

## Rußland-Krise: Ursachen, Folgen und Wege zu ihrer Überwindung

*Die russische Währungskrise vom August 1998 ist der vorläufige Höhepunkt einer sich seit November des vergangenen Jahres verstärkenden Krise der russischen Staatsfinanzen und des Bankensektors. Diese Krise entstand durch eine wachsende kurzfristige Defizitfinanzierung und Spekulationsgeschäfte der Banken. Gefördert wurde beides durch die Geldpolitik der Zentralbank, die nicht nur hohe, sondern zuletzt sogar steigende Realzinsen in Kauf nahm, um den Wechselkurs zu stabilisieren. Dieses Ziel wurde zunehmend unrealistisch, weil die Exportpreise für Rohstoffe im Gefolge der Krisen in Asien sanken und zu einem Defizit in der Leistungsbilanz führten. Die notwendigen Reformen der öffentlichen Finanzen und des Bankensektors sind über Jahre hinweg durch den grundlegenden Konflikt zwischen Regierung und Parlament einerseits und zwischen Regierung und Regionen andererseits verhindert worden. Dies alles bewirkte, daß sich die russische Wirtschaft bis heute nicht erholte. Das seit 1996 langsam gewachsene Vertrauen in die russische Währung ist nun wieder verloren gegangen. Die Flucht aus dem Rubel, seine Abwertung und die Anstrengungen der russischen Regierung, die Liquidität des Bankensektors zu sichern, werden wieder zu einer starken Beschleunigung der Inflation führen, die in eine Hyperinflation münden könnte. Es gibt auch erste Auswirkungen der russischen Krise auf mittel- und osteuropäische Länder in Form eines Abzugs von Kapital, weil institutionelle Anleger diese Länder in eine ähnliche Risikoklasse wie Rußland einordnen. Diese Länder müssen die Reaktionen der eigenen Aktien- und Devisenmärkte als Warnsignal sehen und die Reformen im Bankensektor beschleunigen, um robuster gegenüber einer Ansteckung zu werden. Manche Länder werden auch eine größere Bandbreite für ihre Wechselkurse in Erwägung ziehen müssen. Vor allem kommt es aber darauf an, daß Rußland selbst alle Anstrengungen unternimmt, die Krise zu überwinden. Das gegenwärtig diskutierte Currency Board ist dazu keine Lösung, weil es Rußland derzeit noch empfindlicher gegenüber einem weiteren Verfall der Weltmarktpreise für Rohstoffe machen würde. Die Bekämpfung der drohenden Hyper-*

*inflation ist vorrangig eine Aufgabe der Fiskalpolitik. Diese setzt eine politische und möglichst dauerhafte Einigung zwischen Duma und Regierung voraus. Befürchtungen, eine derartige Einigung ziehe die Rückkehr Rußlands zur Planwirtschaft nach sich, sind wenig begründet. Die temporäre Rücknahme einiger Liberalisierungsschritte ist sogar sinnvoll (Kapitalverkehrskontrollen). Eine andere angekündigte Maßnahme – die Re-Nationalisierung von insolventen Unternehmen – wird in ihrer Wirkung überschätzt, weil sie ohne zusätzliche Budgetbelastungen nicht zu haben ist. Die internationale Gemeinschaft sollte neue Kredite zur Unterstützung des Reformprozesses dann wieder in Erwägung ziehen, wenn die Märkte das Vertrauen in die Reform- und Politikfähigkeit der Regierung zurückgewonnen haben. Ein floatender Rubelkurs könnte der Indikator für entsprechende Fortschritte sein.*

### **Der Verlauf der Währungskrise bis Mitte September**

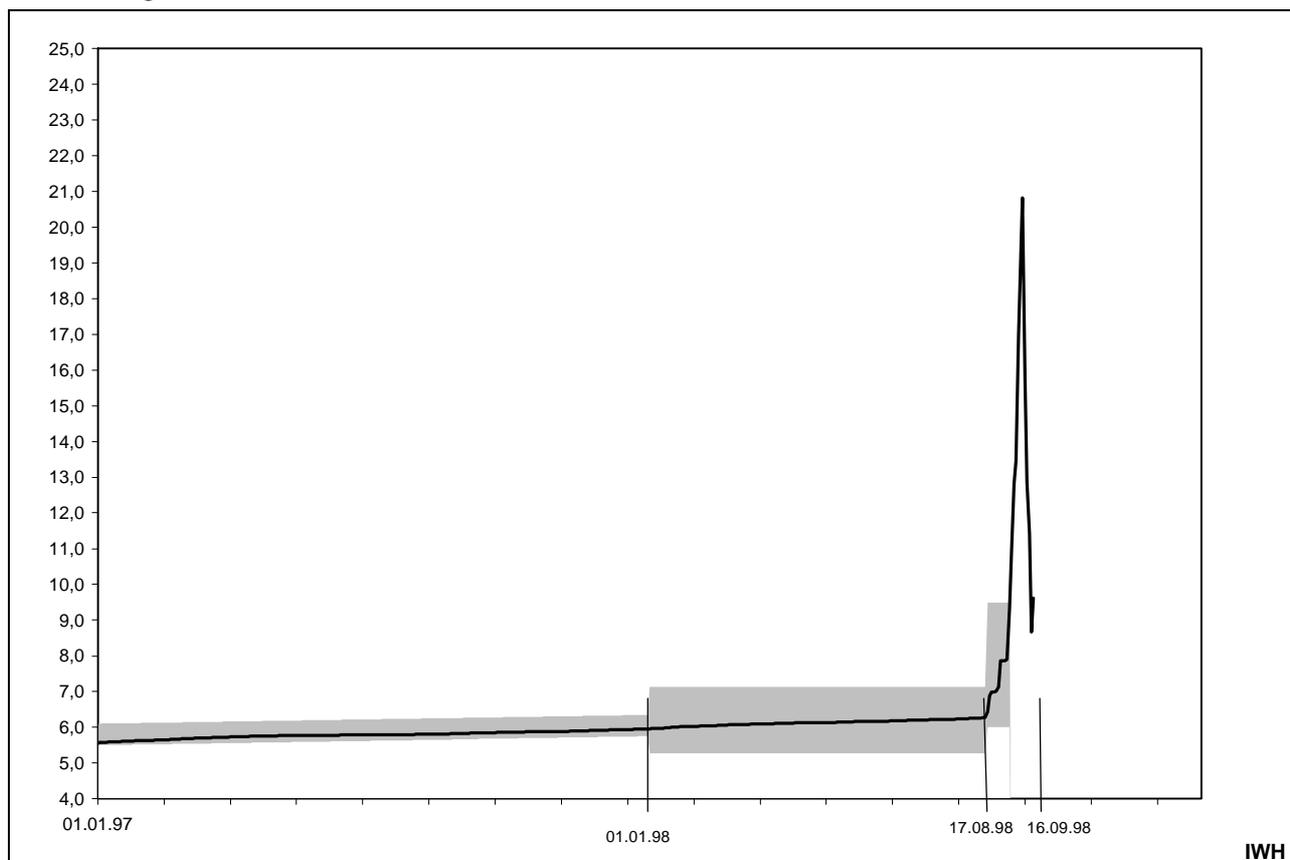
Am 17. August und endgültig am 1. September 1998 haben die Regierung und die Zentralbank Rußlands auf Druck der Devisenmärkte hin ihre bisherige Wechselkurspolitik aufgegeben. Vorhergegangen waren Interventionen der Zentralbank zur Stützung des Rubel seit Mitte Juli 1998 mit Dollarverkäufen von etwa 3,8 Mrd. US-Dollar. Dieser Betrag entsprach dem Anteil der Zentralbank an der ersten Tranche (4,8 Mrd. US-Dollar) des Kredits von 22,6 Mrd. US-Dollar, den der IWF und die Weltbank erst Mitte Juli 1998 an Rußland vergeben hatten, um gerade eine Währungskrise zu verhindern.<sup>1</sup> Damit ist nach Indonesien erneut ein Land in eine Währungskrise geraten, das sich bereits in der „Obhut“ des IWF befand.

Nachdem die Zentralbank am 17. August den Wechselkurskorridor, in dem der Kurs des Rubel bislang gegenüber dem US-Dollar frei schwanken konnte, auf eine Bandbreite von 6 bis 9,5 Rubel/

---

<sup>1</sup> Die restliche Milliarde wurde dem Finanzministerium zur Verfügung gestellt (Interfax vom 19. August 1998).

Abbildung 1:  
Entwicklung des Rubel/US-Dollar Wechselkurses, 1997 bis 1998<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Bis einschließlich 16. September 1998. Die graue Fläche kennzeichnet den jeweils gültigen Wechselkurskorridor.  
Quelle: Central Bank of Russia.

US-Dollar ausgeweitet hatte,<sup>2</sup> wurde am 1. September die vollständige Freigabe des Rubels beschlossen (vgl. Abbildung 1). Zehn Handelstage nach der Ausweitung des Korridors hatte der Rubel bereits das obere Band erreicht, um dann innerhalb einer Woche nochmals um über 120 vH auf 20,83 Rubel/US-Dollar abzuwerten. Nach der Wahl eines neuen Ministerpräsidenten erholte sich der Rubel deutlich und erreichte bis Mitte September wieder 11,43 Rubel/US-Dollar. Selbst nach der Wechselkursfreigabe setzte die Zentralbank ihre Deviseninterventionen fort. Insgesamt gingen die Devisenreserven

von etwa 17 Mrd. US-Dollar im Juli 1998 auf 11 Mrd. US-Dollar Mitte September 1998 zurück.<sup>3</sup>

Der Übergang zu einem floatenden Wechselkurs des Rubel bedeutet vorerst die Abkehr von der seit Juli 1995 verfolgten wechselkursorientierten Stabilisierungspolitik.<sup>4</sup> Die Einführung des Wechselkursankers war ein Eckpfeiler der Wirtschaftspolitik und hatte entscheidend zur Brechung der Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure beigetragen. Die Inflationsrate, gemessen an der Veränderung des Konsumentenpreisindex, war im Jahresvergleich von noch 225 vH im Juli 1995 auf etwa 6 vH im Juli 1998 gefallen. Die zeitweilige Aussetzung des offiziellen Devisenhandels Ende August für drei Tage, Schwarzmarktkurse von bis zu 50 Rubel/US-Dollar sowie Geschäfts-

<sup>2</sup> Seit Anfang 1998 hatte ein von der Zentralbank gestützter Wechselkurskorridor von  $\pm 15$  vH um eine zentrale Parität von 6,20 Rubel/US-Dollar gegolten. Dies hatte einer Bandbreite von 5,27 bis 7,13 Rubel/US-Dollar entsprochen.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu die Meldung von REUTERS vom 8. September 1998.

<sup>4</sup> Davor gab es ein „managed float“.

Tabelle 1:

Der Haushalt der Russischen Föderation (IWF-Definition), 1995 bis 1998

	Einnahmen		Ausgaben		Defizit
	Insgesamt in Mrd. Rubel	Steuern in vH	Insgesamt in Mrd. Rubel	Zinsen in vH	in vH des BIP
1995	201,0	87,2	286,2	19,1	5,4
1996	253,8	86,2	427,1	29,2	7,9
1997	311,6	84,1	494,8	23,8	7,0
1996					
Jan-März	43,5	86,9	76,9	26,3	7,2
Jan-Juni	103,3	79,8	176,2	24,7	7,4
1997					
Jan-März	50,2	90,8	99,1	33,2	9,0
Jan-Juni	119,6	89,6	216,5	29,5	8,3
1998					
Jan-März	62,1	80,4	88,3	32,3	4,6
Jan-Juni	126,6	83,2	184,0	33,7	4,9

Quelle: Russian Economic Trends, update August 1998.

schließungen und Hortungskäufe deuten darauf hin, daß die Bevölkerung bereits eine Hyperinflation erwartet.

Zusammen mit der Änderung der Wechselkurspolitik wurden auch Maßnahmen zur Einschränkung des Kapitalverkehrs beschlossen. Ausländern wird bis auf weiteres der Erwerb von Staatsanleihen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr untersagt, um weitere spekulative Kapitalzuflüsse einzudämmen. Desweiteren wurde ein 90-tägiges Zahlungsmoratorium für Zins- und Tilgungszahlungen für Schulden russischer Banken bei privaten ausländischen Kreditgebern verhängt. Dies ist de facto eine Kapitalverkehrskontrolle für russische Banken mit dem Ziel, weitere Devisenabflüsse zu verhindern. Gleichzeitig verschafft diese Maßnahme den Banken eine kurzfristige Atempause bei der Bewältigung ihrer Liquiditätsprobleme. Ferner kündigte die Regierung an, kurzfristige Staatsanleihen (GKO und OFZs)<sup>5</sup> mit einer Laufzeit bis Dezember 1999 in Anleihen mit längeren Laufzeiten umzuwandeln. Mit dieser Maßnahme beabsichtigt die Regierung die Zins- und Til-

gungsbelastungen des föderalen Haushaltes zeitlich zu strecken, um die gegenwärtigen Ausgaben zu senken.

#### ***Ursachen der Währungskrise: Budget, Banken und Zentralbank***

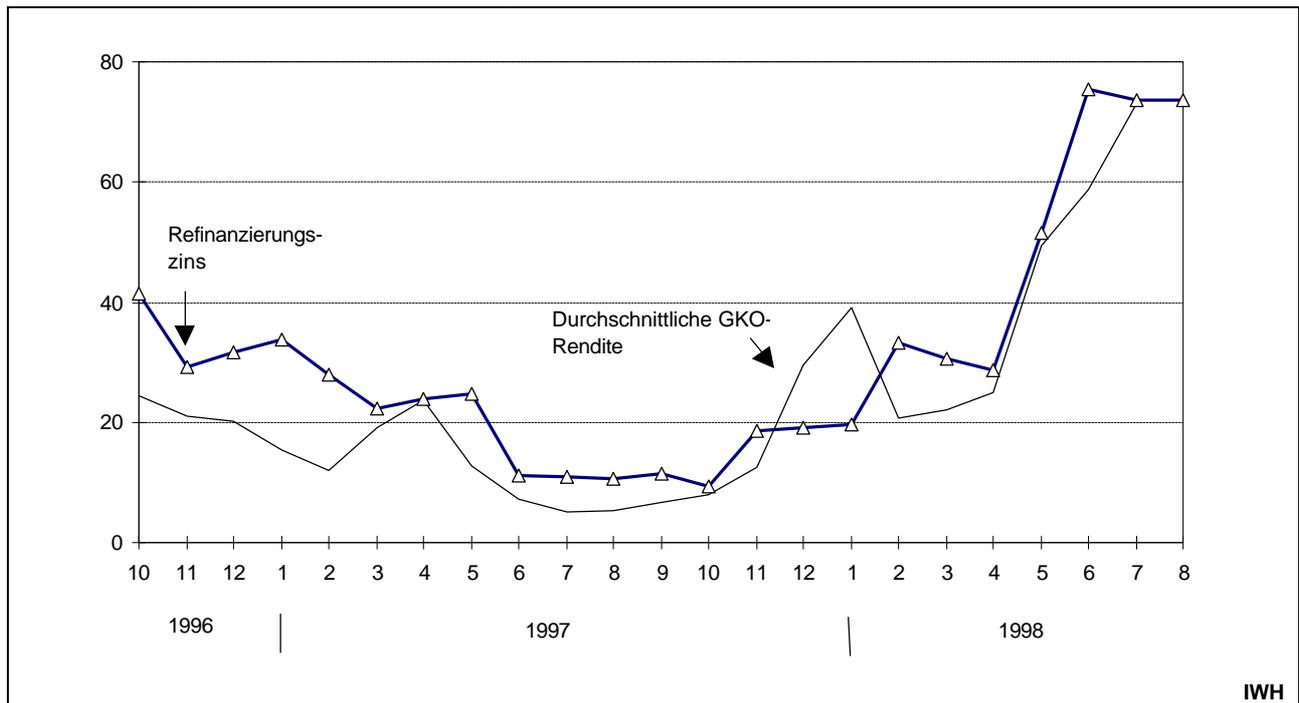
Eine der zentralen Ursachen der Währungskrise ist die lang andauernde Finanzierungskrise des föderalen Haushaltes. Das bis 1997 steigende Budgetdefizit (vgl. Tabelle 1) fand seine Ursache in einer schwindenden Steuermoral der Unternehmen. Hinzu kam, daß es sechs Jahre nach dem Zerfall der Sowjetunion in der Russischen Föderation noch immer keinen vernünftig geregelten Finanzausgleich zwischen der Föderation und ihren „Subjekten“ (Republiken, Oblaste) gibt. Einzelne Regionen führten deshalb die eingenommenen Steuern an den Föderationshaushalt einfach nicht ab.

Das Defizit wurde mit der Ausgabe kurzfristiger Staatsanleihen revolvierend finanziert. Die Regierung mußte jedoch in eine Zwickmühle geraten, da seit Ende 1997 die Realzinsen wieder stiegen, und zwar auf ein Niveau von etwa 20 vH auf Jahresbasis (vgl. Abbildung 2). Ein Anstieg des Refinanzierungssatzes ließ nämlich den Preis, den Banken und andere Marktteilnehmer für GKO be-

<sup>5</sup> Im Unterschied zu GKO sind OFZ Staatsanleihen mit einer etwas längeren Laufzeit. GKO spielen aber eine erheblich größere Rolle.

Abbildung 2:

Die Entwicklung des realen Refinanzierungssatzes und der realen GKO-Rendite (Monatsdurchschnitte)<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Nominale Sätze deflationiert mit einer Inflationsrate von 10,8 vH, wie sie sich im August für 1998 abzeichnete. Die GKO-Rendite ist die durchschnittliche Rendite (handelsgewichtet) aller umlaufenden GKO mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr.

Quelle: Berechnung des IWH auf Basis von: Central Bank of Russia, Skate Press, Russische Zentralbank im Internet (nominale Zinssätze und GKO-Renditen): <http://www.cbr.ru/dp>.

reit waren zu zahlen,<sup>6</sup> sinken und die Renditen steigen. Die reale GKO-Rendite lag zum Jahresende 1997 bereits deutlich höher als in den Monaten davor. Die vermehrten Anstrengungen der Steuerbehörden und der Regierung seit Beginn des Jahres 1998, fällige Steuern einzutreiben, hatten im ersten Halbjahr jedoch keine spürbaren Erfolge gezeigt. Berichten über rabiate Methoden der Steuerfahndung gegenüber kleinen und mittelständischen Unternehmen, darunter auch ausländischen Unternehmen, stehen Informationen über ein nach wie vor nachsichtiges Verhalten der Regierung gegenüber den großen Steuerschuldnern gegenüber. Zu den notorischen Steuerschuldnern gehören die

<sup>6</sup> Beispiel: Der Finanzminister gibt GKO mit einer Laufzeit von drei Monaten mit einem Nominalwert von 120 Rubel aus, um 100 Rubel zu erhalten (20 vH Rendite). Ein Anstieg der Refinanzierungszinsen läßt den Preis auf unter 100 Rubel sinken (die Rendite steigt). Nach drei Monaten muß der Finanzminister GKO mit einem Nominalwert von mehr als 120 Rubel ausgeben, um die ursprüngliche Finanzierung (100 Rubel) zu sichern.

größten Energieunternehmen (beispielsweise Gazprom).

Diesen Unternehmen wurde erlaubt, ihre Steuern nicht bar zu zahlen. Vielmehr akzeptierte das Finanzministerium auch Wechsel, die auf den Sekundärmärkten mit hohen Abschlägen gehandelt wurden. Der Anteil der Steuern an den Gesamteinnahmen fiel deshalb im ersten Halbjahr 1998 deutlich niedriger aus als in der entsprechenden Periode des Vorjahres. Zwar betrug das Defizit des föderalen Haushaltes nur rund 4,9 vH des BIP verglichen mit mehr als 8 vH im ersten Halbjahr des Vorjahres. Ursächlich dafür war aber ein starker Rückgang der nominalen Staatsausgaben. Dieser schloß jedoch die Zins- und Tilgungszahlungen der Regierung nicht ein. Ihr Anteil an den Ausgaben des föderalen Haushaltes stieg im ersten Halbjahr 1998 auf nahezu 34 vH nach nur knapp 30 vH im ersten Halbjahr des Vorjahres. Die Senkung des Budgetdefizits erfolgte also vor allem durch die Kürzung anderer Ausgaben, zu denen auch Lohn-

und Gehaltszahlungen an die Beschäftigten im öffentlichen Sektors gehören. Die Lohnrückstände der Regierung sind im ersten Halbjahr 1998 wieder erheblich angestiegen (bis Mai auf 0,8 vH des BIP).<sup>7</sup> Der Widerstand der Betroffenen manifestierte sich im Frühjahr verbreitet in Streiks, so daß bei diesen Ausgaben kein Kürzungsspielraum mehr bestand. Das kurzfristige Refinanzierungskonzept der Regierung brach in dem Moment zusammen, als die Zweifel an der Fähigkeit des Finanzministeriums, GKO zum Ausgabekurs zurückzukaufen, wuchsen. Die damit zunehmenden Inflationserwartungen förderten ihrerseits Zweifel an der Stabilität des Rubelwechelkurses bzw. seiner Entwicklung im angestrebten Korridor. Dies trieb die GKO-Renditen im Juni 1998 drastisch nach oben.

Zu einer weiteren wichtigen Ursache der gegenwärtigen Krise wurden Spekulationsgeschäfte der Finanzinstitute. Bei einem stabilen Wechselkurs, weitgehender Kapitalbilanzkonvertibilität des Rubel und hohen Zinsen lohnte es sich für die russischen Banken, Zinsarbitragegeschäfte zu tätigen. Sie nahmen Valuta-Kredite im Ausland auf und investierten sie in relativ hochverzinsliche Rubel-denominierte Staatsanleihen. Mit zunehmender Unsicherheit über die Stabilität des Rubelkurses forderten die ausländischen Kreditgeber höhere Sicherheitsleistungen von den russischen Banken. Diese konnten sie nur durch den Verkauf von Anleihen leisten. Dadurch verfielen die Preise der Anleihen, die Renditen stiegen, und der Rubelkurs geriet noch stärker unter Druck. Der starke Renditeanstieg der GKO und der damit verbundene Preisverfall wird zu einem erheblichen Wertberichtigungsbedarf der Banken führen.<sup>8</sup> Zum einen ist der Wert der Staatsanleihen im Eigenbestand erheblich gesunken, zum anderen ist ein Großteil der von den Banken an Unternehmen gewährten Kredite mit Staatsanleihen gesichert. Durch den Preisverfall der GKO sehen sich viele Unternehmen

Nachschußforderungen der Banken gegenüber, die sie nicht leisten können. Auch für die daraus resultierenden möglichen Kreditausfälle müssen die Banken Wertberichtigungen auf ihre Kreditportfolios vornehmen.

Die Krise der öffentlichen Haushalte und die Schwächen im Bankensektor ließen die Stabilisierung zu einem fragilen Prozeß werden, vor allem dann, als die Geldpolitik einem wechselkurspolitischen Ziel folgte. Einerseits ging die Inflationsrate bemerkenswert stark zurück, andererseits aber folgten die Refinanzierungszinsen nur zögernd; Ende 1997 wurden sie von der Zentralbank auch wieder erhöht. Diese divergierende Entwicklung ist darauf zurückzuführen, daß die Bewegungen des Rubelkurses zumindest seit Öffnung des GKO-Marktes für ausländische Anleger 1996 anderen Faktoren – so zum Beispiel den Spekulationsgeschäften im Bankensektor – als nur der inländischen Inflationsrate unterlagen. Als Konsequenz sprangen die realen Refinanzierungszinsen von etwa 9 vH im Oktober 1997 auf etwa 33 vH im Februar 1998 und auf über 50 vH im Mai. Unter diesen Umständen reichte ein relativ geringer äußerer Anstoß, um die Währungskrise auszulösen. Diesen Anstoß lieferte die Verschlechterung der russischen Leistungsbilanz, die die Zweifel an der Stabilität des Wechselkurskorridors verstärkten. Damit ergibt sich als äußerer Anlaß für den Ausbruch der Krise ein Zusammenhang mit den Krisen in einigen Ländern Südostasiens, und zwar vor allem über die Exporte Rußlands.

Bei der Analyse von Währungskrisen in unterschiedlichen Regionen ist es zweckmäßig, zwischen Ansteckungseffekten (contagion) und Spill-over-Effekten zu unterscheiden.<sup>9</sup>

Ansteckungseffekte liegen dann vor, wenn eine Währungskrise in einem Land eine Krise in einem anderen Land auslöst, ohne daß dies durch makroökonomische Fundamentaldaten, sondern eher mit psychologischen Faktoren erklärt werden könnte. Derartige Ansteckungseffekte waren für Ruß-

---

<sup>7</sup> Zur Einkommenspolitik und Einkommensverteilung in Rußland siehe auch SIGMUND, P.: Zur Lohn- und Einkommensentwicklung in Rußland. IWH Forschungsreihe 5/1998, Halle.

<sup>8</sup> Vgl. THOMPSON B.: Thomson Bankwatch Opinion on Russian Banks in Crisis. 1988. Unter <http://www.tfs.ru/bankwatch/eng/top/bankwatch.html>.

---

<sup>9</sup> Ausführlicher dargestellt werden die verschiedenen Übertragungswege von Währungskrisen von MASSON, P.: Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria. Vortrag gehalten auf der CEPR/Weltbank Konferenz „Financial Crises: Contagion and Market Volatility“. London, May, 8-9 1998.

land vom November 1997 bis Januar 1998 im Gefolge der Asienkrise zu beobachten. Sie bewogen die Zentralbank, die Refinanzierungszinsen zu erhöhen. Die Asienkrise hatte aber damals keinen deutlich destabilisierenden Einfluß auf den Banken- und Finanzsektor Rußlands gehabt. Die Lage beruhigte sich im Februar 1998, und die Zentralbank konnte den Refinanzierungssatz wieder senken.

Spill-over-Effekte sind dadurch charakterisiert, daß eine Währungskrise in einem Land die makroökonomischen Rahmenbedingungen für ein anderes Land derart ändert, daß letzteres ebenfalls in eine Währungskrise gerät. Beispiele hierfür sind kompetitive Abwertungen zwischen Ländern und exogene Preisschocks. Nach dieser Unterscheidung wurde Rußland zwar nicht von der Asienkrise angesteckt, aber doch seit Ende 1997 zumindest von Spill-over-Effekten erfaßt. Die seit Mitte 1997 anhaltende Krise in Asien führte zu einem Nachfrageeinbruch nach Rohstoffen, und als Folge dessen kam es zu einem Preisverfall bei diesen Gütern. Die durchschnittlichen Preise in US-Dollar für russisches Rohöl waren im ersten Halbjahr 1998 um ein Drittel niedriger als im ersten Halbjahr 1997. Die Preise für petrochemische Produkte fielen sogar um 40 vH, während der Preis für Erdgas lediglich um 16 vH nachgab. Ebenfalls niedriger notierten die Preise für Kupfer und Nickel (-20 vH). Die von Rohstoffen stark bestimmten russischen Exporte fielen in den ersten sechs Monaten 1998 um 13 vH, während die Importe um weitere 13 vH stiegen. Der Handelsbilanzüberschuß, der im ersten Halbjahr 1997 noch 9,5 Mrd. US-Dollar betragen hatte, ging rapide zurück und war im ersten Halbjahr 1998 vernachlässigbar gering. Die Leistungsbilanz wies im ersten Quartal 1998 ein Defizit von 1,5 Mrd. US-Dollar auf, dagegen war ein Jahr zuvor noch ein Überschuß von etwa 3,9 Mrd. US-Dollar zu verzeichnen gewesen.

### ***Wirkungen der russischen Krise auf andere mittel- und osteuropäische Länder***

Die relativ starken Abwertungen der Währungen einiger mittel- und osteuropäischer Länder in den zwei Wochen nach Beginn der russischen Krise deuten bereits auf eine Ansteckung dieser Länder hin. Polen, das seit einigen Jahren unter einer drastischen Verschlechterung seiner Leistungsbilanz

leidet, ist von der russischen Krise bisher am stärksten betroffen. Der polnische Zloty, dessen Währungsband  $\pm 10$  vH beträgt, fiel in der Woche nach dem 17. August um 7 Punkte unterhalb der Parität. Die Nationalbank dürfte interveniert haben. Hinzu kommt, daß 500 Mio. US-Dollar Portfolioabflüsse erfolgt sind.<sup>10</sup> Das Währungsband des ungarischen Forint ( $\pm 2,25$  Punkte) ist erheblich enger als das des polnischen Zloty. Als bis zum 28. August der Kurs unterhalb dieser Bandbreite gefallen war, intervenierte die ungarische Nationalbank mit etwa 50 bis 100 Mio. US-Dollar.<sup>11</sup> Die tschechische Krone wertete zwischen dem 17. August und dem 31. August um 3,5 vH ab (in einem Band von  $\pm 10$  vH). Auch hier sind Portfolio-Abflüsse zu vermuten. Stärker noch als im Wechselkurs kam die Ansteckung im Fall der Aktienkurse zum Ausdruck (Abbildung 3). Die Budapester Börse büßte zwischen Anfang August und Mitte September knapp 48 vH ihres Wertes ein, während der polnische WIG Index und der tschechische PX-50 Index um 24,6 vH und 21,9 vH fielen.

Offensichtlich handelt es sich um psychologische Ansteckungseffekte. Die betroffenen mittel- und osteuropäischen Länder verfügen über junge, sich entwickelnde Aktienmärkte. Unter den ausländischen Anlegern auf diesen Märkten sind besonders stark institutionelle Anleger vertreten. Typischerweise werden die Emerging Markets von den institutionellen Anlegern in eine Risikoklasse eingestuft.<sup>12</sup> Bei einem Umschwung im Vertrauen der Investoren in den russischen Markt wird auch das Engagement in Märkten derselben Risikoklasse überprüft und investiertes Kapital abgezogen. Hinzu kommt, daß auch Banken in Mittel- und Osteuropa Forderungen gegenüber russischen Banken besitzen.<sup>13</sup>

Zukünftig sind auch Spill-over-Effekte nicht auszuschließen. Besonders die polnische und ungarische Landwirtschaft könnten davon betroffen sein, denn Rußland ist der größte Abnehmer land-

---

<sup>10</sup> REUTERS vom 28. August 1998.

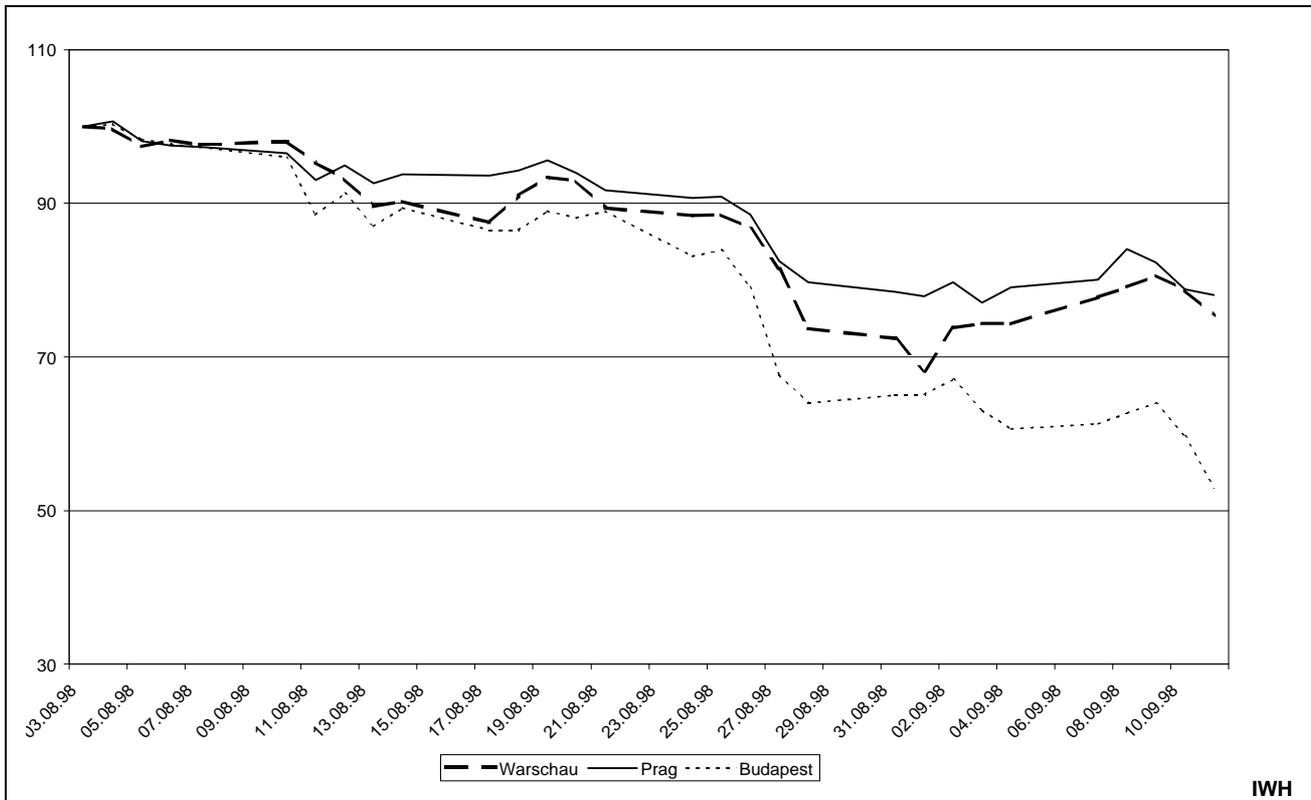
<sup>11</sup> REUTERS vom 31. August 1998.

<sup>12</sup> Vgl. hierzu STULZ, R.: International Portfolio Flows and Securities Markets, Ohio State University, 1997: mimeo, S. 26.

<sup>13</sup> Beispielsweise Sporitelna-Banka in der Tschechischen Republik.

Abbildung 3:

Die Entwicklung der wichtigsten Aktienmarktindizes in Polen (WIG), Tschechien (PX-50) und Ungarn (BUX) seit Beginn der Rußlandkrise (3. August 1998 = 100)



IWH

Quellen: Central Europe online: <http://www.centraleurope.com>.

wirtschaftlicher Produkte Polens und Ungarns. Abwertungen des Rubels und mögliche Importbeschränkungen könnten insbesondere zu einer Verschlechterung der bereits stark defizitären polnischen Handelsbilanz führen.

Somit könnten auch mittel- und osteuropäische Länder im Sog einer andauernden russischen Krise quasi unverschuldet in eine Währungs- und Krisenphase schlittern und dies in einer sensiblen Phase der Vorbereitung der Beitrittsverhandlungen mit der Europäischen Union. Diese Länder sollten die bisherigen Auswirkungen der russischen Krise auf die eigenen Aktien- und Devisenmärkte als Warnsignal sehen und ihre Anstrengungen zur Reform des Finanzsektors verstärken. Sie sollten auch eine stärkere Flexibilität ihrer Wechselkurssysteme und eine Senkung der Zinsen erwägen.<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Die Nationalbank Polens hatte bereits im Juli Zinssenkungen vorgenommen. Am 9. September verringerte sie abermals leicht einen wichtigen Zinssatz und senkte darüber hinaus die Crawling-Peg-Rate von monatlich 0,65 vH auf

0,5 vH. Letzteres erhöht die Flexibilität des Wechselkurses.

### ***Wirtschaftliche und wirtschaftspolitische Konsequenzen für Rußland***

Die Verschlechterung der Handels- und Leistungsbilanz, der Anstieg der Zinsen und die allgemein angespannte innenpolitische Lage müssen zu einer Revision bisheriger Prognosen der wirtschaftlichen Entwicklung in Rußland führen. Das Bruttoinlandsprodukt fiel in den ersten sieben Monaten 1998, also noch im Vorfeld der Krise, um rund 1 vH im Vergleich zum selben Zeitraum des Vorjahres (vgl. Tabelle 2). Dieser Rückgang wird sich bis Jahresende noch verstärken und bis in das Jahr 1999 hineinreichen. Etwas ähnliches gilt für die Anlageinvestitionen. Rußland wird aller Wahrscheinlichkeit nach in eine Phase beschleunigter Inflation, die in eine Hyperinflation münden kann, eintreten. Mit der Rückkehr zu einstelligen Inflationsraten wie zuletzt im Juli 1998 ist 1999 noch nicht zu rechnen.

Kurzfristig kommt es darauf an, die Rückkehr der Hyperinflation zu verhindern. Die ins Spiel gebrachte Idee eines Currency Board<sup>15</sup> ist dazu nicht geeignet. Rußlands vordringlichstes Problem ist in der gegenwärtigen Lage die Sicherung der Zahlungsfähigkeit des Staates und der Liquidität der gesunden Teile des Bankensystems. Dafür ist ein Currency Board irrelevant, zumal die Devisenreserven in diesem Wechselkursregime gebunden werden und zur Bedienung des Schuldendienstes nicht zur Verfügung stünden. Grundsätzlich gilt auch, daß ein Currency Board für ein Land weniger geeignet ist, dessen Hauptausfuhrsgüter wie im Falle Rußlands Rohstoffe sind.<sup>16</sup> Die Abhängigkeit von Rohstoffexporten macht dieses Land anfällig für exogene Preisschocks. Diese Preisschwankungen würden sich in Schwankungen der Geldmenge niederschlagen. Wünschenswert wäre aber, daß die Zentralbank bei volatilen Terms of Trade in der Lage ist, unerwünschte Auswirkungen der Devisenzuflüsse auf das inländische Geldangebot zu

neutralisieren. Konkret besteht im Falle Rußlands die Gefahr, daß eine andauernde Krise in Japan und anderen asiatischen Ländern zu einem weiteren Verfall der Weltmarktpreise für Rohstoffe führt. Das Currency Board würde dann eine Verringerung der Geldmenge in Rußland und einen Anstieg der Zinsen bewirken und damit eine notwendige Erholung der russischen Wirtschaft weiter verzögern. Besser ist ein zunächst frei floatender Rubelkurs, der eine flexiblere Geldpolitik erlaubt. Die Kursentwicklung würde dann auch als Indikator dienen, inwieweit die Märkte die Glaubwürdigkeit und Wirksamkeit der Konsolidierungs- und Reformanstrengungen beurteilen.

---

<sup>15</sup> Zum Beispiel DORNBUSCH, R.: Rußland am Scheideweg: Kollaps oder Stabilisierung, FAZ, 22. August 1998, S. 12.

<sup>16</sup> Vgl. hierzu Roubini, N.: The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currency Boards, New York University: Stern School of Business, 1998, mimeo, S. 4. Unter <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/CurrencyBoardsRoubini.html>.

Tabelle 2:  
Ausgewählte ökonomische Indikatoren, 1996 bis 1998

	1996	1997	1998 1. Halbjahr
BIP (in vH) <sup>a)</sup>	-3,5	0,8	-1,1 <sup>d)</sup>
Industrieproduktion (in vH) <sup>a)</sup>	-4,0	1,9	-1,3 <sup>d)</sup>
Anlageinvestitionen (in vH) <sup>a)</sup>	-18,0	-5,0	-6,2 <sup>d)</sup>
Inflation (in vH) <sup>b)</sup>	21,8	11,0	5,8 <sup>e)</sup>
Leistungsbilanz (in Mrd. US-Dollar)	12,1	2,9	-1,5 <sup>f)</sup>
Handelsbilanz (in Mrd. US-Dollar)	23,1	17,2	0,3
Exporte (in Mrd. US-Dollar)	90,5	88,9	35,4
Importe (in Mrd. US-Dollar)	67,4	71,7	35,1
Devisenreserven (in Mrd. US-Dollar)	15,3	17,8	13,4 <sup>g)</sup>
Refinanzierungszinssatz (in vH) <sup>c)</sup>	48,0	28,0	60,0 <sup>h)</sup>
Budgetdefizit (in vH des BIP) <sup>c)</sup>	7,9	7,0	4,9

<sup>a)</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr bzw. gegenüber der Vorjahresperiode. – <sup>b)</sup> Veränderung des Konsumentenpreisindizes Dezember zu Dezember bzw. gegenüber dem Vorjahresmonat. – <sup>c)</sup> Ende der Periode. – <sup>d)</sup> Januar bis Juli. – <sup>e)</sup> Juli. – <sup>f)</sup> Erstes Quartal. – <sup>g)</sup> 27. August 1998. – <sup>h)</sup> August.  
Quellen: IMF, Survey, Vol. 27, No. 15, August 3, 1998; Russian Economic Trends, Update August 1998, Reuters.

Die Bekämpfung der Inflation bleibt somit vorrangig eine Aufgabe der Geld- und Fiskalpolitik. Die Geldpolitik wird gar nicht umhinkommen, kurzfristig für hohe positive Realzinsen zu sorgen. Es wäre problematisch, wenn die Liquidität des gesamten Bankensystems durch Geldausgabe und den Verkauf der ohnehin schon stark geschrumpften Devisenreserven gesichert würde. Akzeptabel wäre allenfalls eine Ausweitung der Geldmenge zur Abdeckung der Einlagen von Kleinsparern, damit der *bank run* beendet wird und nicht auch solvente Banken in Liquiditätsschwierigkeiten geraten. Aller Wahrscheinlichkeit nach wird der Prozeß der Inflationsverringerung langsamer als in den vergangenen drei Jahren erfolgen. Eine entsprechend ausgerichtete Geldpolitik wird dann mittelfristig die Realzinsen auf ein Niveau senken müssen, das eine Erholung der Wirtschaft ermöglicht. Das impliziert auch die Abkehr von einer rigiden Wechselkursorientierung der Geldpolitik.

Worauf es bei kurzfristig hohen Realzinsen aber ankommt, ist eine Entlastung des föderalen Haushalts. Die Intensivierung der Steuereintreibung ist nicht zu umgehen. Ob diese aber kurzfristig effektiv sein wird, ist zu bezweifeln, da sie doch eher strukturelle Reformen einschließlich eines Finanzausgleichs zwischen Regionen und Föderation erfordert.

Wirksamer sind eher Entlastungen auf der Ausgabenseite: Hier sind Anpassungsprozesse schmerzlich, aber unvermeidlich. Allerdings sollte die Regierung wegen der sozialen und politischen Bedeutung ihren Zahlungsverpflichtungen gegenüber der breiten Bevölkerung nachkommen (Abbau von Lohnrückständen). Handlungsspielraum bestünde dann faktisch nur noch gegenüber den Gläubigern, d.h. die Regierung müßte die Rückzahlung ihrer Verpflichtungen aus Staatsanleihen erheblich verringern – eine Politik, die sie gegenwärtig auch verfolgt.

Damit würde ein Großteil der Anpassungslasten auf private Investoren und den Bankensektor fallen. Private Investoren müßten die Kosten ihrer Fehleinschätzung selbst tragen. Was den Bankensektor betrifft, so sollte die Krise als Chance zur Konsolidierung und Umstrukturierung genutzt werden. Dazu gehören auch Fusionen und Konkurse. Es ist wenig sinnvoll, faktisch konkursreife Banken entweder mit internationalen Stützungsaktionen oder mit dem Rückgriff auf die Notenpresse zu retten. Vielmehr müßten die besonders betroffenen Banken einem Konkursverwalter unterstellt werden mit dem Ziel, sie zu liquidieren oder zu sanieren. In Rußland waren Ende Juni 1998 etwa 1.600 Banken registriert, während es zwei Jahre

zuvor noch rund 2.200 Finanzinstitute waren. Bekanntgeworden ist bisher der beabsichtigte Zusammenschluß von drei Großbanken, Menatep Bank, Onexim Bank und Most Bank, den die Zentralbank durch Forderungsabschreibung unterstützen will. Dieser Konzentrationsprozeß muß jedoch mit einer Verstärkung der Bankenaufsicht einhergehen.

Notwendig für die Umstrukturierung des Bankensektors ist auch seine Öffnung gegenüber dem Ausland. Der Ausbruch der Krisen in asiatischen Ländern stand ebenfalls im Zusammenhang mit für das Ausland geschlossenen Finanzsektoren bei gleichzeitiger Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Einige Länder haben die Konsequenz gezogen und öffnen nun ihren Bankensektor für ausländische Investitionen. Auch für Rußland ist dies eine notwendige Option, denn es sind Zweifel anzubringen, daß im Inland ausreichend Kompetenz zur Sanierung, Liquidation und Umstrukturierung maroder Banken existiert.

### ***Kehrtwende zur Planwirtschaft wenig wahrscheinlich***

Ende August hatten Regierung und Parlament eine Vereinbarung zur Überwindung der Krise entworfen, die jedoch vom Parlament im Zuge der Auseinandersetzungen über die Zusammensetzung der neuen Regierung und die Kompetenzen des Staatspräsidenten wieder in Frage gestellt wurde. Im Zusammenhang mit der politischen Krise sind die Befürchtungen gewachsen, daß Rußland den bisher beschrittenen Weg zu Marktwirtschaft und Demokratie wieder verlassen könnte. Dies ist zwar nicht auszuschließen. Es sollte aber auch berücksichtigt werden, daß Rußland in den vergangenen Jahren bereits eine beträchtliche Systemtransformation hinter sich gebracht hat. Dazu gehört die (sicher unvollkommene) Privatisierung ebenso wie der föderalistische Charakter des Landes. Die normative Kraft des Faktischen ist ein erhebliches Hindernis für alle Ambitionen, die an Sowjetzeiten anknüpfen. Hier unterscheidet sich Rußland merklich von Weißrußland, wo die Reformen bereits in einem Anfangsstadium steckenblieben.<sup>17</sup>

<sup>17</sup> Vgl. hierzu die ausführliche Berichterstattung und Analyse des IWH gemeinsam mit dem DIW, Berlin, und dem IfW, Kiel, im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft zu

Es ist wichtig, sich vor Augen zu halten, daß die Transformation zu Marktwirtschaft und Demokratie nicht von einem Tag auf den anderen abgeschlossen werden kann, sondern – zumindest in Rußland – eine Generationenaufgabe ist. Hier kommt es auch auf die richtige Abfolge von einzelnen Reformschritten an. Die Rücknahme einzelner Liberalisierungsmaßnahmen signalisiert dann nicht den Weg zurück zur Planwirtschaft, sondern vielmehr die Korrektur einer zu schnellen Öffnung. Ein Beispiel dafür sind die wieder eingeführten Kapitalverkehrskontrollen. Hierbei handelt es sich um einen temporär durchaus sinnvollen Eingriff zur Dämpfung volatiler kurzfristiger Kapitalbewegungen. Gerade die Währungskrise hat deutlich gemacht, daß eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs bei fehlenden institutionellen Reformschritten zu früh und zu weitgehend erfolgte.

Auch die immer wieder zitierte Ankündigung einer zeitweisen Re-Nationalisierung insolventer Unternehmen und Banken ist realistisch zu betrachten. Die Übernahme maroder Unternehmen in Staatsregie muß neuerliche Budgetbelastungen hervorrufen, die mit dem Ziel der Budgetkonsolidierung nicht in Übereinstimmung gebracht werden können. Etwas Ähnliches gilt im übrigen auch für die Aufrechterhaltung staatlichen Eigentums an Unternehmen; auch dies ist nicht kostenlos. Die notwendige Budgetkonsolidierung wird hierfür den Rahmen äußerst eng halten, möglicherweise sogar eher zu weiteren Privatisierungen führen.

### ***Die Krise kann und muß aus eigener Anstrengung überwunden werden***

Die Lösung der Krise wird durch Mängel in der politischen Verfassung erschwert. Dazu ist insbesondere die verfassungsmäßig angelegte gegenseitige Blockade von Parlament (Duma) und Regierung zu zählen. Hinzu kommen die extensiven Möglichkeiten des Präsidenten, Gesetze, insbesondere Steuergesetze im Einzelfall nicht zur Anwendung zu bringen, wenn es ihm politisch opportun erscheint. Vor diesem Hintergrund mußten die

---

Rußland und Weißrußland seit 1992. Beispielsweise DIW; IfW; IWH: Die wirtschaftliche Lage der Republik Belarus, Zwölfter Bericht. IWH Forschungsreihe 3/1998, und DIW; IfW; IWH: Die wirtschaftliche Lage Rußlands, Zwölfter Bericht. IWH Forschungsreihe 4/1998.

Stützungsaktionen des IWF scheitern, soweit sie bisher lediglich auf eine monetäre Stabilisierung abzielten. Sie erweckten bei den russischen Akteuren lediglich den Eindruck, daß internationales Geld dann verfügbar ist, wenn es gebraucht wird. Da die Währungskrise selbst mit umfangreichen Stützungsaktionen der internationalen Gemeinschaft nicht verhindert werden konnte, können weitere

Aktionen auch nicht zur Überwindung der Krise beitragen. Was jedoch gegenwärtig notwendig ist, ist eine Ausweitung der technischen und humanitären Hilfe, möglicherweise auch eine Umschuldung bestehender Forderungen.

*Hubert Gabrisch (gabrisch@iwh.uni-halle.de)*  
*Thomas Linne (thl@iwh.uni-halle.de)*

## Keine Beschäftigungseffekte durch Verkürzung der tariflichen Wochenarbeitszeit

*Ob eine Verkürzung der Wochenarbeitszeit Beschäftigungsgewinne nach sich zieht oder aber beschäftigungshemmend wirkt, wird sowohl in der öffentlichen als auch in der wissenschaftlichen Diskussion kontrovers beurteilt. Die Befürworter einer geringeren Arbeitszeit stellen in erster Linie auf den Umverteilungsaspekt unter der Prämisse eines gegebenen Arbeitsvolumens ab. Die Kritiker weisen dagegen auf mögliche Kostensteigerungen hin, die im Ergebnis sogar zu einem Beschäftigungsverlust führen können.*

*Die Eignung einer Verkürzung der Wochenarbeitszeit als beschäftigungspolitisches Instrument ist somit umstritten. Um der Diskussion eine fundiertere empirische Basis zu bieten, wird in diesem Beitrag der Beschäftigungseffekt der Arbeitszeitverkürzungen von 1960 bis 1994 mit panelökonomischen Verfahren eingeschätzt. Dabei werden die westdeutsche Industrie und die Bauwirtschaft betrachtet. Die Analyse zeigt, daß eine Verkürzung der tariflichen Wochenarbeitszeit im Untersuchungszeitraum keinen Einfluß auf die Höhe der Beschäftigung ausgeübt hat. Die beschäftigungspolitische Relevanz dieses Instrumentes ist deshalb als gering einzustufen. Andere Formen der Arbeitszeitpolitik, wie z.B. die Schaffung von mehr Teilzeitarbeitsplätzen, lassen sich durch diese Ergebnisse jedoch nicht bewerten und sollten auf ihre Wirksamkeit geprüft werden.*

### **Arbeitszeitverkürzung in der Diskussion**

In der beschäftigungspolitischen Debatte wird verschiedentlich eine Verkürzung der Arbeitszeit

vorgeschlagen. Danach soll ein gegebenes Arbeitsvolumen auf mehr Köpfe verteilt werden. Durch die Reduktion der Arbeitszeit kann das vorhandene Arbeitsvolumen nicht mehr allein von den Arbeitsplatzbesitzern geleistet werden. Dieser Umverteilungseffekt trägt dazu bei, daß bisher Arbeitslose in Beschäftigung gelangen können. Alternative Strategien der Arbeitszeitverkürzung sind die Herabsetzung der Altersgrenze für den Ruhestand, die Förderung von Teilzeitarbeit oder eine generelle Absenkung der Wochenarbeitszeit, die hier im Mittelpunkt der Analyse steht. Sie erhält einerseits durch aktuelle Überlegungen der IG Metall, die 32-Stunden-Woche in Westdeutschland und die 35-Stunden-Woche in Ostdeutschland zum Gegenstand zukünftiger Tarifverhandlungen zu machen, ein besonderes Gewicht.<sup>18</sup> Aber auch auf internationaler Ebene ist der Vorschlag nicht unbedeutend. So wird die gesetzlich vorgeschriebene Höchstgrenze für die Wochenarbeitszeit in Frankreich in den nächsten Jahren schrittweise auf 35 Stunden reduziert.<sup>19</sup>

Gleichwohl kann die Aufteilung eines gegebenen Arbeitsvolumens auf eine größere Zahl von Arbeitnehmern nur der unmittelbare Effekt sein, der

---

<sup>18</sup> Vgl. HANDELSBLATT: Zwickel bekräftigt sein Ziel einer 32-Stunden-Woche für die Metaller. 8. Mai 1998, S. 7 und Metall-Positionen im Osten verhärtet. 8. Juni 1998, S. 6.

<sup>19</sup> Vgl.: VOLZ, J.: Wirtschaftspolitik in Frankreich mit neuen Akzenten – Entschärfung der Arbeitsmarktkrise durch beschäftigungspolitische Doppelstrategie?, in: DIW-Wochenbericht, Nr. 48, 1997, S. 931-936.