem Zehnjahresschnitt). Die Staatsausgaben dürfen nicht mehr als 1 % des BIP über den projizierten Gesamteinnahmen liegen, geschätzt auf Basis der Ölpreishistorie. Die Entpolitisierung der

1 Der Index umfasst 10 Indikatoren, welche gleichgewichtet messen, wie einfach es ist, ein Geschäft zu eröffnen, Baugenehmigungen, einen Stromanschluss oder einen Kredit zu erhalten, Eigentum zu registrieren, Steuern zu zahlen, Investitionsschutz geltend zu machen, grenzüberschreitend zu handeln, Verträge einzufordern, und Insolvenz anzumelden. Siehe: <http://www.doingbusiness.org/rankings>

Haushalts-Ölpreisprognose ist wichtig, da sie Dreh- und Angelpunkt der staatlichen Haushaltsplanung ist. Das neue fiskalische Regelwerk impliziert zudem eine graduelle fiskalische Straffung und sollte bei Regelbefolgung nach IWF-Berechnungen das Nicht-Öldefizit von 11,3 % des BIP (2012) in den Jahren 2013 und 2014 um jeweils $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte und 2015 um einen weiteren Prozentpunkt in 2015 absenken. Es bleibt abzuwarten, ob die Regeln halten, denn bei Herausrechnung der Energieeinnahmen ist die Position der öffentlichen Haushalte weiter schwach (Siehe Russlandanalysen Nr. 247 vom 16. 11. 2012). Daher sollen zur mittelfristig angezeigten Konsolidierung nun unter anderem staatsnahe Unternehmen (inklusive Tochterunternehmen) mit einem Staatsanteil von 50 % im Kapitalstock durch Dividendenzahlungen herangezogen werden. Einige staatsnahe Firmen können sich politisch gewünschte Dividenden von 25 % des Gewinns leisten; fraglich ist, ob dies für alle staatsnahen Unternehmen gilt.

Eine nachhaltige Reform des Pensionssystems mit seinen gegenwärtigen niedrigen Eintrittsalter- und Minimumarbeitszeitregeln wird weiterhin aufgeschoben. Reine Umschichtungen – wie die ab 2014 geplante Rückführung von jährlich 10 Mrd. US-Dollar an Pensionersparnissen aus der zweiten Säule des Pensionssystems, dem Kapitaldeckungssystem, ins Umlagesystem – schaffen kaum Abhilfe und sind eher ein Schritt zurück. Ins Bild der wirtschaftspolitischen Ideenlosigkeit passt auch die Reorganisation der Energiewirtschaft: Der direkte staatliche Einfluss im Ölsektor wird weiter ausgebaut. Der bereits hohe Einfluss staatlicher Akteure im Gassektor wird angesichts schwieriger globaler Gasmarktrends offenbar nicht mehr als hinreichend zur

Grafik 2: Geplante Ausgabenkonsolidierung für 2013



e: Schätzung; f: Prognose

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Macht- und Einnahmensicherung wahrgenommen. Die 2012 medial stark beachtete Sberbank-Aktienplatzierung war eher eine PR-Maßnahme, da das Institut auf absehbare Zeit Staatsbank, also in staatlichem Mehrheitsbesitz bleiben wird. De facto hat der Staatseinfluss angesichts kaum nennenswerter Privatisierungserfolge und anhaltender Konzentrationstrends in den letzten Jahren in vielen Wirtschaftsbereichen eher zugenommen und bleibt im internationalen Vergleich hoch (unter Einrechnung von Löhnen, Gehältern etc. entstehen rund 50 % der Wirtschaftsleistung unter direktem oder indirektem Staatseinfluss).

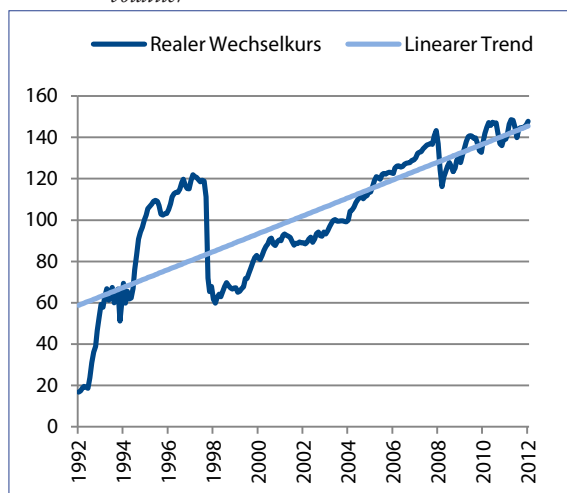
Geld- und Währungspolitik

Russland hat in den letzten Jahren im Bereich des »Makromanagement« jedoch erhebliche –international teils kaum beachtete– Fortschritte erzielt. Hier ist man anderen großen aufstrebenden Ländern (wie etwa China und Indien) um Einiges voraus. Die Fortschritte im »Makromanagement« sprechen auch für fachlich-personelle Professionalität und eine Mittel- bis Langfristorientierung einiger staatlicher Institutionen, wie etwa der Notenbank oder des Finanzministeriums.

Wechselkurs

Seit 2009 gelang der Übergang von einem festen Wechselkurs zu einem flexiblen Rubel-Kurs. Dies hatte weitreichende Implikationen. Zum einen können nun die Auswirkungen eines Rohstoffpreisschocks auf die Realwirtschaft besser abgefedert werden. Zum anderen ist die Notenbank nicht mehr zu erheblichen, automati-

Grafik 3: Die reale Aufwertung des Rubel hält an, ist aber volatiler*

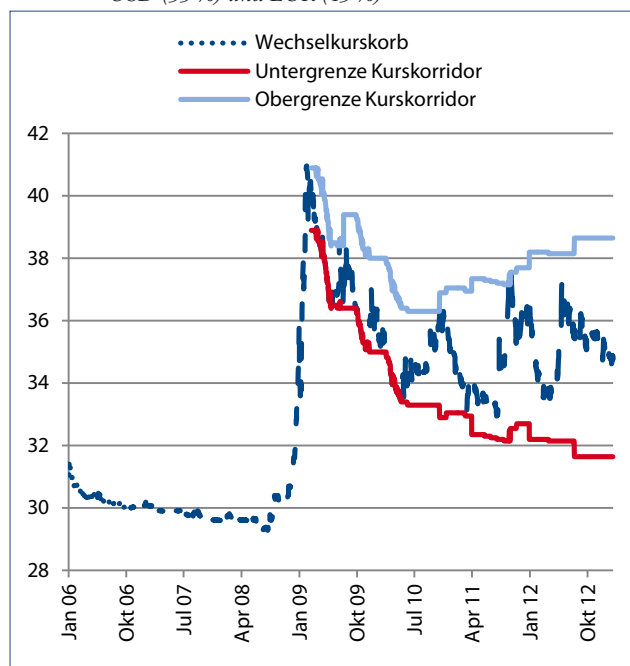


* Realer effektiver Wechselkurs erhöht sich, wenn die Währung nominal aufwertet und/oder die Inflation (VPI) diejenige der Handelspartner übersteigt

Quelle: Thomson Reuters

schen Devisenmarktinterventionen zur Kursstabilisierung gezwungen. Somit kann sie freier über die Reserven verfügen oder diese bewahren.

Grafik 4: Rubel wird zunehmend frei und in immer weiteren Grenzen gehandelt, Wechselkurskorb in Rubel, bestehend aus USD (55 %) und EUR (45 %)



Quelle: Russische Zentralbank, Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Ein flexibler Wechselkurs erhöht auch das Bewusstsein der Marktteure für Währungsrisiken, so dass weniger riskante (ungesicherte) Währungspositionen eingegangen werden, etwa Fremdwährungskredite durch Haushalte oder internationale Finanzierungen in Dollar oder Euro durch (Groß-)Unternehmen. Derzeit werden im Gegensatz zur Vorkrisenzeit (d. h. vor 2008) kaum noch Fremdwährungskredite vergeben.

Der Übergang zum flexibleren Rubel erfolgte zum optimalen Zeitpunkt. Nach dem Rubel-Verfall 1998/99 galt die Währung lange Zeit als unterbewertet. Aufgrund des Ölpreisooms der 2000er Jahre setzte jedoch wieder ein Aufwertungstrend ein, den die Notenbank mit Hilfe einer Interventionspolitik zu bremsen vermochte. Durch kontinuierliche Marktinterventionen häufte die Notenbank Devisenreserven an, was eine Wiederholung des Szenarios von 1998/99 – damals musste Russland Zahlungsunfähigkeit verkünden – unwahrscheinlich macht. Seit 2005 übersteigen die Währungsreserven 25 % des BIP, unmittelbar vor der Finanzkrise 2008 waren es sogar über 35 % des jährlichen BIP (USD 600 Mrd.). Die Reserven decken damit fast die gesamten privaten wie öffentlichen Bruttoaußenschulden des Landes ab (Ende des dritten Quartals 2012 bestand ein Deckungsgrad

von 86 %). Die von der Zentralbank moderierte zwanzigprozentige Abwertung des Rubels Ende 2008/Anfang 2009 bedeutete zwar einen vorübergehenden Verlust von rund ein Drittel der Währungsreserven (USD 200 Mrd.). Diese Episode zeigte aber auch, dass das Niveau der Reserven selbst für einen extremen adversen Schock ausreichend ist. Der Nutzen eines weiteren Reserven-Aufbaus ist daher ökonomisch fraglich (Devisenreserven müssen auch im Ausland, etwa in US-Staatsanleihen oder europäischen Staatsanleihen, angelegt werden).

Da sich zudem unserer Meinung nach auf absehbare Zeit rubelstützende und -schwächende Faktoren ausgleichen sollten, ist es sinnvoll, den Rubel-Kurs von nun an am Devisenmarkt frei zu ermitteln, und nicht mehr von der Zentralbank vorzugeben oder zu steuern zu lassen. Insgesamt darf nicht vergessen werden, dass der Weg vom Festkurssystem zu einer frei gehandelten Währung prinzipiell kein einfacher ist und auch der Weg zur Rubelflexibilität ein gradueller und gemeinsamer Lernprozess von Notenbank und Marktteuren war (mit zentralen Stationen wie der Währungskorbeinführung 2005, der Liberalisierung des internationalen Zahlungsverkehrs 2006 und der Anerkennung des Rubel als internationale Verrechnungswährung 2007). Risiken aus flexibler Währung und Kapitalverkehrsfreiheit gibt es vor allem durch das verbreitete »Offshoring« in der russischen Wirtschaft bzw. dadurch mögliche plötzliche starke Kapitalabflüsse oder akkumulierte Risiken (etwa in Fremdwährungstransaktionen oder anderen spekulativen Geschäften).

Institutionelle Unabhängigkeit der Notenbank

Ohne dauernde Devisenmarktinterventionen hat sich der eigenständige Einfluss der Notenbank auf die Geldmengen- und Preisentwicklung erhöht. Es kommt nicht von ungefähr, dass die Inflation auf Rekordtiefs gefallen ist. Dies lässt sich auch monetär begründen: Die Kursstabilisierungspolitik in den 2000ern zwang die Zentralbank im Zuge der Devisenankäufe zu massiven Ausweitungen der Geldmenge. Eine vollständige und effektive Sterilisierung dieser Geldmengenausweitung durch die Zentralbank selbst war nicht möglich, und erfolgte nur teilweise durch die bei der Zentralbank eingelagerten Haushaltsüberschüsse der Regierung. Dennoch stieg die im Umlauf befindliche Bargeldmenge M 0 zwischen 2002 und Mitte 2008 um durchschnittlich 36 % pro Jahr an, die Inflationsrate lag im gleichen Zeitraum bei 12,1 % p. a. 2011–2012 hingegen betrug das Geldmengewachstum bei M 0 nur noch 17 %, also weniger als die Hälfte, die Inflationsrate sank auf 6,8 %.²

2 Die Jahre 2009 und 2010 werden hier bewusst ausgeblendet, da in diesem Zeitraum eine Rubel-Geldmengenkontraktion

Eine auf Senkung der Trendinflation (Disinflation) abzielende Geldpolitik – mit Inflationszielen von 4–5 % für 2014/15 – hat positive, dämpfende Wirkungen auf das langfristige Zinsniveau. Letzteres wird aufgrund des hohen Bedarfs an langfristigen Kreditfinanzierungen zu annehmbaren Zinskonditionen für die Modernisierung Russlands zunehmend wichtig. Derzeit hat fast die Hälfte aller Unternehmenskredite in Russland eine Laufzeit von weniger als einem Jahr, Finanzierungen über mehr als drei Jahre gibt es kaum und die Zinsen längerfristiger Kredite (über ein Jahr) liegen derzeit bei etwa 12–14 %.

In der ersten Phase nach der Finanzkrise, also in den Jahren 2010 und 2011, konnte die Zentralbank ihre Zinssteuerung stärken und somit ihren Einfluss auf dem Geldmarkt erhöhen. Die kurzfristigen Geldmarktsätze orientierten sich an dem Einlagesatz der Zentralbank (von 2,5 % im Jahr 2010 und inzwischen 5,5 % im September 2012). Damit gibt es zum ersten Mal in der russischen Geldpolitik einen bindenden Refinanzierungs-Leitzins (bzw. ein System von Leitzinsen, wenn man den Zinskorridor zwischen Einlagesatz und Refinanzierungssatz betrachtet).

Zum Rückgang der Inflationserwartungen und einer effektiveren Geldmarktsteuerung hat auch beigetragen, dass die Notenbank die Qualität und Transparenz ihrer Kommunikation mit der Öffentlichkeit und den wichtigen Marktakteuren in den letzten Jahren deutlich verbessert hat (etwa über Pressestatements nach den inzwischen regulär monatlich stattfindenden Zinssitzungen oder über quartalsweise erscheinende »Inflationsreports« bzw. seit 2013 »Reports über die Geldpolitik«).

Ferner hat sich die Notenbank graduell als Akteur mit gewisser Selbstständigkeit positioniert und unlängst durchaus unpopuläre, aber klare regulatorische Schritte zur Dämpfung des extremen Konsumkreditbooms gesetzt. Die Konsumentenkredite haben 2011 und 2012 um 40–50 % gegenüber dem Vorjahr zugelegt, während gleichzeitig die Eigenkapitalquoten im Bankensektor deutlich absanken (nach dem lokalen H 1-Standard von über 20 % im Jahr 2009 auf 13 % im Jahr 2012). Derzeit wird so viel Konsum wie noch nie auf Pump finanziert, der persönliche Verschuldungsgrad der Haushalte steigt viel stärker als ihr Einkommen. Bei Zinssätzen im Bereich von 20–60 % ist eine reine Zinspolitik über Leitzinsschritte im niedrigen einstelligen Prozentbereich wenig effektiv. Daher hat die Notenbank 2012 (teils mit Wirkung erst ab 2013) die Risikogewichte für hochriskante unbesicherte Konsumentenkredite (mit Zinssätzen über 20 % in Fremdwährung bzw. 25 % in Rubel

oder Hochrisikokredite mit Zinssätzen über 60 %) oder Kredite mit hohen Kredit-Wert-Relationen (bei denen der ganze Immobilienkauf über Schulden finanziert wird) oder bereits notleidende Vermögenswerte (zum Großteil bereits bestehende langfristige Immobilieninvestitionen) in den Bankbilanzen deutlich erhöht. Ferner wurden unter anderem die lokalen Kapitalanforderungen an Banken deutlich erhöht.

Für geldpolitische Ziele und nachhaltiges Wachstum sind kurzfristig unpopuläre Schritte (wie eine Liquiditätsverknappung über Zinsen oder regulatorisches Einbremsen der privaten Verschuldung) wichtig und können die Reputation und Glaubwürdigkeit der russischen Zentralbank erhöhen. Mit den neuen regulatorischen Anforderungen scheint in den kommenden Jahren »nur« noch ein Kreditwachstum um die 20–25 % möglich und insofern setzt auch Russland – wie viele Staaten nach der globalen Finanzkrise – in Zukunft auf eine vorsichtigeren Banken- und Finanzsektorexpansion.

Wie in vielen anderen Ländern auch muss die Zentralbank in Russland ihre Unabhängigkeit fortlaufend unter Beweis stellen – besonders, wenn der Reputationaufbau hinsichtlich der Inflationsbekämpfung, wie im Falle der russischen Zentralbank, noch nicht abgeschlossen ist. So ist diese Institution im aktuellen Umfeld der konjunkturellen Abkühlung erheblichem politischen und öffentlichen Druck von Seiten der Regierung (besonders dem Wirtschaftsministerium) und durch Geschäftsbankenvertreter ausgesetzt. Diese würden lieber früher als später eine lockerere Geldpolitik (also Zinssenkungen) sehen: die Regierung, um das flauere Wirtschaftswachstum durch geldpolitische Stimuli anzufachen, die Geschäftsbankenvertreter wohl eher aus profitmaximierenden Erwägungen. Daher muss die russische Zentralbank schon bald beweisen, dass sie nicht das langfristige Ziel einer weiteren Inflationssenkung auf dem Altar einer kurzfristig orientierten expansiven Konjunkturpolitik opfern will.

Die Situation wird zudem durch den Abgang des langgedienten Zentralbankchefs Sergej Ignatjew erschwert, dessen dritte und damit letzte Amtszeit im Juni abläuft. Präsident Putin muss mindestens drei Monate vor Ablauf der Amtszeit der russischen Staatsduma einen Nachfolger vorgeschlagen, welcher von einer einfachen Mehrheit des Parlaments bestätigt werden muss.

Folgen der »neuen« Geldpolitik

Insgesamt hat sich die Notenbank mit ihrem geldpolitischen Instrumentarium, basierend auf Leitzins und einem Korridorsystem, dem geldpolitischen Instrumentarium großer und wichtiger Notenbanken wie der EZB angenähert. Verbesserungspotenzial gibt

durch Währungsumschichtungen und ein nachfolgender starker Anstieg durch den positiven Basiseffekt vorliegen.

es sicherlich bei der Feinsteuerung. Kritische Beobachter fordern etwa mittelfristig eine Einengung des aktuellen Zinskorridors. Allerdings darf auch nicht vergessen werden, dass eine Notenbank in so einem extrem fragmentierten Bankensystem wie in Russland (mit über 900 Banken, die teils ganz unterschiedliche Geschäftsmodelle und Liquiditätsgrade haben) nicht vorschnell auf eine auf wenige Instrumente basierende Steuerung – wie in einer voll entwickelten Volkswirtschaft – umschalten kann.

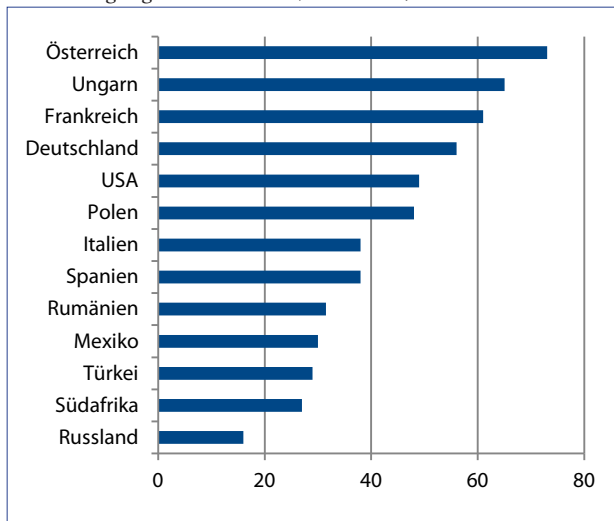
Eine Spielregeländerung verläuft auf einem Markt nicht friktionslos und es gibt Verbesserungspotenzial bei der Liquiditäts- bzw. Geldmarktsteuerung. So ist der Transmissionsmechanismus von Geldmarktsätzen zu Kreditzinsen im realen Sektor bei hohen Zinsmargen besonders im Bereich der Konsumkredite noch schwach ausgeprägt. Am Geldmarkt sorgt das Finanzministerium unter anderem durch eine ungleichmäßige saisonale Verteilung der Ausgaben zeitweise für eine zusätzliche Verknappung von Liquidität. Hier ist eine bessere Kommunikation und Koordination zwischen Zentralbank und Finanzministerium gefordert, und es sollte darauf hingearbeitet werden, die »geldpolitische Rolle« des Finanzministeriums langfristig zurückzuführen.

Fortschritte im Makromanagement: Fiskalpolitik und Anleihemarktöffnung

Letztendlich machen erst ein flexibler Wechselkurs, Inflationssenkung und klarer fiskalpolitischer Rahmen die zum Jahresbeginn 2013 gestartete breit angelegte Öffnung des lokalen Staatsanleihemarktes für Auslandsinvestoren möglich, und eine Verbesserung von dessen Infrastruktur (in Bezug auf Marktzugang, Liquidität und operationelle Sicherheit für ausländische Investoren). Auch über eine Verbesserung der Marktinfrastruktur am Staatsanleihemarkt in Russland wurde über Jahre debattiert, passiert ist aber eigentlich erst in den letzten zwei Jahren etwas. Einerseits erhält der russische Staat nun erleichterten Zugang zu langfristigen Ersparnissen (von denen es in Russland zu wenig gibt), andererseits akzeptiert er eine kontinuierliche Bewertung seiner wirtschaftlichen Verfassung und Wirtschaftspolitik durch ausländische Investoren. Derzeit werden 5–8 % der russischen Staatsanleihen von Auslandsinvestoren gehalten. Nun könnte sich diese Relation auf 20–30 % erhöhen. Im aktuellen globalen Niedrigzinsumfeld sind die Renditen langfristiger russischer Staatspapiere von rund 7 % für Auslandsinvestoren attraktiv; solange eben der Außenwert des Rubels nicht markant an Wert verliert und die Inflation nicht signifikant ansteigt.

Ferner ist der Zugang zu staatlichen Fremdkapitalinstrumenten in Lokalwährung idealtypisch ein vorberei-

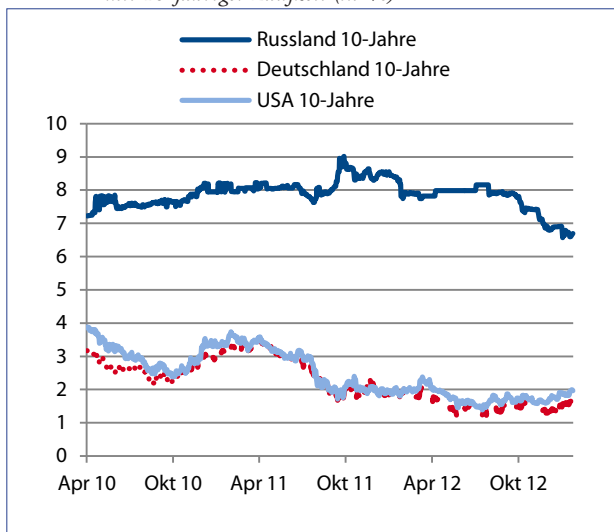
Grafik 5: Anteil von Staatspapieren, die von Nicht-Gebietsansässigen gehalten werden (2011, in %)



Quelle: IWF, Raiffeisen RESEARCH

tender Schritt zur Förderung der Attraktivität der lokalen Unternehmensfinanzierungsmärkte für Ausländer, also des lokalen Fremd- und Eigenkapital- bzw. Aktienmarktes. Angesichts seiner Modernisierungsziele sowie des Reformbedarfs im privaten Sektor braucht Russland ausländische (Eigenkapital-)Investitionen. Insofern ist auch zu betonen, dass die Bereitschaft zur Öffnung des Finanzmarktes in Russland nicht nur mit der Verbesserung im Makromanagement einherging. Motiviert ist dieser Schritt auch durch das in den letzten Jahren zu beobachtende deutliche Rückfallen Russlands hinter andere wichtige regionale Finanzplätze wie Warschau oder Istanbul.

Grafik 6: Anleihenrendite von Staatsanleihen in lokaler Währung mit 10-jähriger Laufzeit (in %)



Quelle: Bloomberg

Kritische Würdigung

Bei Reformen, die die Bürokratie in der breiten Fläche benötigen und/oder politökonomisch heiklere Agenden tangieren, gibt es bis dato wenig Fortschritte. Bei Reformen des »Makromanagement«, die vor allem von zentralstaatlichen Institutionen vorangetrieben wurden (flexibler Wechselkurs, Inflationssenkung, effektivere Geldpolitik, risikobewusstere Finanzsektorregulierung, Kapitalmarktöffnung) wurden jedoch wichtige Reformschritte erzielt, die in ihrer Sequenz fast wie aus einer »Blaupause« der wirtschaftspolitischen Beratung anmuten; sie finden aber in der westlichen Öffentlichkeit – im Gegensatz zur lokalen Debatte – wenig Beachtung. Noch ist nicht abzusehen, ob sich aus den verschiedenen Reform- oder Modernisierungsgeschwindigkeiten mittelfristig ökonomische und/oder politische Spannungen ergeben, denn die vorherrschende Ambivalenz zwischen wirtschaftspolitischer Stagnation (oder maximal einem außenwirksamen »Reformtuning«) und wirklichem Fortschritt hat wichtige Implikationen.

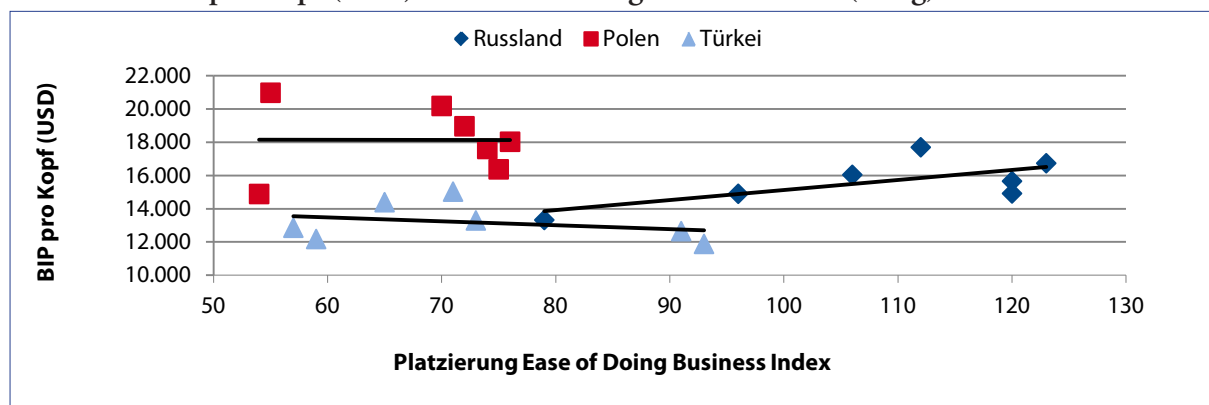
Einigen Maßnahmen, etwa der Kapitalmarktöffnung oder der Wechselkursflexibilisierung, wohnt eine gewisse Irreversibilität inne. Diese fördern die Entwicklung des lokalen Anleihen- und Finanzmarktes, während die jüngsten geplanten Pensionssystemänderungen oder auch der hohe und zunehmende Staatseinfluss

sie eher bremsen. Auch bei Agenden, die die WTO-Mitgliedschaft mit sich bringt und die das Entstehen von nicht-oligarchischen Wirtschaftsstrukturen fördern (Akzeptanz von Wettbewerb, Herstellung eines einheitlichen Spielfeldes für staatliche und nicht-staatliche sowie ausländische Wirtschaftsakteure), besteht noch erheblicher Verbesserungsbedarf. Auf lange Frist wird Russland – wie so oft in seiner (Wirtschafts-)Geschichte – mit einer so genannten »Teilmodernisierung« allein seine aktuellen wirtschaftlichen und politischen Ziele nicht erreichen. Langfristig sind auch Reformen in bisher nicht angegangenen Bereichen angezeigt. Vor allem der zunehmende Staatseinfluss in der Wirtschaft scheint langfristig und angesichts der aktuellen institutionellen Rahmenbedingungen für eine dynamischere Wirtschaftsentwicklung hinderlich. Es bleibt abzuwarten, ob das aktuelle politische System die Kraft und Legitimation besitzt, tiefe Strukturereformen anzugehen. Wirtschaftspolitische Strategien, die nur auf Vorzeige- oder so genannte »Leuchtturmprojekte« setzen, oder Reformen, die nur darauf abzielen, sich in Rankings – wie dem Ease of Doing Business Index – durch »Reformtuning« zu verbessern, werden nicht ausreichen, um in den nächsten 5–10 Jahren ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum von über 3–4 %, zu erreichen.

Über die Autoren

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

Grafik 7: BIP pro Kopf (USD) vs. Ease of Doing Business Index (Rang) von 2006–2012



Anmerkung: Länderzahl im Ease of Doing Business Index hat sich von 155 (2006) auf 185 (2012) ausgeweitet
 Quelle: Weltbank, Raiffeisen RESEARCH