

Hansjörg Herr

Die Finanzkrise in Russland im Gefolge der Asienkrise

I. Der Beginn des russischen Transformationsprozesses

Es ist in Russland nicht gelungen, den Beginn des Transformationsprozesses mit einem kohärenten Programm einzuleiten['Der Transformationsprozess in Russland sowie den restlichen Ländern der ehemaligen Sowjetunion verlief nach einem anderen Muster als in den Ländern Mitteleuropas oder auch in der VR China. Vgl. Hansjörg Herr/Kurt Hübner (Hrsg.), Der "Lange Marsch" in die Marktwirtschaft. Entwicklungen und Erfahrungen in der VR China und Osteuropa, Berlin 1999; ders., Das chinesische Akkumulationsmodell und die Hilflosigkeit der traditionellen Entwicklungstheorien, in: Prokla, 30 (2000), S. 181-209.]. Dies lag nicht zuletzt an der Auflösung der Sowjetunion, die sich mit der ersten Transformationsphase überlappte. Beschlossen wurde ein erstes weitreichendes Reformprogramm im Oktober 1991, kurze Zeit nach der Entmachtung Präsident Gorbatschows durch Präsident Jelzin im August 1991. Ende des gleichen Jahres wurden die Organe der Sowjetunion abgeschafft und die Gruppe Unabhängiger Staaten (GUS) als Nachfolgeorganisation für die meisten ehemaligen Staaten der Sowjetunion gegründet. Trotz der Auflösung der Sowjetunion gab es in den GUS-Ländern bis Ende 1993 noch eine gemeinsame Währung.

Der erste große Reformschritt im Bereich der Ökonomie bestand in der Liberalisierung der meisten Preise im Januar 1992. Die Unternehmen hatten schon unter der Präsidentschaft von Gorbatschow ihre Autonomie ausweiten können. Mit der Auflösung der Institutionen der Sowjetunion wurde auch die Planbehörde beseitigt. Die Unternehmen agierten ab Mitte 1991 faktisch in einem institutionellen Vakuum, da sie keiner Planbehörde mehr unterworfen und auch keinem Eigentümer mehr verpflichtet waren. Gleichzeitig waren sie selbst bei hohen Verlusten keinem Konkursrisiko unterworfen. Zwar wurde in Russland 1993 ein Konkursgesetz verabschiedet, es wird jedoch bei größeren Unternehmen bis heute nicht angewandt.

Russland privatisierte schneller und radikaler als die meisten anderen Transformationsökonomien. Wurden 1991 nur fünf Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) von privaten Unternehmen produziert, stieg der Anteil der Privatproduktion am BIP 1994 auf 50 und 1998 auf 70 Prozent['Vgl. European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), Transition Report, London 1999.]. Privateigentum wurde über drei Kanäle geschaffen: Erstens eigneten sich Manager - ehemalige Parteikader oder Mitglieder neu entstandener Eliten - in der Phase des institutionellen Vakuums Vermögen durch "spontane" Privatisierung an. Zweitens wurde staatliches Vermögen im Rahmen der so genannten Voucher-Privatisierung zwischen Oktober 1992 und Juli 1994 verschenkt, wobei vor allem Arbeitnehmer und das Management bedeutende Vermögensanteile erlangen konnten. Schließlich wurde versucht, die noch existierenden Restbestände staatlichen Vermögens ab Mitte 1994 zu verkaufen. Die Privatisierung in Russland hat nicht zu den gewünschten Erfolgen geführt. Einerseits war das makroökonomische Umfeld so instabil und investitionsfeindlich, dass sich Unternehmen nicht entfalten konnten. Andererseits waren durch Rechtsunsicherheit und die Dominanz von "Insidern" in den Unternehmen - vor allem Arbeitnehmern und Managern - die Anreize für Restrukturierungen gering['Vgl. Jan Priewe, Privatisierung und Transformation - Lehren aus Russland, in: Osteuropa-Wirtschaft, 45 (März 2000), S. 41-67.].

Das zentrale makroökonomische Problem der ersten Transformationsphase in Russland bestand darin, dass die Unternehmen nahezu vollständig autonom einschließlich der Freiheit der Preisfestsetzung agieren konnten, während das Finanzsystem noch nach der Logik der Planwirtschaft arbeitete. In Planwirtschaften bestimmt der Mengenplan das Produktionsvolumen, während die Banken passiv die Kreditbedürfnisse der Unternehmen zu bedienen haben. Da das Bankensystem auch nach der Preisliberalisierung und der Aufhebung der Mengenplanung noch nach der alten Logik arbeitete, gab es den Kreditwünschen der Unternehmen nach. Letztere hatten aufgrund ihrer Anreizstruktur wiederum ein Interesse, möglichst viele Kredite aufzunehmen. So war eine Koalition zwischen Management und Arbeitern nahe liegend, die das Ziel hatte, möglichst viel Kredite zu erlangen, um die Löhne zu erhöhen oder das Sozialsystem auszubauen, das in Form von Betriebskinderstätten, Erholungsheimen etc. an die einzelnen Unternehmen gebunden war. Die Folge der Erhöhung der Autonomie der Unternehmen ohne Reform des Finanzsystems war eine ungezügelter Kreditexpansion.

Dazu kam der Kreditbedarf der öffentlichen Haushalte. Angesichts des Fehlens eines Kapitalmarktes konnten die außerordentlich hohen Budgetdefizite in Russland nur durch direkte Kredite der Zentralbank und damit die

Notenpresse finanziert werden. Verschärft wurde die Situation durch einen Wettlauf der einzelnen Republiken zur Finanzierung ihrer eskalierenden Budgetdefizite durch Zentralbankkredite. Zwar hatte die Zentralbank in Russland innerhalb der Rubelzone das Monopol der Notenausgabe, jedoch konnten die Zentralbanken in den einzelnen Republiken unbegrenzt Kredite in der Form von Sichtdepositen vergeben. Russland schlitterte in eine Hyperinflation mit Inflationsraten von 1526 Prozent im Jahre 1992, 875 Prozent im Jahre 1993 und 311,4 Prozent im Jahre 1994 (vgl. Tabelle 1). Die nominellen Zinssätze wurden in dieser Phase der Inflationsrate nicht angepasst, so dass sich negative Realzinssätze von mehreren hundert Prozent ergaben. Geldvermögen und Verbindlichkeiten in Rubel wurden real auf einen Wert von nahe Null reduziert. Die Kreditexpansion der verschiedenen Zentralbanken außerhalb Russlands war so hoch, dass sich Bargeldknappheit ausbreitete. Es ist klar, dass die Rubelzone unter diesen Bedingungen keine Überlebenschance hatte [Vgl. Jan A. Poser, *Microeconomic Conditions and Macroeconomic Disruptions in Transition Economies*, Ifo Studien zur Entwicklungsforschung 34, München - Bonn - London 1999.].

Das reale BIP schrumpfte unter den chaotischen makroökonomischen Bedingungen in Russland in den Jahren 1992 bis 1994 um 14,5, 8,7 und 12,7 Prozent [Die Halbierung des realen Sozialproduktes in den neunziger Jahren führte in Russland nur zu einer Arbeitslosenquote von etwas mehr als zehn Prozent. Es ist somit mit einer hohen versteckten Arbeitslosigkeit zu rechnen. Dies signalisiert wiederum, dass der Aufbau eines sozialen Netzes jenseits der Einzelunternehmen und die Restrukturierung der Unternehmen wenig vorangeschritten sind.]. Kurz: Die Situation war unhaltbar und führte zu einer beständig weiteren Zerrüttung der russischen Ökonomie. Jedoch erst im Jahre 1995 fand sich in Russland eine politische Mehrheit, die eine ernsthafte Stabilisierung der Ökonomie versuchte.

II. Das Stabilisierungsprogramm 1995

Das im Jahre 1995 begonnene Stabilisierungsprogramm hatte zum Ziel, die Inflationsrate auf niedrige Raten zurückzuführen und die makroökonomischen Bedingungen für einen ökonomischen Erholungsprozess zu schaffen. Ein Kernstück des Stabilisierungsprogramms bestand in der Etablierung eines *nominellen Wechselkursankers*. Im Falle Russlands bedeutete dies, dass ein Wechselkurskorridor geschaffen wurde, der nur geringe nominelle Abwertungen im Zeitverlauf erlaubte. Es gelang, den nominellen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar ab Mitte 1995 zu stabilisieren (vgl. Abbildung 1). Das Ziel eines nominellen Wechselkursankers besteht in der Schaffung eines Korsetts für die inländische Preisniveaumentwicklung sowie im Aufbau von Vertrauen in die externe Stabilität einer Währung. Letzteres hat wiederum das Ziel, Kapitalflucht in harte Währungen zu stoppen bzw. Kapitalimporte zu initiieren. Bezüglich der Preisniveaumentwicklung war das Stabilisierungsprogramm erfolgreich, da die Inflationsrate massiv gesenkt werden konnte und 1997 den Wert von 14,7 Prozent erreichte. Der Schrumpfungsprozess der Ökonomie wich 1997 einem geringen realen Wachstum. Politisch abgesichert wurde das Stabilisierungsprogramm durch die Wiederwahl Jelzins im Jahre 1996. Stabilisierend wirkte ebenfalls ein Kredit des Internationalen Währungsfonds (IWF) in den Jahren 1996 und 1997 in einer Gesamthöhe von 22 Mrd. US-Dollar.

Russland leidet seit dem Beginn seines Transformationsprozesses an einer tiefen *fiskalischen Krise*. Mit dem Stabilisierungsprogramm 1995 sollte auch dieses Problem gelöst werden. Die erste Maßnahme bestand darin, das Budgetdefizit im Wesentlichen durch eine Erhöhung der staatlichen Einnahmen zu reduzieren. Zweitens sollte die Finanzierung des Defizits über die Notenpresse unterbunden werden.

Es gelang 1995, das Budgetdefizit am BIP auf 5,9 Prozent zu reduzieren, wobei vor allem die Zentralregierung massive Konsolidierungsbemühungen unternahm. Jedoch schon in den folgenden Jahren stiegen die Budgetdefizite wieder deutlich an (vgl. Tabelle 1). Die chronische fiskalische Krise Russlands wurde somit nicht gelöst. Der Anteil der staatlichen Ausgaben am BIP ist in Russland, beginnend mit einem sehr hohen Wert Anfang der neunziger Jahre, im Jahre 1998 auf 37 Prozent gefallen - ein Wert, der im Vergleich zu westlichen Ländern nicht besonders hoch ist. Berücksichtigt man die Halbierung des realen BIPs seit 1989, dann wird die radikal gesunkene Ausgabenpotenz des russischen Staates deutlich. Die Fiskalkrise in Russland ist die Krise eines Staates, dem es nicht gelingt, ausreichend Steuern einzutreiben. Dafür sind eine Reihe von Ursachen verantwortlich. Nicht zuletzt zur Absicherung politischer Loyalität wurde während der Regierungszeit Jelzins das Steuersystem dezentralisiert. Lokalregierungen weigern sich jedoch, ausreichend Steuern an die Zentrale abzuführen, und die Zentrale besitzt keine ausreichende Macht zur Durchsetzung ihrer Interessen. Dazu kommt, dass die großen russischen Unternehmen wie etwa der Gasgigant Gazprom oder der Energiekonzern Unified Energy Systems, deren Manager eng mit der Regierung verbunden sind, kaum Steuern zahlen. Im Gegenteil, Großunternehmen, die Verluste realisieren, werden durch öffentliche Subventionen am Leben erhalten. Die überaus harte Steuereintreibung bei kleineren und mittleren Unternehmen sowie ausländischen Unternehmen ohne politischen Einfluss reicht dann nicht

aus, genügend Steuereinnahmen zu kreieren['Vgl. Lucjan Orlowsky, The Asian and the Russian Financial Crises: Propagation Effects and Policy Responses in Central Europa's Transition Economies, Discussion Papers, Institut für Wirtschaftsforschung Halle, No. 104, 1999.].

Ab Mitte 1995 wurde die Finanzierung der öffentlichen Haushalte von Zentralbankkrediten auf den privaten Kapitalmarkt umgestellt. Dazu wurde der schon 1993 gegründete, jedoch zunächst unbedeutende Markt für Staatsanleihen vitalisiert. Der russische Staat emittierte in Rubel Schatzwechsel (GKO) mit einer Laufzeit von unter einem Jahr sowie Wertpapiere mit einer Laufzeit von einem bis zu drei Jahren und flexiblem Zinssatz (OFZs). Das hohe Angebot sowie die hohe Nachfrage nach diesen Anleihen ließen den Bestand an staatlichen Rubelanleihen von unter 50 Mrd. Rubel Anfang 1995 auf über 350 Mrd. Rubel im August 1997 ansteigen, bis zum Ausbruch der Krise im August 1998 blieb der Bestand dann etwa unverändert['Preisbereinigt erhöhte sich der Marktwert der Anleihen in Rubel während des Jahres 1996 um 170 Prozent bzw. von 3,4 auf 8,2 Prozent am BIP. Schon im Oktober 1996 überstieg der Marktwert der GKO und OFZs den Bestand aller Rubeleinlagen beim russischen Bankensystem. Vgl. dazu EBRD, Transition Report, London 1998, S. 12 ff.]. Ende 1997 betragen die GKO rund zwei Drittel des russischen Anleihemarktes. Von den GKO hatten wiederum nur 30 Prozent eine Restlaufzeit von mehr als 150 Tagen, 17 Prozent waren innerhalb von 30 Tagen fällig['Vgl. Konstantin V. Bararkin, Future of the Debt Market for Foreign Investors, in: Vladimir L. Kvint (Hrsg.), Emerging Market of Russia: Sourcebook of Investment and Trade, New York 1998.]. Der russische Staat stand somit vor dem Zwang, GKO permanent umzuschulden. Neben der Verschuldung in Rubel gab die Regierung beginnend 1996 bis zum Ausbruch der Krise Eurobonds in Höhe von 16 Mrd. US-Dollar aus. Während der gleichen Phase wurden Restriktionen beim Kapitalimport abgebaut, so dass ausländische Investoren verstärkt Rubelanleihen kaufen konnten. Schätzungsweise ein Drittel der GKO und OFZs wurde Ende 1997 von Ausländern gehalten. Es gelang Russland somit, die Finanzierung der Budgetdefizite von Zentralbankkrediten auf private Quellen umzustellen. Der Preis war jedoch hoch, da sich in rasendem Tempo eine in großem Umfang kurzfristige Staatsschuld in Rubel *und* in Auslandswährung aufbaute und in beiden Fällen eine Abhängigkeit von ausländischen Anlegern entstand['Ausländische Anleger können in unserem Fall auch russische Staatsbürger sein, die beispielsweise einen Eurobond kaufen.].

Für internationale Anleger entwickelte sich Russland neben den asiatischen Ländern zu einem vielversprechenden "emerging market". Die jährlichen ausländischen Portfolioinvestitionen sprangen von faktisch null im Jahre 1995 auf rund 4,5 Mrd. US-Dollar im Jahre 1996. Im Jahre 1997 kam es dann zu *massiven Kapitalzuflüssen*, allein im vierten Quartal 1997 flossen fast 30 Mrd. US-Dollar in Form von Portfolioinvestitionen nach Russland (vgl. Abbildung 2). Selbst in den beiden ersten Quartalen 1998 konnte Russland noch Portfolioinvestitionen von rund 9 Mrd. US-Dollar anziehen. Bei Kapitalimporten über Bankkredite zeigt sich ein ähnliches Bild, allerdings waren die Zuflüsse bei weitem nicht so hoch. Ebenso wie in den asiatischen Ländern, die 1997 in eine tiefe Krise gerieten, kam es auch in Russland wesentlich aufgrund der ausländischen Kapitalzuflüsse zu einer spektakulären Aktienblase. Im Jahre 1996 stieg der Index des russischen Aktienmarktes um 142 Prozent und während der ersten acht Monate des Jahres 1997 nochmals um 184 Prozent['Vgl. EBRD (Anm. 7), S. 12.].

III. Die Finanzkrise 1998 und ihre Folgen

Die Finanzkrise in Russland, die mit der Freigabe des Rubelkurses am 17. August 1998 offen ausbrach, folgt dem Muster einer großen Zahl historisch aufgetretener Finanzkrisen: Es bauen sich Instabilitätspotentiale auf, die dann die Wahrscheinlichkeit des Ausbruchs einer Krise laufend ansteigen lassen. Der Zeitpunkt des Ausbruches der Krise kann dabei nicht eindeutig prognostiziert werden.

1. Der Anstieg der Instabilität

Das russische Finanzsystem wurde nach 1995 immer fragiler. Dabei hing die Stabilität des Systems unmittelbar an der Stabilität des Rubelkurses, der dann auch bis zum äußersten Punkt verteidigt wurde.

- *Die privaten Anleger:* Die Nachfrage nach GKO und OFZs war unmittelbar von der Stabilität des Rubelkurses abhängig. Denn nur bei einem stabilen Rubelkurs war die Verwertung einer Rubelanleihe lukrativer als die einer Anlage in US-Dollar oder D-Mark. Ausländische Anleger kauften somit Rubelanleihen, da sie davon ausgingen, dass die Zinssatzdifferenz zwischen Krediten in Rubel und westlichen Hartwährungen größer sein würde als eine mögliche Abwertung des Rubels. Jede Erwartung einer starken Rubelabwertung musste somit den Kapitalimport versiegen und den Kapitalexport aus Russland hochschnellen lassen.

- *Der Staat:* Für den russischen Staat, der nicht nur 1996 und 1997 Schulden in Fremdwährung aufgebaut hatte, sondern Ende 1997 nicht zuletzt aufgrund der Übernahme der Schulden der Sowjetunion einen Schuldenbestand in Auslandswährung in Höhe von 123,5 Mrd. US-Dollar bzw. 27,5 Prozent am russischen BIP hatte, musste jede Abwertung des Rubel fatal sein['Vgl. zu den Zahlen EBRD (Anm. 2), S. 261. Im Jahre 2000 wird der Schuldenbestand Russlands gegenüber dem Ausland auf 145,7 Mrd. US-Dollar geschätzt. Die Struktur der Gläubiger sieht folgendermaßen aus: 47 Prozent Staaten, 16 Prozent internationale Organisationen und der Rest andere Gläubiger. Vgl. Der Tagesspiegel vom 15. Juni 2000.]. Denn eine Abwertung der inländischen Währung erhöht bei Schulden in fremder Währung den realen Schuldendienst. Das Problem besteht einfach darin, dass der russische Staat Steuern in Rubel einnimmt, jedoch Auslandskredite in Fremdwährung bedienen muss['Ende 1998, nach der starken Abwertung des Rubels, lag die öffentliche Auslandsverschuldung bei 150,9 Mrd. US-Dollar oder bei 55,1 Prozent des russischen BIPs. Ein Jahr zuvor hatte Russland eine Auslandsschuld in Höhe von 123,5 Mrd. US-Dollar, was nur 27,5 Prozent am BIP ausmachte. Vgl. EBRD (Anm. 2), S. 261.].

- *Die Banken:* Ganz besondere Risiken bauten die russischen Banken auf. Erstens kauften sie selbst GKO und OFZs. Die Finanzierung zum Kauf dieser Papiere erfolgte nicht nur über Rubelverbindlichkeiten, sondern auch über Verbindlichkeiten in Fremdwährung, so dass die russischen Banken offene Fremdwährungspositionen aufbauten. Aus *Tabelle 2* ist ersichtlich, dass die russischen Banken beim Ausbruch der Krise Fremdwährungsverbindlichkeiten in Höhe von 183 Mrd. Rubel hatten, die Fremdwährungsguthaben jedoch nur 73,1 Mrd. Rubel betragen. Zweitens sicherten sich Anleger, die GKO und OFZs kauften, bei russischen Banken durch Termingeschäfte gegen Wechselkursrisiken ab. Die Banken verpflichteten sich somit, zu einem zukünftigen Zeitpunkt zu einem festen Kurs Rubel gegen Auslandswährung zu tauschen. Die Summe der Terminalsicherungsgeschäfte der russischen Banken betrug Anfang 1998 rund das Dreifache ihrer Bilanzsumme['Vgl. Ulrich Thießen, Banking Crisis in Transition Countries - Theory and Empirical Evidence: The Case of Russia, DIW Discussion Papers No. 193, Berlin 2000.]. Hinzu kam, dass Banken als Anleger vom Aktienboom in den Jahren 1996 und 1997 profitierten, allerdings litten sie dann auch unter dem folgenden Aktiencrash.

2. Von der Asienkrise zur Russlandkrise

Der Ausbruch der Asienkrise mit der Freigabe des Wechselkurses des thailändischen Bath am 2. Juli 1997 war der Anfang vom Ende der 1995 eingeleiteten Stabilisierungsphase in Russland. Durch den Ausbruch der Asienkrise wurden alle "emerging markets" einer Neubewertung unterzogen. Zuvor als stabil angesehene Länder wurden plötzlich als potentielle Krisenländer angesehen. Vermögenssicherung rückte bei den Kalkülen internationaler Anleger in den Mittelpunkt, und es gab eine "Flucht in Qualität", sprich in westliche Anlagewährungen und hier insbesondere in den US-Dollar. Dass Russland angesichts seiner ungelösten fiskalischen Probleme und der generell krisenhaften Situation der Ökonomie von der Neubewertung besonders stark betroffen war, verwundert wenig.

Im Folgenden sollen die wichtigsten Kanäle der Krisenübertragung skizziert werden.

- Da die Exporte Russlands in die asiatischen Länder 1998 bei nicht mehr als acht Prozent der Gesamtexporte lagen, war die Übertragung der Asienkrise nach Russland über Handelsströme gering['Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), 69. Jahresbericht, Basel 1999, S. 43.].

- Wichtiger war der Abzug von Geldanlagen seitens asiatischer Anleger in Höhe von rund fünf Mrd. US-Dollar ['Vgl. Ognian Hishow, Russland: Wechselkursstabilität am Ende?, Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Aktuelle Analysen, Nr. 22, 1998.].

- Das zentrale Problem Russlands bestand darin, dass aufgrund der Neubewertung der Anleger nach dem Ausbruch der Asienkrise die Verzinsung der GKO bzw. OFZs und auch der Fremdwährungskredite drastisch erhöht werden musste. Anfänglich gelang es, durch höhere Zinssätze noch ausreichend Käufer der Staatspapiere zu finden. 1998 jedoch zeigten sich immer größere Probleme bei der Finanzierung des Defizits und vor allem der Umschuldung der kurzfristigen Verbindlichkeiten des russischen Staates. Schon Ende 1997 stieg der Zinssatz für GKO auf über 20 Prozent, um dann rasant auf 150 Prozent (bei einer Inflationsrate von zehn Prozent) im Mai 1998 anzusteigen. *Abbildung 3* zeigt die Entwicklung des Zinssatzes der Banken['Es handelt sich um einen Zinssatz für kurzfristige Kredite. Aufgrund der hohen Unsicherheiten in Russland spielen langfristige Kredite eine geringe Rolle und machten schon vor dem Ausbruch der Rubelkrise 1998 nur zehn Prozent aller Bankkredite aus. Vgl. Petr Vostrikov, Die Finanzmärkte und das Bankensystem Russlands im Jahre 1999, Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Aktuelle Analysen, Nr. 3, 1999.]. Schon 1997 war die Ökonomie durch Realzinssätze von über zehn Prozent belastet. Im Verlaufe der sich aufbauenden Instabilität stieg der Realzinssatz bei Bankkrediten auf über 40 Prozent. Solche Zinssätze wirken nicht stabilisierend, sie wirken sich destruktiv auf die Ökonomie aus, da kaum Investitionsprojekte mit derart hohen Verwertungsraten gefunden werden können und Schuldner in den Ruin getrieben werden.

Der russische Staat war aufgrund des Anstiegs der Zinszahlungen sowie der kurzen Laufzeit seiner Verbindlichkeiten in eine *Schuldenfalle* geraten, aus der es keinen Ausweg mehr gab. Lagen die Zinszahlungen des Zentralhaushaltes 1994 noch bei zwei Prozent am BIP, so stiegen diese im ersten Halbjahr 1998 auf über fünf Prozent [Vgl. EBRD (Anm. 7), S. 14 f.]. Das Budget ließ sich allein schon aufgrund der schnell steigenden Zinslast nicht mehr konsolidieren.

Zwei weitere Faktoren kamen hinzu. Erstens brach der Aktienmarkt in Russland unmittelbar nach dem Ausbruch der Asienkrise ein und verlor bis Mitte 1998 vier Fünftel seines Wertes. Dies signalisiert, dass sich inländische und ausländische Anleger aus längerfristigen Anlagen in Russland zurückzogen. Offensichtlich ausschließlich äußerst risikobereite Anleger waren noch bereit, kurzfristige Kredite an den russischen Staat zu geben. Zweitens brach der Dollarpreis für Rohstoffe im Verlauf des Jahres 1998 um rund 30 Prozent ein. Zwar blieb die russische Leistungsbilanz positiv, jedoch nahm der Überschuss deutlich ab. Wichtiger war die Wirkung des Falls der Rohstoffpreise auf die öffentlichen Haushalte. Da der russische Staatshaushalt stark von Rohstoffexporten abhängt, sanken 1998 die Staatseinnahmen aufgrund dieses Effektes im Vergleich zum Vorjahr in Höhe von 2,4 Prozent des BIPs [Vgl. BIZ (Anm. 14), S. 42.].

3. Die Krise und ihre Folgen

Am 17. August 1998, nur Stunden nach wiederholten Bekenntnissen zur Wechselkursstabilität, musste der Kurs des Rubel freigegeben werden (vgl. Abbildung 1). Die folgende Rubelabwertung von über 50 Prozent wirkte auf die öffentlichen Haushalte sowie das Finanzsystem wie eine Bombe, da das zuvor aufgebaute fragile System an einem stabilen Rubel hing.

Die Zentralbank Russlands verlor durch Devisenmarktinterventionen 1998 rund 5 Mrd. US-Dollar, was etwa der Hälfte ihrer Währungsreserven vor dem Ausbruch der Krise entsprach. Selbst weitere Interventionen versprachen keinen Erfolg mehr. So konnte selbst der Abschluss eines gigantischen Unterstützungspakets des Westens in Höhe von 22,6 Mrd. US-Dollar unter Federführung des IWFs kurz vor dem Ausbruch der Krise - am 20. Juli 1998 wurden noch 4,8 Mrd. US-Dollar ausbezahlt - die Erwartungen von Anlegern nicht stabilisieren.

Der russische Staat wurde mit dem Ausbruch der Krise zahlungsunfähig. Er erklärte einseitig ein Drei-Monats-Moratorium für die Bedienung fälliger Fremdwährungskredite. Kurzfristige Rubelkredite (die GKO) wurden einseitig in langfristige Rubelanleihen umgewandelt. Ausländer, die Kredite in US-Dollar oder anderen westlichen Währungen an Russland vergeben hatten, saßen nach dem Ausbruch der Krise auf nun offensichtlich unsicheren und teilweise uneinbringlichen Forderungen [Am stärksten waren die deutschen Banken betroffen, die Guthaben von über 30 Mrd. US-Dollar gegenüber Russland hielten. US-Banken hatten nur in Höhe von schätzungsweise sieben Mrd. US-Dollar Kredite an Russland vergeben. Vgl. L. Orlowsky (Anm. 6)]. Die Ausländer, die GKO und OFZs hielten, mussten auf alle Fälle hohe Verluste hinnehmen. Erstens wurden sie aufgrund der Umstellung in langfristige Anleihen ihrer Dispositionsfreiheit beraubt, zweitens bekamen sie für Rubel nur noch wenige Fremdwährungen. Auch Devisensicherungsgeschäfte bildeten aufgrund der hereinbrechenden Bankenkrise keine Auffangmatte.

Das Finanzsystem Russlands brach nach der Freigabe des Wechselkurses zusammen. Eine Bankenkrise war unvermeidlich geworden, da die Banken hohe Fremdwährungsrisiken eingegangen waren, die sie nach der drastischen Rubelabwertung nicht tragen konnten. Zu den ungedeckten Fremdwährungspositionen gesellte sich ein drastischer Wertverlust bei Vermögenspositionen der Banken, denn die von Banken gehaltenen GKO bzw. OFZs konnten aufgrund der Zahlungsunfähigkeit des Staates nicht in Liquidität umgewandelt werden, und die russischen Aktien, die von Banken gehalten wurden, waren ebenfalls nahezu wertlos geworden. Die Probleme der Banken lösten Massenabhebungen der Bevölkerung, einen Einbruch bei der Kreditvergabe der Banken und einen temporären Zusammenbruch des Zahlungsverkehrssystems aus. Privateigentümer von Banken zogen in Panik die letzten Vermögenswerte von ihren zusammenbrechenden Banken ab [Vgl. Ulrich Thießen, Lehren aus Banken Krisen. Der Fall Russland, in: Osteuropa-Wirtschaft, 45 (2000) 1, S. 69-83.].

Die Bankenkrise spiegelt sich in den Veränderungen der Bilanz des Bankensystems wider (vgl. Tabelle 2). In realen Preisen gerechnet zeigt sich, dass die Zentralbank das Geschäftsbankensystem stabilisiert hat, denn die Verbindlichkeiten der Banken gegenüber der Zentralbank stiegen real von 10,5 Mrd. auf 71,7 Mrd. Rubel. Trotz der Übernahme der Funktion als *Lender of Last Resort* seitens der russischen Zentralbank reduzierte sich die Anzahl der Banken von fast 1 600 im August 1998 auf 1 390 ein Jahr später. Die meisten der großen Banken sind bis heute insolvent. Nach einer Weltbankstudie sind 15 der 18 ehemals größten russischen Banken zahlungsunfähig. Das Eigenkapital des russischen Bankensystems hat sich nach der offiziellen Statistik in etwa halbiert [Vgl. EBRD (Anm. 2), S. 259; vgl. auch Tabelle 2.]. Berücksichtigt man uneinbringliche

Forderungen der Banken gegenüber dem russischen Unternehmenssektor und die in Russland laxer Bankenüberwachung, dann dürfte das tatsächliche Eigenkapital weitaus geringer sein.

Tabelle 2 zeigt auch, dass die Einlagen der russischen Bevölkerung in Rubel deutlich zurückgegangen sind, während die Fremdwährungseinlagen zunahm. Dahinter verbirgt sich ein weiterer Schub bei der Dollarisierung der russischen Ökonomie, denn das Verhältnis der Fremdwährungsguthaben zu Rubel-Einlagen bei den russischen Banken hat sich nach der Krise weiter erhöht['Die Krise des Bankensystems führte zu einer Konzentration der Bankeinlagen bei der Sberbank, der staatlichen Sparkasse, die eine staatliche Einlagengarantie genießt. Ihr Anteil bei der Depositenhaltung Privater stieg auf rund 90 Prozent an, vgl. U. Thießen (Anm. 20). Mitte 1998 lag der Anteil der Spareinlagen Privater bei der Sberbank bei 70 Prozent, vgl. O. Hishov (Anm. 15), S. 18.]. Schließlich zeigt Tabelle 2, dass das Kreditvolumen an staatliche und private Unternehmen nach der Krise im August 1998 real deutlich abgenommen hat. Dies spiegelt die 1998 weiter schrumpfende Investitionstätigkeit sowie die erneute Abnahme des BIPs in diesem Jahr wider.

Mit der Rubelkrise und der damit einhergehenden Zahlungsunfähigkeit des Staates und der Banken wurde Russland faktisch vom internationalen Kapitalmarkt abgeschnitten. Die Kapitalströme drehten sich schlagartig um. Die im ersten Halbjahr 1998 noch fließenden Bankkredite machten in der zweiten Jahreshälfte Kapitalabflüssen Platz. Die Portfolioinvestitionen von Ausländern waren in Russland selbst im dritten Quartal 1998 bis zum Ausbruch der Krise noch positiv, um dann ebenfalls gänzlich zu versiegen (vgl. Abbildung 2).

Die Kosten der Rubelkrise waren insbesondere für Russland hoch. Das reale BIP nahm 1998 um 4,6 Prozent ab, die Investitionen schrumpften weiter - minus 6,7 Prozent - und die Inflation erhöhte sich auf 85,5 Prozent. Der Anteil der in Armut lebenden Personen an der Gesamtbevölkerung hat sich nach Angaben der EBRD von rund 20 Prozent vor der Krise um etwa zehn Prozent erhöht['Als arm wurde definiert, wer weniger als 394 Rubel pro Monat zur Verfügung hat. Dies entspricht 60 US-Dollar zum Wechselkurs vor der Krise. Vgl. EBRD (Anm. 2), S. 19.]. Zwar hat die massive Abwertung des Rubels Wohlfahrtsverluste über sinkende Realeinkommen gebracht, jedoch hat sie gleichzeitig die Nachfrage nach russischen Produkten erhöht und die Exporte stimuliert. Wesentlich aufgrund dieses Effektes konnte Russland 1999 eine positive Wachstumsrate erzielen, die vor allem von der Industrieproduktion getragen wird. Auch im Jahr 2000 dürfte das russische BIP leicht wachsen['Vgl. Roland Götz, Russische Wirtschaft vor dem Aufschwung?, Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Aktuelle Analysen, Nr. 24, 2000.].

Es wäre jedoch zu früh, den Beginn einer längerfristigen kräftigen Wachstumsphase zu prognostizieren. Das Finanzsystem in Russland hat sich von der Rubelkrise bisher nicht erholt. Dabei leidet das russische Finanzsystem nicht nur unter den am Boden liegenden Banken, sondern vor allem auch darunter, dass der Rubel in vielen Bereichen der Ökonomie keine Rolle spielt. Die Dollarisierung der russischen Ökonomie wurde schon angesprochen. Dazu gesellt sich, dass etwa 50 Prozent der Industrieproduktion bzw. 30 Prozent des BIPs über Tauschgeschäfte ohne Geld abgewickelt werden. Ähnlich hoch sind die Zahlungsrückstände zwischen den Unternehmen, ganz zu schweigen von den uneinbringlichen Forderungen der Banken an den Unternehmenssektor. Etwa 60 Prozent der Unternehmen realisieren seit 1996 Verluste['Vgl. EBRD (Anm. 2), S. 15 ff.]. Schwer einzuschätzen ist das Ausmaß der Subsistenzwirtschaft. Jedoch ist davon auszugehen, dass Teile der russischen Gesellschaft nur aufgrund von Lebensmittelanbau in Schrebergärten etc. die Krise überleben. Ohne ein funktionsfähiges Geldsystem lässt sich schwerlich eine anhaltende Wachstumsdynamik vorstellen.

Eine neue Rubelkrise ist nicht auszuschließen. Im Februar 2000 akzeptierten die Banken, die sich im Londoner Club vereinigt haben, eine Schuldenstreichung in Höhe von 11,6 Mrd. US-Dollar. Schulden in Höhe von 32 Mrd. US-Dollar wurden umgeschuldet. Zwar reduzieren sich dadurch die Devisenzahlungen Russlands in den nächsten Jahren um jährlich ein bis zwei Mrd. US-Dollar, jedoch bleiben bis zum Jahre 2004 noch jährliche Zahlungsverpflichtungen in Höhe von 13 bis 14 Mrd. US-Dollar bestehen['Vgl. Bank of Finland, Russian Economy, in: The Month in Review, (2000) 2.]. Russland muss die nächsten Jahre etwa die Hälfte seiner Steuereinnahmen für Zinszahlungen und Tilgung aufwenden - eine unhaltbare Situation['Vgl. Der Tagesspiegel vom 15. Juni 2000.]. Ohne weitere Umschuldungen und Schuldenstreichungen vor allem des Pariser Clubs, der Vereinigung der staatlichen Gläubiger, scheint eine erneute Zahlungsunfähigkeit Russlands unvermeidlich.

IV. Lehren aus der Russlandkrise 1998

Die Krise in Russland folgt einem ähnlichen Muster wie die Krise in den asiatischen Ländern: Es kommt, getragen durch kurzfristige und oftmals spekulative Kapitalzuflüsse, im Inland zu einer Börsenblase, die weitere Kapitalströme anlockt. Internationale Anleger sind offensichtlich aufgrund hoher Renditeerwartungen

bereit, selbst hohe Risiken einzugehen. Kommt es zum Umschwung der Erwartungen - durch was auch immer -, drehen sich die Kapitalströme um und reißen das Land in eine Währungskrise. In Russland dauerte es gerade zwei Jahre, um kurzfristige Kapitalzuflüsse in einer Katastrophe enden zu lassen. Es spricht alles dafür, derartige Kapitalimporte administrativ durch Kapitalverkehrsregulierungen zu unterbinden. Dabei ist zu bedenken, dass Kapitalzuflüsse weitaus leichter zu kontrollieren sind als Kapitalabflüsse, da immer das Risiko der Konfiszierung besteht.

Wer Schulden in Fremdwährung hat, der wird bei Abwertungen der inländischen Währung immer Probleme haben. Der russische Staat hat aus der Zeit der Sowjetunion Fremdwährungsschulden geerbt und sich noch weiter und vor allem kurzfristig in fremder Währung verschuldet. Das russische Bankensystem ging hohe ungesicherte Währungsrisiken ein. Kommt eine Abwertung, dann ist gegen eine Liquiditäts- und Solvenzkrise ab einer bestimmten Abwertungsrate nichts mehr zu machen. Denn die inländische Zentralbank kann in diesem Fall die inländischen Schuldner nicht retten, da sie nicht das Geld produzieren kann, das die Schuldner benötigen.

Unter diesem Aspekt stimmt eine Entwicklungsphilosophie bedenklich, die auf ausländische Ersparnisse und spiegelbildlich Leistungsbilanzdefizite sowie Nettoressourcenimporte in unterentwickelten Ländern setzt['Zu den unterschiedlichen Entwicklungsparadigmen vgl. Michael Heine/Hansjörg Herr, Volkswirtschaftslehre. Paradigmenorientierte Einführung in die Mikro- und Makroökonomie, München 2000²]. Eine solche Strategie mag noch relativ risikolos sein, wenn Kapitalimporte die Form von Direktinvestitionen annehmen, da dann das Währungsrisiko beim ausländischen Investor liegt und die Anlage in aller Regel längerfristig getätigt wird. Bei Portfolioinvestitionen hängt das Wechselkursrisiko vom Geschäft ab. Kauft ein Ausländer eine russische Aktie oder ein GKO, liegt das Währungsrisiko bei ihm, emittiert der russische Staat Eurobonds, dann liegt das Währungsrisiko auf der russischen Seite. Am gefährlichsten sind Kapitalimporte in der Form von Krediten, da in diesem Fall bei unterentwickelten Ländern das Wechselkursrisiko vollständig beim Schuldner liegt. Sowohl die asiatischen Länder vor der Asienkrise als auch Russland vor der Rubelkrise hatten hohe Bestände an ausländischen Verbindlichkeiten aufgebaut, die dann nach der Abwertung das inländische Bankensystem und im Falle Russlands zusätzlich die öffentlichen Haushalte in eine zerstörerische Liquiditäts- und Solvenzkrise gestürzt haben.

Auf was es bei der Verschuldung eines Landes ankommt, ist die Bruttoschuld gegenüber dem Ausland, die auch aufgebaut werden kann, wenn, wie im Falle Russlands, die Leistungsbilanz positiv ist. Die zerstörerischen Wirkungen einer Abwertung bei Schulden in Fremdwährung können selbst dann auftreten, wenn das Land insgesamt eine Nettogläubigerstellung hat, denn die Gläubiger werden bei einer abwertungsbedingten Liquiditäts- und Solvenzkrise den Schuldnern keinesfalls helfen und diesen harte Währungen zur Verfügung stellen. Russland insgesamt mangelt es nicht an Devisen. Nach Schätzungen sind zwischen 1992 und 1997 etwa 140 Mrd. US-Dollar illegal aus Russland ins Ausland geflossen['Vgl. Heiko Pleines, Kapitalflucht aus Russland, Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Aktuelle Analysen, Nr. 46, 1998]. Nach Schätzungen des Leiters des Forschungsinstituts der Moskauer Abteilung der russischen Zentralbank fließen derzeit monatlich 1-1,5 Mrd. US-Dollar illegal ins Ausland['Vgl. P. Vostrikov (Anm. 16)]. Geht man von diesen Zahlen aus, dann hat Russland als Land insgesamt keine Schuldnerstellung gegenüber dem Ausland. Allerdings hilft dies dem russischen Staat und den russischen Banken, die von der Schuldenlast erdrückt werden, wenig.

Die asiatische Finanzkrise sowie die Entwicklung auf den internationalen Rohstoffmärkten haben die Krise in Russland zweifelsfrei beschleunigt und verschärft. Außerordentlich verletzlich wurde Russland durch die Schulden in Fremdwährung und die Zuflüsse kurzfristiger Kapitalimporte. Ohne diese beiden Faktoren hätte die Rubelkrise 1998 nicht ihre zerstörerische Kraft entwickeln können. Gleichwohl muss die russische Krise insgesamt als hausgemacht eingestuft werden, da sich Russland in erster Linie durch seine fiskalischen Probleme sowie die Art und Weise der Finanzierung seiner Budgetdefizite in eine instabile Lage gebracht hat.

Internetverweise des Autors: European Bank for Reconstruction and Development: www.ebrd.com
Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien: www.biost.de Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: www.bis.org Central Bank of Russia: www.cbr.ru

Ausdruck aus dem Internet-Angebot der Zeitschrift "Das Parlament" mit der Beilage "Aus Politik und Zeitgeschichte"

© Deutscher Bundestag und Bundeszentrale für politische Bildung, 12.09.2002.