

ANALYSE

Lange Phase der wirtschaftlichen Stagnation wahrscheinlich

Gunter Deuber und Andreas Schwabe, Wien

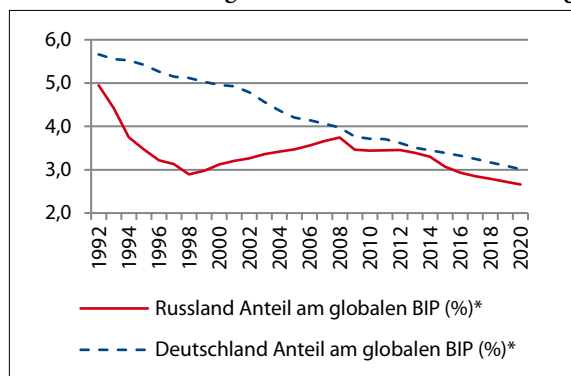
Zusammenfassung

Der Wachstumsausblick für Russlands Wirtschaft hat sich bereits vor der Ukraine-Krise auf Grund struktureller Limitationen verschlechtert. Verstärkt wird dieser Trend nun durch nicht zu unterschätzende Folgen der Ukraine-Krise auf die Einbettung Russlands in die Weltwirtschaft. Angesichts limitierter Investitionsspielräume droht nun eine Phase der Stagnation. Einige Wirtschaftsakteure üben Kritik an der aktuellen wirtschaftlichen Ausrichtung, etliche heimische und ausländische Akteure setzen noch auf eine rasche Erholung. Daher sind die Folgen einer »säkularen Stagnation« nicht zu unterschätzen.

Die russische Wirtschaft im Abwärtstrend

Das Wirtschaftswachstum Russlands war schon vor 2014 und 2015 in einem Abwärtstrend. Letzterer hat seine Ursachen im Zusammenspiel zahlreicher struktureller Faktoren. Zu nennen sind die Grenzen des auf Rohstoffexport basierenden Wachstumsmodells, ein gemessen am institutionellen Umfeld hoher Wohlstand, eine gescheiterte Modernisierung, begrenzte Entfaltungsräume des privaten Sektors, eine ineffiziente regionale Faktorallokation bzw. Verspannungen am Arbeitsmarkt, zu hohes Lohnwachstum in Relation zum Produktivitätsfortschritt sowie zu geringe Investitionen bei hohem Kapitalexport. Angesichts solcher Barrieren und Limitationen hat sich Russland in den letzten Jahren von anderen großen aufstrebenden Ökonomien abgekoppelt. Verstärkt wird dieser Trend nun durch nicht zu unterschätzende unmittelbare und mittelbare Auswirkungen der Ukraine-Krise auf die Einbettung Russlands in die Weltwirtschaft.

Grafik 1: Russlands globale wirtschaftliche Bedeutung



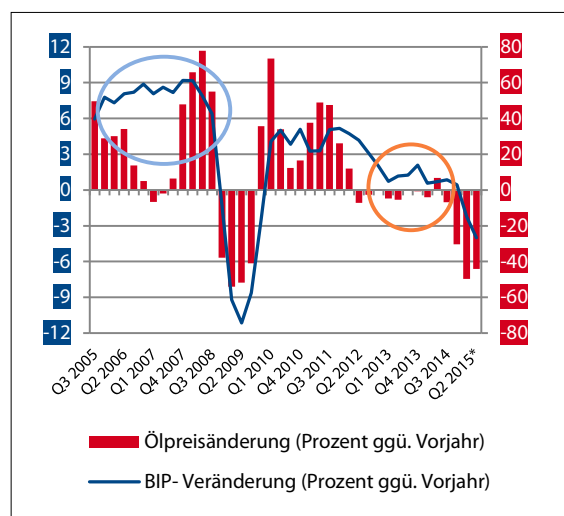
* gerechnet zu Kaufkraftparitäten

Quelle: IWF, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Derzeit brechen internationale Bankfinanzierungen mit Russland-Bezug ebenso stark ein wie in der Krise 2008/2009, allerdings in einem nun deutlich besseren globalen Umfeld. Von internationalen Finanzierungen

ist Russland seit 2014 fast komplett ausgeschlossen; laufende Auslandsschulden der Firmen und Banken werden zurückgezahlt. Der Anteil neuer Großgeschäfte mit Russland-Bezug auf dem globalen Finanzmarkt, die einem

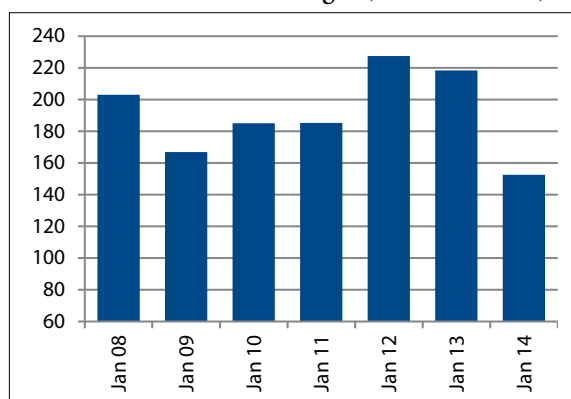
Grafik 2: Russische Wachstumsschwäche begann bereits vor dem Ukraine Konflikt



○ Bis zur Finanzkrise 2008/2009: Starkes Wachstum; ○ Bereits 2012/2013: Wachstumsschwäche trotz hoher und stabiler Ölpreise über 100 Dollar; * Q2 2015 Schätzungen der Autoren
Quelle: Reuters, Rosstat, RBI/Raiffeisen RESEARCH

breiten Investorenkreis angeboten werden, hat 2015 ein Allzeit-Tief erreicht. Investoren ziehen sich nach Jahren der Öffnung aus russischen Staatsanleihen zurück. German Gref, Geschäftsführer der »Sberbank«, hat die Lage auf dem Petersburger Wirtschaftsforum schonungslos benannt. Er erklärte: Der Zugang zu westlichen Finanzmärkten ist für Russland essentiell, und asiatische Finanzmärkte bieten auf kurze und mittlere Sicht keine hinreichenden Optionen. Er sieht sein Land nun in einer harten Anpassungsphase. Zudem legen Studien über Effekte von Sanktionen nahe (siehe die Beispiele Südafrika und Iran), dass die derzeitigen Entwicklungen in Russland

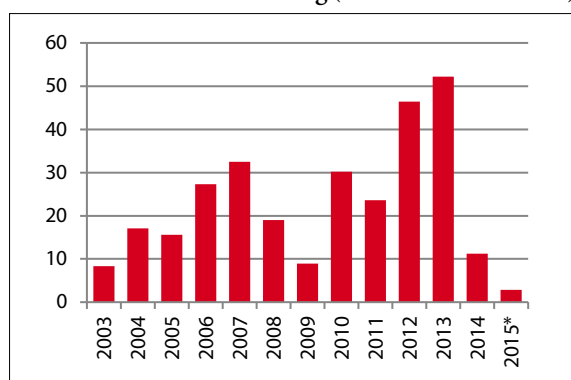
Grafik 3: Russland: Internationale grenzüberschreitende Bankfinanzierungen (Mrd. US-Dollar)*



* alle weltweit an die BIS berichtende Bankensektoren
Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsgleich (BIZ), RBI/Raiffeisen RESEARCH

erst der Beginn der negativen Folgen von länger anhaltenden Sanktionsregimen sind, vor allem auf die Investitionstätigkeit. Zudem nimmt Umfragen zufolge die Hoffnung auf ein baldiges Ende der westlichen Sanktionen zusehends ab. Dies passt zu empirischen Studien, welche eine lange Dauer von Sanktionsregimen (vor allem gegen große Länder) nahelegen. In das Gesamtbild fügen sich die jüngsten Sanktionsverlängerungen ein (durch die EU um sechs Monate, auf russischer Seite gleich um 12 Monate).

Grafik 4: Internationale Kapitalmarktfinanzierungen mit Russland-Bezug (Milliarden US-Dollar)



* 2015er Zahlen annualisierte Daten für das erste Quartal 2015
Quelle: Bloomberg, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Strukturelle Limitationen, eine derzeit zurückgehende Einbettung in globale Kapitalströme sowie sich verschlechternde Erwartungen in Bezug auf eine solide Wirtschaftsentwicklung legen nahe, dass Russland auf eine Stagnation zuläuft, sollten die Rahmenbedingungen unverändert bleiben. Nach der aktuellen Rezession kann dem Land gemäß der ökonomischen Theo-

rie eine sogenannte »säkulare Stagnation« drohen. Solch ein Szenario ohne oder mit nur schwachem Wachstum, bei niedriger bzw. moderater Inflation und niedrigen Realzinsen, ist in geschlossenen Ökonomien mit relativ hohem Pro-Kopf-Einkommen möglich. Reale BIP-Zuwachsraten von unter zwei Prozent stellen in einer Ökonomie wie Russland gleichsam eine Stagnation dar. Zuwachsraten dieser Ordnung – weit unter den vom Präsidenten auf dem Petersburger Wirtschaftsforum in den Raum gestellten und anvisierten 3,5 Prozent an mittelfristigem Zuwachs – reichen nicht aus, um im Vergleich zu anderen aufstrebenden Ländern, aber auch zu den Industrienationen, den Wohlstand anzuhäufen. Russlands Pro-Kopf-Einkommen zu Kaufkraftparitäten könnte so auf mittlerem Niveau, bei 65 Prozent der EU bzw. 55 Prozent des Niveaus in Deutschland, »steckenbleiben«. Unterstützt wird das Szenario einer »säkularen Stagnation« von der Tatsache, dass kaum Wachstumstreiber in Sicht sind und aktuelle wirtschaftspolitische Strategien wenig nachhaltige Wachstumsimpulse versprechen.

Rohstoffboom und Modernisierung über Megaprojekte kaum wiederholbar

In der letzten Dekade profitierte Russland von einem globalen »Rohstoffsuperzyklus«, der den Ölpreis von 10–20 US-Dollar auf über 100 Dollar trieb, sowie von einem Ausblick auf unbegrenzten Rohstoffhunger der aufstrebenden Volkswirtschaften. Beide Megatrends haben sich abgeschwächt, der Ölpreis sollte sich angesichts aktueller Markttrends und Prognosen nur moderat erholen bzw. in den kommenden Jahren um Niveaus von 60–80 US-Dollar pendeln. Ohne fortwährende massive Rohstoffpreiserhöhungen liegt das geschätzte Wachstumspotenzial der russischen Wirtschaft bei 1–2 Prozent. Die mittelbaren fiskalischen Implikationen eines solchen Szenarios ohne Rohstoffpreisboom dürfen ebenfalls nicht unterschätzt werden. Dies vor allem vor dem Hintergrund der vorherrschenden fiskalischen Ideologien. In Russland gibt es aufgrund der Erfahrungen der 1990er Jahre eine ideologische Abneigung gegenüber hohen schuldenfinanzierten Defiziten sowie der Monetisierung von Staatsschulden (also »Staatsschuldenfinanzierung durch die Notenpresse«). Damit ist eine schuldenfinanzierte Ausgabenpolitik – angesichts der Staatsschulden von 12 Prozent des BIP gäbe es Spielraum – unwahrscheinlich. Der Staat verfügt sogar noch über fiskalpolitische Puffer in Form von zwei Reservefonds (in die Haushaltsüberschüsse aus dem Rohstoffboom auf die Seite gelegt werden) in Höhe von 9 Prozent des BIP. Um die fiskalischen Puffer allerdings in einem nennenswerten Umfang zu erhalten, sollten diese nicht über das in der Krise 2014/2015 vorgesehene Volu-

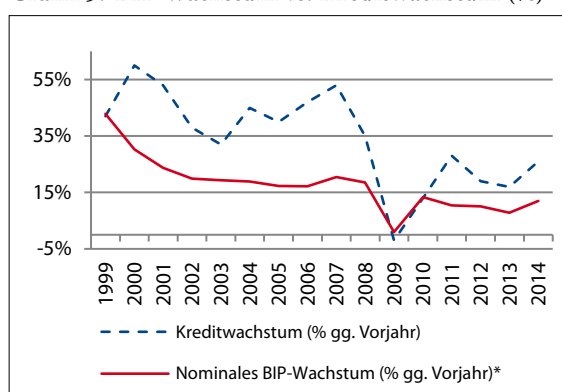
men von bis zu 4–5 Prozent des BIP hinaus angezapft werden. Die fiskalischen Puffer sind ein zentraler Anker, um das Investorenvertrauen und die Länderrisikoeinschätzung Russlands nicht noch weiter sinken zu lassen. Angesichts der ideologischen und faktischen Limitationen sind die fiskalischen Optionen Russlands eindeutig begrenzt, was den Wachstums- und den staatlichen Investitionsspielraum einengt. Dies gilt auch für sogenannte »Leuchtturm-« oder Megainvestitionsprojekte, mit denen bisher versucht wurde, die Investitionstätigkeit zu stützen, die im Vergleich zu erfolgreichen aufstrebenden Ökonomien bei niedrigen 20 Prozent des BIP liegt.

Verschuldung im Privatsektor nicht mehr niedrig – Deleveraging angelaufen¹

Lange war der Bankensektor ein Katalysator des Wachstums in Russland. Über eine Dekade lang haben die Kredite viel stärker zugelegt als die Wirtschaftsleistung, die Relation »Kredite zu BIP« stieg von 2000 bis 2014 – auch in Zeiten starken BIP-Wachstums – von ca. 10 auf 60 Prozent an. Solch ein Anstieg des Verschuldungsgrades, ausgehend von einem niedrigen Niveau, wirkt sich durch Rückkoppelungseffekte positiv auf das Wachstum aus. Hohes Kreditwachstum kann so kurz- bis mittelfristig ein BIP-Wachstum unterstützen – auch über Potenzialwachstum, wie in Russland in den letzten Jahren. Die in so einem Prozess vergebenen Kredite sind aber immer eine Wette auf eine weiterhin positive Zukunft. Insofern stellen die negative Wirtschaftsentwicklung der letzten Quartale sowie der schwache Ausblick Kreditnehmer und -geber kurz- und mittelfristig vor Herausforderungen. Und durch den starken Anstieg der Kredite seit dem Jahr 2000 kann Russland nun nicht mehr als Volkswirtschaft mit niedriger Finanzintermediation gelten. Des Weiteren sind angesichts der Rubelschwäche bei Fremdwährungskrediten Kreditschuld und Rückzahlungsraten gestiegen. Angesichts des Anstiegs von Zinsen und Risikoprämien auf dem russischen Bankenmarkt lässt sich nun ohnehin nur eine geringere Kreditlast tragen. Der Spielraum zur Neukreditvergabe, ohne hohe Kreditrisiken, ist damit fundamental limitiert. Es könnte sogar eine Phase bevorstehen, in der die Kredite geringer zulegen als die Wirtschaftsleistung. Des Weiteren kämpfen russische Banken mit weiteren kurzfristigen Limitationen. Die Marktturbulenzen der letzten Monate sowie die rapide steigende Menge notleidender Kredite zehren an Rücklagen und Eigenkapitalpuffern.

Auch das Einlagenwachstum schwächt sich ab, was angesichts limitierter internationaler und einheimischer Refinanzierung (ausgenommen Notenbankfinanzierung) ebenso den Spielraum begrenzt. Zudem müssen sich viele russische Firmen nun auf dem einheimischen Markt in Rubel finanzieren. Hier sind die Zinsen höher als auf den internationalen Märkten. Der Prozess des internationalen Schuldenabbaus bzw. der Substitution durch inländische Finanzierung – soweit

Grafik 5: BIP-Wachstum vs. Kreditwachstum (%)



* Reales BIP-Wachstum + Konsumentenpreis-inflation

Quelle: nationale Quellen, CBR, Weltbank, RBI/Raiffeisen RESEARCH

möglich – erklärt auch, warum die Auslandschulden des privaten Sektors derzeit fallen, während die Schulden bei heimischen Banken noch zunehmen. Allerdings sind bei lokal vergebenden Krediten die Laufzeiten kürzer, was vor allem Projekt- und Investitionsfinanzierungen erschwert. Dies ist im aktuellen Umfeld weniger problematisch, aber mittelfristig ein Engpassfaktor. Insgesamt wird der russische Bankensektor unter den aktuellen Rahmenbedingungen kaum einen An Schub zu solidem Wirtschaftswachstum geben können. Angesichts zunehmender Herausforderungen agieren auch in Russland tief verwurzelte westliche Auslandsbanken vorsichtig bzw. haben Expansionsstopps oder Reduktionspläne angekündigt. Zumal 70 Prozent der Bankaktiva einen Moskau- und St. Petersburg-Bezug haben und die aktuelle und erwartete Wirtschaftslage für die dort ansässigen wohlhabenderen Privatkunden und oft international tätigen Firmenkunden besonders hohe Herausforderungen mit sich bringt.

Explizite »Weichwährungspolitik« keine Option

Empirisch gesehen waren viele Ökonomien (Industrie- oder Entwicklungsländer) erfolgreich, die ihren Exportsektor bzw. dessen preisliche oder qualitative Wettbewerbsfähigkeit gezielt gestützt haben. Vor allem

1 Deleveraging – von Banken oder Unternehmen vorgenommene Substitution von Fremdkapital durch Eigenkapital bzw. die Reduktion von Fremdkapital, wodurch eine Verminderung der Verschuldungsposition (Leverage) und damit des eingegangenen Risikos erreicht wird; d. Red.

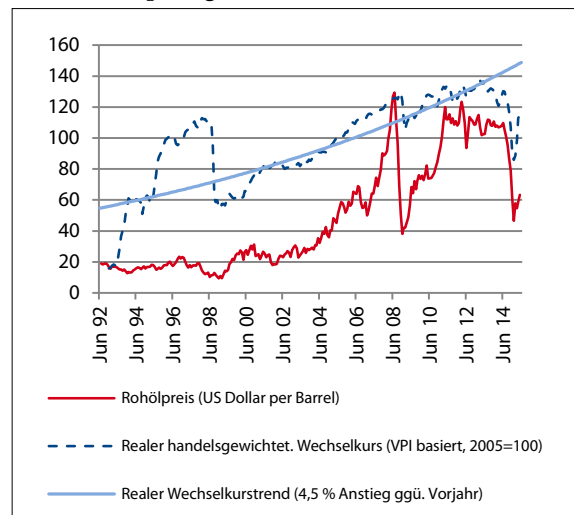
der nominale bzw. reale Wechselkurs ist eine zentrale Stellschraube der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, die zudem rasch wirken kann. Diesen Ansatz hat Russland im Boom vor 2008 verfolgt, als die Behörden versuchten, den Rubel nicht zu stark werden zu lassen, um die sogenannten »holländische Krankheit« zu vermeiden. Insofern hat die massive nominale Rubel-Abwertung der letzten 12–18 Monate um kumuliert 30 Prozent die Wettbewerbsfähigkeit erhöht. Der reale Wechselkurs, der von 2009 bis 2013 um 20 Prozent angestiegen war, ist um 30 Prozent gefallen, was ihn auf das Niveau von 2005 zurückwirft. Daher ist es kein Zufall, dass einige heimische oder internationale Produzenten, die bisher auf den Heimatmarkt fokussiert waren, sich nun im Export versuchen. Einigen internationalen Investoren ist es gelungen, beim aktuellen Rubelkurs erfolgreich aus Russland heraus zu exportieren. Daher ist es nachvollziehbar, dass die Notenbank sich unlängst gegen eine zu starke Rubel-Erholung stemmte. Der preisliche Entlastungseffekt durch die nominale Rubel-Abwertung sollte aber auch nicht überschätzt werden. Der durch die Abwertung ausgelöste Inflationsanstieg schlägt partiell auf die Nominallöhne durch, so dass der Rubel real wieder aufgewertet wird und Russland also wieder etwas an preislicher Wettbewerbsfähigkeit einbüßt.

Mittelfristig könnten neben Exporteuren auch offizielle Akteure ein Interesse an einem schwachen Rubel haben. Der Staatshaushalt und einige staatsnahe Firmen profitieren tendenziell von einer moderaten Rubelschwäche, da hier ein Großteil der Einnahmen fremdwährungsabhängig ist, auf der Ausgabenseite aber der Rubel dominiert. Ein schwächerer Rubel vermindert auch bei niedrigeren Energiepreisen Einnahmeverluste »auf dem Papier«, so dass Staatsausgaben (z. B. Sozialausgaben) weniger stark sinken müssen, als wenn der Ölpreiseffekt voll durchschlagen würde. Die Möglichkeit, vordergründig Transfereinkommen hoch zu halten ist im aktuellen politischen Setting von besonderer Bedeutung. Die Staatsmittel verlieren aufgrund der Kursschwäche und der höheren Inflation allerdings an Kaufkraft, so dass eine Ausgabenkürzung durch die Hintertür erfolgt.

Zudem haben die letzten Monate die Risiken eines schnellen und starken Rubelverfalls für das Vertrauen, das Investitionsklima und vor allem für den Bankensektor aufgezeigt. Bei größeren Privatbanken machen die US-Dollarkredite etwa 40 Prozent der Kredite aus, bei den großen Staatsbanken sind es immerhin knapp über 20 Prozent. Insofern erscheint eine Ausrichtung, die auf eine prononcierte »Weichwährungspolitik« abzielt, wenig zielführend. Sie bringt in einer teilweise dollarisierten und von Kapital- und Konsumgüterimporten abhängigen Ökonomie wie Russland auch Nachteile für heimi-

sche Wirtschaftsakteure. Wie bereits beschrieben, treibt eine zu starke und rasche Rubelabwertung so (bei noch

Grafik 6: Reale Wechselkursentwicklung stark vom Ölpreis getrieben



Quelle: Reuters, OECD, BIS, Raiffeisen RESEARCH

vorhandenen substantiellen Importabhängigkeiten) auch die Inflation und Lohnentwicklung nach oben. Insofern müssten erst die Importabhängigkeiten substanziell reduziert werden, um mehr Abwertungsspielraum zu schaffen.

Importsubstitution mit wenig Wachstumspotenzial

Derzeit gibt es einen politischen Hype um die sogenannte Importsubstitution, die allerdings auch aus der Not geboren ist. Ölpreisverfall, Rubelabwertung, erschwelter Kapitalmarktzugang, Sanktionen und Gegensanktionen belasten die Importe ohnehin massiv. Die Importe sind in den ersten Monaten in 2015 um 35–40 Prozent zurückgegangen. Zudem lässt sich der Fokus auf die Importsubstitution auch damit erklären, dass so westlichen Firmen eine sinkende Marktpresenz droht.

Bis zu einem gewissen Grad ist die Debatte um Importsubstitution positiv. So wird eine aktivere Industriepolitik gefördert. Allerdings ist der Fokus auf Importsubstitution auch kritisch zu beurteilen. Eingriffe zum Schutz einheimischer Firmen können »nur« auf dem (begrenzten) Heimatmarkt zu verbesserten Bedingungen führen. Letzteres ist der Kern des sogenannten »Infant Industry«-Arguments, erscheint aber angesichts des schwachen Wirtschaftsausblicks in Russland wenig attraktiv. Eine Importsubstitutionsstrategie erscheint daher derzeit weniger erfolgsversprechend als etwa eine Exportförderungsstrategie. Des Weiteren ist zu hinterfragen, warum im Kontext einer staatszen-

trierten Importsubstitution in Russland nun Investitionen getätigt werden sollen, die vorher nicht erfolgten. Ohne massive Investitionen ist eine umfassende Importsubstitution – besonders außerhalb des Agrarbereichs – angesichts der bereits hohen Auslastung bestehender Kapazitäten sowie der zunehmenden Überalterung des Kapitalstocks aber unrealistisch. Im Sinne der faktischen Limitationen für eine umfassende Importsubstitution ist zu betonen, dass bisher etwa 40 Prozent der russischen Importe westliche Maschinen/Anlagen bzw. Technologie darstellten, die kurz- bis mittelfristig schwer substituierbar sind. Ohne tiefgreifende Strukturreformen und eine Verbesserung des Investitionsklimas erscheint eine Importsubstitution insgesamt kaum erfolgsversprechend. In Japan und Südkorea konnte eine Importsubstitution auf Boom-Märkten und bei Strukturreformen positive Effekte erzeugen, während viele lateinamerikanische Länder – ohne Reformen – mit solchen Strategien wenig erfolgreich waren bzw. langfristig stagnierten.

Investitionsklima und internationales Investorenvertrauen am Boden

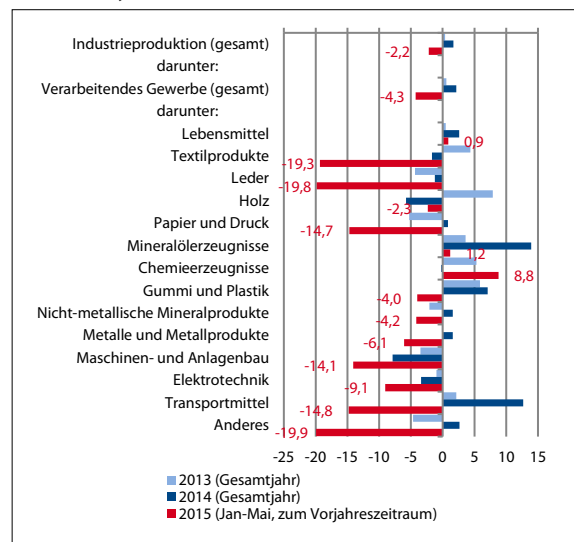
Den zuvor genannten Strategien (Importsubstitution oder Exportförderung) ist gemein, dass sie Finanzierung und Investitionen erfordern. Hier geht es um einheimische Investitionsaktivität und/oder Ausländische Direktinvestitionen (ADI). Gefördert werden kann eine Importsubstitution eben auch durch den Eintritt ausländischer Akteure in den Markt bzw. Kapital- oder Know-how-Transfer im Rahmen von Joint Ventures. Auch für eine Exportförderung sind ADI oder Joint Ventures meistens ein zentrales Element. Allerdings befindet sich derzeit die Einschätzung des Investitionsklimas durch einheimische oder internationale Akteure, auch durch solche, die in Russland schon lange präsent sind, auf einem Tiefpunkt. Vor allem bei den ausländischen Akteuren ist eine schnelle Kehrtwende unwahrscheinlich. Die Dominanz macht- und geopolitischer Darlegungen über wirtschaftspolitische und pragmatische Überlegungen hat viel Vertrauen und Planbarkeit zerstört. Diese Stimmung steht ganz klar im Gegensatz zur Situation in der Krise von 2008/2009, wo das Handeln des russischen Staates von Wirtschaftskreisen im In- und Ausland als sinnvoll und ökonomisch pragmatisch angesehen wurde.

Eurasische Wirtschaftsunion und Integration mit Asien als Wachstumstreiber?

Genauso wie um die Importsubstitution gibt es derzeit einen Hype um eine prononciertere Ausrichtung nach Asien. Letztere spielt nun in offiziellen Darstellungen eine größere Rolle als vorige Bestrebungen zur Etablierung einer Eurasischen Wirtschaftsunion. Aller-

dings verspricht die Hinwendung nach Asien, kein massiver Wachstumstreiber für Russland zu sein. Es geht eher um eine strukturerhaltende Umlenkung bei Energieexporten von Westeuropa nach Asien (soweit technisch und wirtschaftlich möglich), als um die Erschlie-

Grafik 7: Rezession trifft die meisten Industriebranchen (Veränderung in Prozent, ggü. Vorjahreszeitraum)



Quelle: Reuters, Rosstat, RBI/Raiffeisen RESEARCH

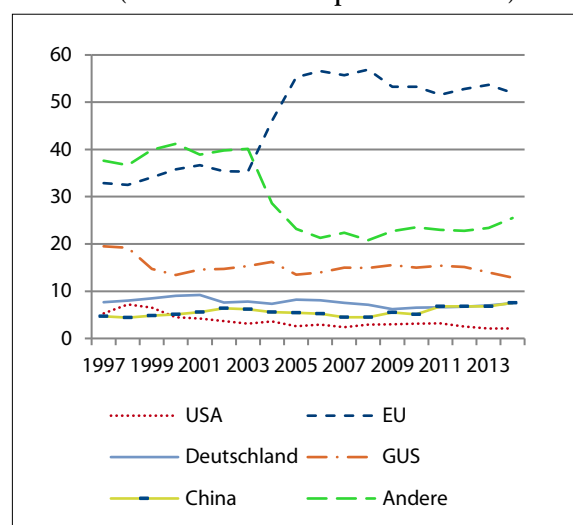
bung neuer Märkte mit neuen Exportprodukten. Eher scheint es, dass China weiter erfolgreich seinen Anteil an den Importen in Russland ausbauen wird, was kein Wachstum für Russland bedeutet und nur begrenzte Möglichkeiten der Substitution von westlichen Technologien bietet. Und trotz aller Bekundungen ist das derzeitige Engagement Chinas in Form von bereits vorhandenen ADI oder der Präsenz chinesischer Banken vor Ort im Vergleich zum Engagement westlicher und vor allem westeuropäischer Firmen bescheiden. Auf dem russischen Bankenmarkt betragen die bisherigen Engagements chinesischer Banken etwa 2–3 Prozent der Aktiva der großen westlichen Banken. Angesichts solcher Dimensionen kann ein verstärktes Engagements Chinas vorerst – in einem eher optimistischen Szenario – vorsichtigere Engagements westlicher Akteure nur partiell kompensieren, was noch keine Wachstumsimpulse impliziert.

Stagnation wahrscheinlichstes Szenario

Angesichts der Gesamtlage ist – im aktuellen institutionellen Rahmen – eine längere Stagnation das wahrscheinlichste Szenario, zumal es Indikatoren gibt, dass sich die Politik mit solch einem Szenario anfreunden kann. Von offizieller Seite wurde auf dem Petersburger

Wirtschaftsforum betont, dass trotz schwacher Zahlen die »innere Stärke« der russischen Wirtschaft wachse, was plumpe Autarkieüberlegungen widerspiegelt. Präsident Putin glänzte in Petersburg eher mit für viele Wirtschaftsakteure enttäuschenden Durchhalteparolen als

Grafik 8: Die EU bleibt auf absehbare Zeit der wichtigste Absatzmarkt für russische Exporte (Anteil der Warenexporte in Prozent)



Quelle: Reuters, Rosstat, RBI/Raiffeisen RESEARCH

durch Anerkennung der Reformbaustellen und Restriktionen. Es scheint so zu sein, dass die westlichen Sanktionen eine opportune Entschuldigung für Strukturprobleme sind. Zumal eine »säkulare Stagnation« besonders die an ein stärkeres Wachstum gewöhnte Mittelschicht und – solange der Sozialstaat finanziert werden kann – weniger die Transferempfänger bzw. die unterentwickelten Landesteile (die traditionelle Stützen des politischen Systems) treffen würde bzw. so teils erhebliche regionale soziale Diskrepanzen schrumpfen lassen könnte.

Die Implikationen einer »säkularen Stagnation« sollten allerdings auch nicht unterschätzt werden. Noch setzen viele Wirtschaftsakteure auf das »ewig« wirkende Potenzial Russlands als einer sich nach einem Schock rasch erholenden Ökonomie. Historisch wäre nach der Rezession von 2015 ein solcher sogenannter »Rückpralleffekt« zu hohem Wachstum (ausgehend von niedrigem Niveau) zu erwarten. Allerdings haben sich solche Entwicklungen in Russland immer unter anderen Umfeldbedingungen als den derzeitigen vollzogen. Angesichts noch vorhandener Hoffnungen auf einen Rückpralleffekt kann eine Phase der länger andauernden Stagnation damit mehr Potenzial zur Unzufriedenheit haben, als es derzeit erscheint. Zumal 2014 und 2015 der private Sektor das Gros der Anpassung trägt. Die Rubelabwer-

tung und die hohe Inflation haben einen massiven Rückgang des Konsums, der Importe und damit des externen Finanzierungsbedarfs zur Folge. Sorgen um die makrofinanzielle Stabilität Russlands bzw. um die Devisenreserven haben somit abgenommen. Bei einem Einbruch des Konsums um sechs Prozent in diesem Jahr und der Investitionen von knapp zehn Prozent und einer Stagnation dieser Kenngrößen im nächsten Jahr liegen die Importe Russlands 2015 und 2016 in US-Dollar gerechnet bei ca. 200–230 Milliarden, 2011 bis 2013 waren es im Schnitt 330 Milliarden. Damit sind die Importe um 35–40 Prozent eingebrochen, während der Export »nur« um 25–30 Prozent eingebrochen ist, so dass sich der Handelsbilanzüberschuss stabil hält. Auf einem geringen Niveau der Importe und Investitionen kann Russland so deutlich länger von seinen Reserven leben als zuvor. Daher trägt aktuell und wohl auch in den kommenden Jahren vor allem der private Sektor die Hauptlast der gesamtwirtschaftlichen Schwäche Russlands.

Erhebliche wirtschaftspolitische Fragezeichen

Der schwache Wirtschaftsausblick sowie die skizzierten wirtschaftspolitischen Dilemmata resultieren in einer erheblichen mittelfristigen wirtschaftspolitischen Unsicherheit. In den Jahren 2016 und 2017 kann die Fiskalpolitik weniger stützend wirken als noch in 2014 und 2015. Will die Regierung das Ziel eines relativ ausgeglichenen Haushaltes weiter verfolgen, wird dies erhebliche Ausgabenanpassungen in den Jahren 2016 und 2017 erfordern, was politisch herausfordernd sein wird. Daher gibt es trotz aktuell geringerer Risiken im Sinne der makrofinanziellen Stabilität Investorensorgen in Bezug auf die Stabilitätsorientierung in der Fiskal- bzw. Wirtschaftspolitik. Des Weiteren könnte es steigenden Druck auf weitere Akteure geben, etwa die Notenbank oder große staatsnahe Geschäftsbanken, damit diese mit einer »Wachstumsagenda« die Regierung unterstützen. Bei nicht adäquaten strukturellen Voraussetzungen könnten so neue Risiken entstehen. Zudem könnte so ein Teil der graduellen institutionellen und wirtschaftspolitischen Fortschritte der letzten Jahre zu Nichte gemacht werden, etwa die Flexibilisierung des Wechselkurses, die Stärkung der Notenbank als unabhängiger Akteur oder die Öffnung der Kapitalmärkte.

Angesichts des schwachen Ausblicks sowie der wirtschaftspolitischen Fragezeichen, ist es nicht verwunderlich, dass die Investitionstätigkeit inländischer und internationaler Akteure in Russland darnieder liegt. Vor allem ausländische Investoren agieren derzeit in für sie attraktiven heimischen Sektoren – wie der Automobilbranche, den Banken oder dem Einzelhandel – vorsichtig und fahren Engagements eher zurück. Solche Prozesse basieren bis dato »nur« auf deutlich negativeren Planungen für

den heimischen Markt bzw. die Kaufkraft. Zudem wird der schwache gesamtwirtschaftliche Ausblick auch den Prozess des Aufholens der anderen Regionen Russlands im Vergleich zu Moskau und St. Petersburg abschwächen; viele Geschäftsstrategien versuchten in den letzten Jahren diesen Trend auszuspielen. Nur im Energiesektor gibt es noch Neugeschäfte ausländischer Marktakteure in nicht sanktionierten Bereichen; allerdings ist für solche Transaktionen der Binnenmarkt in Russland weniger relevant.

Bei vielen, in Russland lange präsenten, westlichen Firmen, die auf den heimischen Markt ausgerichtet sind, wird aber noch kein materieller Rückbau des Russland-Engagements betrieben. Es gibt noch Hoffnung, dass ein wirtschaftspolitischer Pragmatismus zurückkehrt. Teils werden solche Aussichten immer noch mit der Spekulation auf einen erhöhten Machteinfluss wirtschaftsna-

her Akteure verbunden; etwa wenn die ökonomischen Zwänge größer werden bzw. ein Rückfall Russlands hinter andere aufstrebende Volkswirtschaften regionale und geopolitische Ambitionen begrenzen sollte. Interessant ist in diesem Kontext die auf dem Petersburger Wirtschaftsforum geäußerte Forderung von Ex-Finanzminister Kudrin durch vorgezogene (Neu-)Wahlen (die wohl keine Änderungen an der Staatsspitze, wohl aber eine auf der Ebene darunter bringen könnten) die Reformausrichtung zu stärken. Sollten sich noch vorherrschende moderat optimistische Zukunftserwartungen in Bezug auf eine Rückkehr der ökonomischen Rationalität in das politische Denken und Handeln in Russland allerdings nicht bestätigen, könnte dies zu einer noch kritischeren Sicht bei heimischen und ausländischen Investoren führen.

Über die Autoren

Gunter Deuber leitet die Analyseabteilung Osteuropa für Volkswirtschaft und Bankensektoren bei der Raiffeisen Bank International AG in Wien, einer der größten in Russland tätigen Auslandsbanken.

Andreas Schwabe ist Senior Economist bei der Raiffeisen Bank International AG in Wien.

Der vorliegende Beitrag repräsentiert die persönliche Auffassung der Autoren und nicht notwendigerweise die der Raiffeisen Bank International.

Tabelle 1: Wichtige Wirtschaftsindikatoren und Wirtschaftsprognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016f
BIP (EUR Mrd.)	880	1.150	1.370	1.560	1.560	1.400	1.230	1.360
BIP/Kopf (EUR)	6.200	8.000	9.600	10.900	10.900	9.700	8.600	9.500
Reales BIP (% p.a.)	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-4,0	0,5
Priv. Haushalte (% p.a.)	-5,1	5,5	6,8	7,9	4,7	1,9	-6,0	1,0
Anlageinvestitionen (% p.a.)	-14,4	5,9	9,1	6,6	1,4	-2,5	-8,0	0,0
Industrieproduktion (% p.a.)	-9,3	8,2	4,7	2,6	0,3	1,7	-4,0	1,0
Verbraucherpreise (Dez, p.a.)	8,8	8,8	6,1	6,6	6,5	11,4	11,5	8,0
Verbraucherpreise (Jahresschnitt, p.a.)	11,8	6,9	8,5	5,1	6,8	7,8	15,2	7,5
Arbeitslosenquote (%)	8,4	7,5	6,6	5,7	5,6	5,3	6,5	6,5
Öffentl. Budgetsaldo (% BIP)	-6,3	-3,5	1,6	0,4	-1,0	-1,0	-4,2	-3,0
Öffentl. Schulden (% BIP)	8,3	9,3	10	11	11,3	11,5	12,5	13,5
Leistungsbilanzsaldo (% BIP)	4,1	4,4	5,1	3,6	1,6	3,5	3,7	2,7
Direktinvestitionen (netto, % BIP)	-0,5	-0,6	-0,6	0,0	-0,5	0,0	-0,7	0,0
Währungsreserven (Dez, EUR Mrd.)	291,0	331,0	350	369	343	279	329	353
Aussenschuld (Dez, brutto, % BIP)	37,1	31,7	30	31	33,8	35,4	37,7	31,6
EUR/LCY (Jahresschnitt)	44,1	40,3	40,9	39,9	42,3	51,0	64,4	64,6
USD/LCY (Jahresschnitt)	31,7	30,4	29,4	31,1	31,9	38,6	58,0	59,3

Quelle: Reuters, Rosstat, Russische Zentralbank, Raiffeisen RESEARCH