

# **Geld- und Wechselkurspolitik in rohstoffreichen Ländern**

**Eine empirische Analyse am Beispiel der Volkswirtschaft Russlands**

**INAUGURAL - DISSERTATION**

**zur Erlangung des akademischen Grades eines Doktors**

**der Wirtschaftswissenschaften an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät**

**der Bayerischen Julius-Maximilians-Universität Würzburg**

**Vorgelegt von:**

**Magister der Wirtschaft**

**Abdumalik Musaev**

**2014**

**Pflichtexemplar**

**Erstgutachter: Professor Dr. Peter Bofinger**

**Zweitgutachter: Professor Dr. Adalbert Winkler**

**Mündliche Doktorprüfung mit Erfolg abgelegt am 17. Dezember 2015**

## **Danksagung**

Die vorliegende Arbeit wäre nicht möglich ohne Mitwirkung, Beteiligung und Unterstützung von mehreren Personen und Institutionen, denen ich hiermit meine tiefe Dankbarkeit ausdrücken möchte. Ich bedanke mich zu allererst bei Herrn Professor Dr. Bofinger. Ohne mich persönlich kennenzulernen, erklärte er sich bereit, einen Bewerber aus dem fernen Usbekistan als Doktorvater zu betreuen. Meine Erwartungen hinsichtlich der mir zur Verfügung gestellten Forschungsbedingungen an der Universität Würzburg und der gedulden Unterstützung seitens des Lehrstuhls wurden bei Weitem übertroffen. Aus den Gesprächen mit den Doktoranden aus den anderen Universitäten ist mir bekannt, dass die Forschungsbedingungen, die ich hatte, keine Selbstverständlichkeit sind. Dank dem Büroplatz am Lehrstuhl hatte ich die Gelegenheit, die Struktur und die Inhalte meiner Arbeit regelmäßig mit dem Doktorvater und den Lehrstuhlmitarbeitern zu diskutieren. Die fachliche Unterstützung und die Erfahrung von Professor Bofinger haben bei der Erstellung meiner Dissertation eine entscheidende Rolle gespielt. Ich bedanke mich auch für die gewährte zeitliche Flexibilität und das mir entgegen gebrachte Vertrauen zur Fertigstellung dieser Arbeit. Darüber hinaus gilt mein herzlicher Dank Herrn Professor Dr. Winkler für seine Bereitschaft, mein Dissertationsvorhaben als Zweitgutachter zu betreuen.

Ich bedanke mich des Weiteren bei allen Mitarbeiter des Lehrstuhls für ihre Freundlichkeit und großzügige Hilfe. Besonders zu erwähnen sind Petra Ruoff, Eric Mayer, Alexander Brause, Sebastian Debes, Johannes Gareis und Matthias Ries. Ein regelmäßiger Meinungs-austausch sowie die Hilfsbereitschaft in Findung besserer Formulierungen einzelner Gedanken und im Korrekturlesen waren in der Fertigstellung meiner Arbeit von enormer Bedeutung.

Ohne die finanzielle Unterstützung wäre die Fertigung dieser Arbeit nicht möglich. Daher bedanke ich mich an dieser Stelle bei meinen Sponsoren, die nicht nur meine dreijährige Promotion an der Universität Würzburg, sondern auch das zweijährige Masterstudium an der Universität Trier finanziell unterstützt haben. Mein herzlicher Dank geht daher an alle Steuerzahlerinnen und Steuerzahler Deutschlands und an den Deutschen Akademischen Austauschdienst. Unter anderem sind namentlich zu erwähnen: Frau Dr. Jana Merzouk, Herr Benedikt Brisch, Frau Manja Hussner, Herr Michael Adlung und insbesondere Frau Dr. Audrone Uziliene.

Eine große Kraft gab mir die enge Unterstützung meiner Familie. Daher gilt meine Dankbarkeit meinen Eltern, die unter nicht einfachen Bedingungen alle Voraussetzungen für meine Ausbildung geschaffen haben, sowie meiner Ehegattin Feruza, die mir in der Zeit meiner Promotion durch ihre Geduld und Unterstützung unbeschreiblich viel an Selbstvertrauen geschenkt hat.

*„...To achieve internal stability the central bank can alter credit conditions but it is the change in the exchange rate rather than the alteration in the interest rate which produces the stabilizing effect...“*

Robert A. Mundell, 1968

*“... the contraction of a country’s manufacturing sector which follows natural resource discoveries is a bad thing. ... all of the industries which move abroad in the short run will remain abroad ... the home country’s market share and relative wage will turn out to have been permanently reduced by its temporary good fortune.”*

Paul Krugmann, 1987

*“Easy money is bad for you. It represents short-run gain that will be paid for in immediate distortions and later regrets.”*

David S. Landes, 1998

*“...a person’s respect for a given bundle of money, and the care that the person takes in disposing of the money, is inversely proportional to the person’s distance from the effort expended to make the money...”*

Thorvaldur Gylfason, 2001

*“Perhaps the most difficult challenge ... is to maintain strong incentives to work, study hard and strive to innovative while so much wealth is pilling up...”*

OECD, 2007

*„With the liberalization of capital controls, exchange rate flexibility is likely to be unavoidable in order to ensure an independent monetary policy”... “Scaling back interventions and permitting ruble appreciation is necessary...”. “...the CBR [Central Bank of Russia] should let the exchange rate move in response to changes in medium-term fundamentals. ...”*

IMF, 2008, 2009

*„Putin says we’re hooligans; Brazil accuses us of “currency wars” ... All those accusations ... are in effect demands that the trilemma be resolved by having America give up having an independent monetary policy ... so that emerging markets aren’t faced with the uncomfortable tradeoff between massive appreciation and imported inflation. But this shouldn’t and won’t happen.“*

Paul Krugmann, 2011

# Inhaltsverzeichnis

<b>Danksagung</b> .....	<b>3</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b> .....	<b>5</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>9</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	<b>12</b>
<b>Abkürzungs- und Begriffsverzeichnis</b> .....	<b>13</b>
<b>Einführung</b> .....	<b>14</b>
<b>Kapitel 1. Wirtschaftsentwicklung in der Russischen Föderation</b> .....	<b>17</b>
<b>1.1. Ausgangssituation und Erfahrungen zum Jahr 2000</b> .....	<b>17</b>
1.1.1. Von der „Perestroika“ bis zum Kollaps (1987-1991).....	17
1.1.2. Chaos zu Beginn (1992-1995).....	18
1.1.4. Mit der Wechselkursbandpolitik in die Krise (1995-1999).....	20
1.1.5. Ausgangssituation im Jahr 2000.....	22
<b>1.2. Wirtschaftsentwicklung im Zeitraum 2000-2009</b> .....	<b>23</b>
<b>1.3. Fazit zum Kapitel 1</b> .....	<b>25</b>
<b>Kapitel 2. Das Bankensystem und die Rolle des Staates</b> .....	<b>26</b>
<b>2.1. Struktur und Entwicklung des Bankensystems</b> .....	<b>26</b>
2.1.1. Bankenstruktur .....	26
2.1.1.1. Sberbank (Sparkassenbank der Russischen Föderation).....	26
2.1.1.3. VneshTorgBank (VTB) .....	28
2.1.1.4. VneschEkonomBank (VEB).....	28
2.1.2. Entwicklung des Bankensystems .....	30
<b>2.2. Unabhängigkeit der Zentralbank</b> .....	<b>32</b>
2.2.1. Institutionelle Unabhängigkeit .....	32
2.2.2. Funktionelle Unabhängigkeit .....	33
2.2.2.1. Zielsetzungsautonomie .....	33
2.2.2.3. Instrumentelle Autonomie .....	35
2.2.4. Personelle Unabhängigkeit .....	38
2.2.4.1. Vorstand der ZBR.....	38
2.2.4.3. Nationaler Bankrat.....	39
<b>2.3. Fazit zum Kapitel 2</b> .....	<b>40</b>
<b>Kapitel 3. Geldpolitik und monetäre Transmission</b> .....	<b>41</b>
<b>3.1. Preisstabilität und Inflationsanalyse</b> .....	<b>41</b>
3.1.1. Preisentwicklung und Inflationsziele.....	41

3.1.3.	Analyse der Inflationsursachen .....	44
<b>3.2.</b>	<b>Steuerung von Geldaggregaten.....</b>	<b>46</b>
3.2.1.	Geldbasis als operative Steuerungsgröße der Geldpolitik.....	46
3.2.1.1.	<i>Zentralbankbilanzanalyse .....</i>	<i>47</i>
3.2.1.2.	<i>Geldpolitische Geschäfte der Notenbank.....</i>	<i>49</i>
3.2.2.	Geldmenge und Geldmengensteuerung.....	54
3.2.2.1.	<i>Monetäre Analyse.....</i>	<i>54</i>
3.2.2.2.	<i>Einlagenstruktur bei den Banken .....</i>	<i>56</i>
3.2.2.3.	<i>Kreditgeschäfte der Banken .....</i>	<i>57</i>
<b>3.3.</b>	<b>Transmission der Geldpolitik .....</b>	<b>59</b>
3.3.1.	Geldmultiplikator und Geldumlaufgeschwindigkeit .....	59
3.3.2.	Transmission über die zinspolitische Kanäle .....	63
3.3.2.1.	<i>Zinspolitik der Notenbank .....</i>	<i>63</i>
3.3.2.2.	<i>Zinsmarge der Kreditinstitute .....</i>	<i>65</i>
3.3.2.3.	<i>Optimales Zinsniveau.....</i>	<i>67</i>
<b>3.4.</b>	<b>Fazit zum Kapitel 3.....</b>	<b>69</b>
<b>Kapitel 4.</b>	<b>Wechselkurspolitische Strategie.....</b>	<b>71</b>
<b>4.1.</b>	<b>Mobilität des Kapitalverkehrs .....</b>	<b>71</b>
4.1.1.	Liberalisierung des Kapitalverkehrs von 2000-2009.....	71
4.1.2.	Kontrolle der Handelsbilanztransaktionen .....	72
4.1.2.1.	<i>Exportkontrolle.....</i>	<i>72</i>
4.1.2.2.	<i>Importkontrolle.....</i>	<i>74</i>
4.1.3.	Kontrolle der Kapitalbilanztransaktionen.....	76
4.1.3.1.	<i>Kapitalverkehrsbeschränkungen bis Juni 2004 .....</i>	<i>76</i>
4.1.3.2.	<i>Kapitalverkehrsbeschränkungen ab Juni 2004 .....</i>	<i>77</i>
4.1.4.	Mindestreserven als Instrument der Kapitalverkehrskontrolle.....	78
<b>4.2.</b>	<b>Außenwirtschaftliche Entwicklungen .....</b>	<b>81</b>
4.2.1.	Dynamik der Leistungsbilanz.....	82
4.2.2.	Kapitalbilanz und Vermögeneinkommensbilanz.....	84
4.2.4.	Zinsdifferenz und Risikoprämie .....	87
<b>4.4.</b>	<b>Entwicklung der wechselkurspolitischen Ziele 2000-2009 .....</b>	<b>89</b>
4.4.1.	Wechselkurspolitische Ziele nach der Krise 1998 bis 2003.....	90
4.4.3.	Wechselkursstrategien 2003-2008 und Übergang zum Währungskorb .....	93
4.4.5.	Wechselkurspolitik während und nach der Finanzkrise 2008.....	99
<b>4.5.</b>	<b>Fazit zum Kapitel 4.....</b>	<b>102</b>

<b>Kapitel 5. Beschreibung der Problematik und Alternativen .....</b>	<b>104</b>
<b>5.1. Rohstoffmanagement, Geld- und Wechselkurspolitik .....</b>	<b>104</b>
5.1.1. Impossible Trinity .....	104
5.1.1.1. Zeitraum I (2000-2006): geringe Kapitalmobilität.....	105
5.1.1.2. Zeitraum II (2006-2009): freie Kapitalmobilität .....	106
5.1.2. Impossible Trinity und Rohstoffpreis.....	109
5.1.2.1. Zeitraum I (2000-2006): geringe Kapitalmobilität.....	109
5.1.2.2. Zeitraum II (2006-2008): freie Kapitalmobilität .....	111
<b>5.2. Alternativszenarien für Wechselkurs- und Zinspolitik in Russland.....</b>	<b>117</b>
5.2.1. Beschreibung des Modells.....	117
5.2.2. Free Floating.....	119
5.2.2.1. Free Floating ohne Rohstoffeffekt.....	119
5.2.2.2. Free Floating mit Rohstoffpreiseffekt .....	120
5.2.3. Managed Floating .....	122
5.2.3.1. Managed Floating ohne Rohstoffeffekt .....	122
5.2.3.2. Managed Floating mit Balassa-Samuelson-Effekt.....	124
5.2.3.3. Managed Floating mit Rohstoffeffekt.....	125
<b>5.3. Fazit zum Kapitel 5 .....</b>	<b>129</b>
<b>Kapitel 6. Ressourcenreichtum: Fluch oder Segen? Theoretische Überlegungen .....</b>	<b>131</b>
<b>6.1. Nutzen und Kosten des Rohstoffreichtums. ....</b>	<b>131</b>
6.1.1. Positive Wirkungen des Rohstoffreichtums .....	131
6.1.2. Negative Folgen des Rohstoffreichtums und deren Ursachen .....	132
6.1.2.1. Holländische Krankheit.....	133
6.1.2.2. Volatilität des Rohstoffreichtums .....	135
6.1.2.3. Politökonomische Erklärungsansätze .....	135
<b>6.2. Ziele, Kriterien und Indikatoren .....</b>	<b>137</b>
6.2.1. Ziele des Rohstoffmanagements.....	137
6.2.2. Instrumente des Staates und der Fiskalpolitik .....	139
6.2.2.1. Rohstofffonds und andere Sparinstrumente .....	139
6.2.2.2. Instrumente des Staates zur Umverteilung der Rohstoffeinnahmen.....	140
6.2.4. Indikatoren zur Fiskaldisziplin und Bewertung des Ressourcen-Effektes .....	142
6.2.6. Möglichkeiten zur Bildung von Fiskalregeln .....	144
<b>6.3. Erfahrungen Norwegens mit dem Rohstoffmanagement.....</b>	<b>146</b>
6.3.1. Erste Erfahrungen mit dem Ölpreisschock 1979-1986.....	146
6.3.3. Gute Immunität gegen die Ölpreisschocks (1990-2008).....	149

6.3.4.	Unterscheidende Faktoren in Norwegen und Russland.....	152
<b>6.4.</b>	<b>Fazit zum Kapitel 6</b> .....	<b>154</b>
<b>Kapitel 7.</b>	<b>Auswirkungen des Rohstoffreichtums auf die Wirtschaft Russlands .....</b>	<b>156</b>
<b>7.1.</b>	<b>Bedeutung der Rohstoffeinnahmen für die Wirtschaft Russlands .....</b>	<b>156</b>
<b>7.2.</b>	<b>Ressourcenfluch in Russland .....</b>	<b>158</b>
7.2.1.	Symptome der Holländischen Krankheit.....	158
7.2.1.1.	<i>Lohnungleichgewichte</i> .....	<i>158</i>
7.2.1.2.	<i>Reale Währungsaufwertung .....</i>	<i>160</i>
7.2.1.3.	<i>Steigende Importpenetration .....</i>	<i>161</i>
7.2.2.	Volatilität der Rohstoffeinnahmen .....	163
<b>7.3.</b>	<b>Haushaltspolitik und Rohstoffmanagement .....</b>	<b>164</b>
7.3.1.	Rohstofffonds und Sparmechanismen.....	164
7.3.1.1.	<i>Stabilisierungsfonds der Russischen Föderation .....</i>	<i>164</i>
7.3.1.2.	<i>Reservefonds und Fonds für nationalen Wohlstand.....</i>	<i>165</i>
7.3.2.	Entwicklung der Haushaltspolitik .....	168
7.3.2.1.	<i>Einnahmodynamik 2000-2009.....</i>	<i>168</i>
7.3.2.2.	<i>Ausgabenpolitik 2000-2009.....</i>	<i>171</i>
7.3.3.	Effektivität des Rohstoffmanagements in Russland.....	173
<b>7.4.</b>	<b>Vorschläge zur Verbesserung der Sparmechanismen .....</b>	<b>177</b>
<b>7.5.</b>	<b>Fazit zum Kapitel 7 .....</b>	<b>180</b>
<b>Zusammenfassung .....</b>		<b>182</b>
<b>Postskriptum: Entwicklung nach 2009 .....</b>		<b>187</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>		<b>189</b>
<b>Rechtsgrundlagenverzeichnis .....</b>		<b>201</b>



## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1. Hyperinflation und Einbruch des Bruttoinlandsproduktes (1992 – 1995) .....	18
Abbildung 2. Wechselkursband und realeffektiver Wechselkurs (1994-1998) .....	20
Abbildung 3. Struktur des Bankensystems zum 01.01.2010.....	27
Abbildung 4. Kernindikatoren des Bankensystems (2001-2009).....	30
Abbildung 5. Inflation, Inflationsziele und Kerninflation, % p.a. (2000-2009).....	42
Abbildung 6. Inflationsursachen, % p.a. (2000-2009) .....	44
Abbildung 7. Geldbasis: Struktur und Entwicklung, p.a. (2002-2009).....	46
Abbildung 8. Zentralbankbilanz, Monatsendstand (2001-2009).....	48
Abbildung 9. Bankenverpflichtungen im Verhältnis zum Girokontostand (2004-2009).....	49
Abbildung 10. Refinanzierungsinstrumente, Tagesendstand in Mrd. RUB (2007-2009).....	50
Abbildung 11. Instrumente im Gesamtüberblick, Tagesendstand, Mrd. RUB (2007-2009)....	51
Abbildung 12. Geldabschöpfungsinstrumente, Tagesendstand, Mrd. Rub. (2000-2009) .....	52
Abbildung 13. M2-Entwicklung und -Ziele, M3-Struktur (2000-2009) .....	54
Abbildung 14. Bankensystembilanz und Bilanz der Kreditinstitute, Mrd. Rub. (2000-2009)...	55
Abbildung 15. Struktur und Entwicklung der Einlagen in den Banken (2000-2009) .....	57
Abbildung 16. Struktur und Entwicklung der Kreditbestände der Banken (2000-2009).....	58
Abbildung 17. Beitrag des Geldmultiplikators zur Geldmengenentwicklung, p.a. (2001-2009) .....	59
Abbildung 18. Nachfrage und Geldumlaufgeschwindigkeit, p.a. (2001-2009) .....	62
Abbildung 19. Notenbank- und Geldmarktzinsen, in % p.a. (2000-2009).....	64
Abbildung 20. Zinsmarge der Banken im Vergleich zur Inflation, p.a. (2000-2009) .....	66
Abbildung 21. Zinsentwicklung im Vergleich zum Taylor-Zins, p.a. (2000-2009) .....	67
Abbildung 22. Gesetzlich festgelegter Anteil der zu verkaufenden Deviseneinnahmen (2000- 2005).....	73
Abbildung 23. Mindestreservesätze, in % p.a. (2000-2009) .....	78
Abbildung 24. Zahlungsbilanz und Währungsreserven, Mrd. USD (1998-2009).....	81
Abbildung 25. Leistungsbilanz, in % zum BIP (1998-2009) .....	82

Abbildung 26. Entwicklung der Kapitalbilanz, in % zum BIP und Mrd. USD (1998-2009)...	85
Abbildung 27. Vermögenseinkommensbilanz, Mrd. USD (1998-2009) .....	86
Abbildung 28. Geldmarktzinssätze und CDS, in % (2003-2009) .....	87
Abbildung 29. USD-Wechselkurs und der REWK (2000-2003) .....	91
Abbildung 30. REWK, USD- und EUR-Wechselkurs (2003-2008).....	94
Abbildung 31. USD-, EUR-Wechselkurse und Währungskorbwert* in 2000-2009.....	95
Abbildung 32. Verlauf des Währungskorbwertes und seine Steuerung (2006-2008).....	96
Abbildung 33. Tagesvolatilitäten der Wechselkurse (2000-2009).....	97
Abbildung 34. Interventionen der ZBR und der Währungskorbwert (2008-2009).....	100
Abbildung 35. Das Impossible-Trinity-Modell .....	104
Abbildung 36. Entwicklung der Inflationsrate und des USD-Wechselkurses in 2000-2010 .	106
Abbildung 37. Zinspolitik der Notenbank und externe Faktoren 2008-2009 .....	107
Abbildung 38. Das ergänzte Impossible Trinity Model .....	111
Abbildung 39. Geldkreislauf im Jahr 2007, schematische Darstellung. ....	114
Abbildung 40. Devisenmarktinterventionen der ZBR, REWK und NEWK (2001-2009).....	115
Abbildung 41. Devisenbilanz beim Free Floating.....	121
Abbildung 42. Devisenbilanz beim Managed Floating .....	126
Abbildung 43. Wechselkurs- vs. Inflationsziel im DD-AA-XX-Modell .....	128
Abbildung 44. Rohstoffmanagement im Norwegen (1978-1990).....	147
Abbildung 45. Rohstoffmanagement in Norwegen (1991-2008).....	150
Abbildung 46. Bruttoinlandsprodukt, nominal und Realwachstumsraten (1996 – 2009).....	157
Abbildung 47. Reallohn, Produktivität und BIP (2000-2009) .....	159
Abbildung 48. Import und Industrieproduktion, reale Wachstumsraten, p.a. (2001-2009) ...	161
Abbildung 49. Ölpreisentwicklung und Außenhandel Russlands (2001-2009).....	163
Abbildung 50. Gesamthaushalt, in % zum BIP (2000 – 2009) .....	168
Abbildung 51. Ausfuhrgebührensätze für Erdöl im Vergleich zum Ölpreis (2002 – 2009) ..	169
Abbildung 52. Haushaltseinnahmen, in % zum BIP (1995 – 2008).....	170
Abbildung 53. Reale Veränderungsrate der Haushaltsausgaben- und einnahmen, des BIP und der Inflationsrate (2000 – 2009) .....	171

Abbildung 54. Renten- und Mindestlohnentwicklung, inflationsbereinigt (1991 – 2009) ....	172
Abbildung 55. Rohstoffexporte und Rohstoffeinnahmen des Staatshaushaltes (2000 – 2009) .....	173
Abbildung 56. Sparmechanismus anhand der geltenden Fiskalregeln .....	177
Abbildung 57. Sparmechanismus nach der verbesserten Fiskalregeln.....	178
Abbildung 58. Tatsächliche und simulierte Wechselkurse der Korbwährung .....	188

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1. Ausgewählte Makroökonomische Zahlen im Überblick (2000 – 2009) .....	23
Tabelle 2. VEB, VTB und Sberbank im Jahr 2009 im Vergleich .....	29
Tabelle 3. Konzentration des Bankensystems in 2000 und 2009 .....	31
Tabelle 4. Geldpolitische Ziele der ZBR und ihre Einhaltung in 2000-2009, in % .....	34
Tabelle 5. Geldpolitische Instrumente der ZBR .....	36
Tabelle 6. Einsatz der geldpolitischen Instrumente im Vergleich .....	53
Tabelle 7. Bargeldhaltung im internationalen Vergleich (Jahr 2009) .....	60
Tabelle 8. Kapitalverkehrskontrollmechanismen im Überblick .....	79
Tabelle 9. Ausgewählte Zahlen im Überblick (2000 – 2006) .....	109
Tabelle 10. Holländische Krankheit und Balassa-Samuelson-Effekt im Überblick .....	134
Tabelle 11. Lohnentwicklung in den einzelnen Branchen, 2000-2009 .....	160
Tabelle 12. Importdynamik in den Jahren 2000-2009, in Mrd. USD .....	162
Tabelle 13. Erlöse und Ausgaben des Energiekonzerns Gazprom in % zum BIP .....	174
Tabelle 14. Gesamthaushalt der Russischen Föderation, in % zum BIP .....	175
Tabelle 15. Ausgewählte Zahlen im Überblick (2009 – 2013) .....	187

## Abkürzungs- und Begriffsverzeichnis

bereinigte Handelsbilanz	Die um die Erdöl- und Erdgaseinnahmen bereinigte Handelsbilanz von Gütern und Dienstleistungen
bereinigte Haushaltsbilanz	Die um die Erdöl- und Erdgaseinnahmen bereinigte Bilanz des Staatshaushaltes
BEP	Break-Even-Preis
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BS-Effekt	Balassa-Samuelson-Effekt
CDR	Credit Default Swaps
EONIA	Euro Overnight Index Average
ERPT-Effekt	Exchange Rate Pass Through Effekt
EUR-Wechselkurs	der nominale Wechselkurs Rubel vis-a-vis Euro
FW	Fremdwährung
GGWK	Gleichgewichtswchselkurs
Haupttrichtlinien	Die jährlichen Haupttrichtlinien der einheitlichen staatlichen Geldpolitik der Russischen Föderation
Inflationsrate	Definiert als die Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex
KKP	Kaufkraftparität
l.A.	Linke Achse
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MIACR	Moscow Interbank Actual Credit Rate
NEWK	Nominaleffektiver Wechselkurs
NT-Sektor	Non-tradable (nicht handelbarer) Sektor
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
Ölpreise	Preise für Erdöl auf dem Weltmarkt, Marke Brent UK
r.A.	Rechte Achse
SWF	Sovereign Wealth Fund
REWK	Realeffektiver Wechselkurs
R-Sektor	Rohstoffsektor
T-Sektor	Tradable (handelbarer) Sektor
USD-Wechselkurs	der nominale Wechselkurs Rubel vis-a-vis US Dollar
ZBR	Zentralbank der Russischen Föderation

## Einführung

Der Internationale Währungsfonds empfahl nach dem jährlichen regulären Besuch im Jahr 2009 den Entscheidungsträgern in Russland, die Deviseninterventionen der Notenbank zurückzufahren und die Währung Rubel aufwerten zu lassen (IWF, 2009). Diese Empfehlung war in den Besuchsberichten des IWF der vergangenen Jahre ebenfalls zu finden, welcher die Verantwortlichen jedoch nicht gefolgt sind. Die russische Zentralbank konzentrierte sich auf die Wechselkurssteuerung und war dadurch in der Ausübung der Geldpolitik eingeschränkt. Dies war ein klassischer Fall des sog. „Unmöglichen Dreiecks“ (oder „Impossible Trinity“), welches sich in einem Zielkonflikt zwischen Inflation und Wechselkursaufwertung äußert. Infolge dieser Politik konnte die Inflationsrate im einstelligen Bereich nicht stabilisiert werden.

Zehn Jahre nach der Finanz- und Wechselkurskrise 1998 (fast auf den Monat genau) erlebte das Land trotz der Wechselkurssteuerung der Zentralbank erneut eine starke Wechselkurskrise. Die folgende Analyse wird zeigen, weshalb diese Wechselkurssteuerung kein Erfolg im Sinne einer verbesserten Wettbewerbsfähigkeit der Industrie sowie einer geringeren Rohstoffabhängigkeit der Volkswirtschaft war. Dabei wird weiterhin dargelegt, dass Russland nach Auffassung des Verfassers sowohl vom sog. „Ressourcenfluch“ als auch von der „Holländischen Krankheit“ betroffen war.

Die Problematik des Unmöglichen Dreiecks unterscheidet sich im Falle Russlands deutlich von den anderen Volkswirtschaften. Der Unterscheid zeigt sich in den schwankenden Rohstoffeinnahmen, welche die Folge der volatilen Entwicklung der Rohstoffpreise ist. Daraus ergibt sich der Zielkonflikt zwischen Inflation und Holländischer Krankheit.

Der Verfasser beschäftigt sich anhand einer empirischen Analyse der Wirtschaftsentwicklung Russlands im Zeitraum von 2000 bis 2009 mit der Geld- und Wechselkurspolitik in den rohstoffreichen Ländern. Das Hauptziel der Arbeit ist die Erarbeitung einer langfristigen Strategie, die von der Zentralbank Russlands hätte verfolgt werden müssen. Darüber hinaus ist der Autor der Überzeugung, dass der Lösungsansatz auch für die anderen rohstoffreichen Länder mit ähnlichen Wirtschaftsstrukturen (z.B. Brasilien) geeignet ist.

In Kapitel 1 soll die Ausgangslage Ende 1999 dargestellt werden. Unter anderem soll die Wirtschaftsentwicklung nach dem Anfang der marktwirtschaftlichen Reformen Ende der 80er Jahre bis hin zur Krise 1998 kurz beschrieben werden. Die Berücksichtigung der Ausgangslage dient zum Verständnis der Herausforderungen, denen die Zentralbank gegenüberstand. Die Herausforderungen, welche sich in einer hohen Inflationsrate äußerten, erschwerten die Problemlösung. Darüber hinaus wird eine kurze Darstellung der Wirtschaftsentwicklung Russlands im Betrachtungszeitraum von 2000 bis 2009 in den wesentlichen Zahlen zusammengefasst angeboten. Die Analyse der einzelnen Wirtschaftsbereiche erfolgt in den weiteren Kapiteln der Arbeit.

Im zweiten Kapitel beschreibt der Verfasser in Kürze die Struktur des Bankensystems und die Rolle der staatseigenen Finanzinstitutionen im Geldkreislauf. Außerdem wird die Entwicklung des Bankensystems anhand ausgewählter deskriptiver Indikatoren präsentiert. Anschließend werden die de-jure und de-facto Unabhängigkeit der Zentralbank analysiert sowie die gesetzlich vorgeschriebenen Ziele der Notenbank erläutert.

Das Kapitel 3 beschäftigt sich ausführlich mit der Geldpolitik und der geldpolitischen Transmission. Die Entwicklung der Konsumentenpreise in den Jahren 2000-2009, die Erreichung der Inflationsziele der Notenbank sowie die Ursachen der hohen Inflation sollen analysiert werden. Ferner wird die Steuerung der Geldbasis und der Geldmenge detailliert beschrieben, da die Geldpolitik auf diese zwei Aggregate abgestellt war. Die Ursachen der Nichteinhaltung der angekündigten monetären Ziele der Notenbank werden anhand der Analyse der Zentralbank- und Geschäftsbankenbilanzen näher erläutert. Die Entwicklung des Geldmultiplikators und der Geldumlaufgeschwindigkeit soll weitere Erkenntnisse zur Rolle des Finanzsystems liefern. Die Analyse der Zinspolitik der Zentralbank und des zinspolitischen Einflusskanals sollen verdeutlichen, inwieweit das Zinsniveau von seinem optimalen Stand verlief und deswegen fast wirkungslos war.

Im vierten Kapitel steht die Analyse der wechselkurspolitischen Strategien im Vordergrund. Da die Ziele und Gründe der Wechselkursstrategie von den Verantwortlichen direkt nicht bekannt gegeben worden sind, soll in diesem Kapitel versucht werden, die Gründe der wechselkurspolitischen Entscheidungen zu verstehen. Im ersten Schritt wird die Mobilität des Kapitalverkehrs analysiert, da die Mechanismen der Kapitalmarktkontrolle als ein wechselkurspolitisches Instrument aktiv benutzt werden. Diese Mechanismen wurden im Laufe der zehn Jahre wesentlichen Veränderungen unterworfen. Im zweiten Schritt ist die Entwicklung der außenwirtschaftlichen Bedingungen für das Verständnis der Wechselkurspolitik von großer Bedeutung. Anhand der Zahlungsbilanzanalyse werden daher die Entwicklungen im Bereich des Handels und des Kapitalverkehrs beschrieben. Die Entwicklung der Rohstoffeinnahmen und der Rohstoffpreise spielen hier eine besondere Rolle. Zum Verständnis der Kapitalmarktflüsse wird die Entwicklung der Zinssätze im Inland und Ausland dargelegt. Anschließend werden der Wandel der wechselkurspolitischen Ziele und Herausforderungen in einem zehnjährigen Zeitraum beschrieben sowie Ergebnisse dieser Strategie analysiert.

In Kapitel 5 wird die geld- und wechselkurspolitische Problematik einer Notenbank in einem rohstoffreichen Land zusammenfassend erläutert. Die Handlungen und Herausforderungen der russischen Zentralbank werden zunächst anhand des bekannten Modells des „Unmöglichen Dreiecks“ beschrieben. Anschließend wird das Modell um den Rohstofffaktor erweitert. Daraus resultiert eine Dreieckspyramide, die dazu dient, die engen Zusammenhänge zwischen dem Rohstoffmanagement und der Notenbankpolitik zu erläutern. Es soll deutlich gemacht werden, wie sich die Notenbank in der Ausübung der geld- und wechselkurspolitischen Handlungen eingeschränkt fühlte.

Im Anschluss daran analysiert der Verfasser die Handlungsalternativen der Notenbank. Die vom IWF empfohlene Strategie des Free Floatings wird modelschematisch untersucht. Es wird erklärt, warum Free Floating für die rohstoffreichen Volkswirtschaften mit hohen Inflationsraten keine Alternative ist. Deshalb wird die einzige Lösungsmöglichkeit – nach der Überzeugung des Verfassers – das Managed-Floating-Konzept ausführlich erläutert. Die Voraussetzungen für den Erfolg dieses Modells, insbesondere hinsichtlich des Rohstoffmanagements, werden dargestellt.

In den Kapiteln 6 und 7 wird der Frage nach dem Rohstoffmanagement nachgegangen. Es handelt sich unter anderem um die positiven und negativen Auswirkungen eines Rohstoffreichtums. Die in der Literatur empirisch nachgewiesenen und diskutierten Nutzen und Kosten des Ressourcenreichtums werden zusammengefasst. Die Analyse der Erfahrungen Norwegens im Umgang mit dieser Problematik liefert wertvolle Erkenntnisse zur Frage eines Erfolgsrezeptes. Die Ziele des Rohstoffmanagements, die Instrumente des Staates, die Indikatoren zur Fiskaldisziplin eines rohstoffreichen Landes und die Möglichkeiten zur Bildung von Fiskalregeln werden beschrieben. Anschließend wird auf Grundlage dieser Erkenntnisse der Fall Russlands untersucht. Die besondere Bedeutung des Öl- und Gassektors für die Wirtschaft Russlands wird näher erläutert. Die Symptome des Ressourcenfluches und der Holländischen Krankheit werden untersucht. Anschließend wird die Effektivität der bestehenden Fiskalregeln und der Sparmechanismen analysiert. Auf dieser Basis werden Verbesserungsvorschläge erarbeitet, die nicht nur deutlich bessere Anreize für die haushaltspolitischen Träger zum sparsamen Umgang mit Windfall-Profiten präsentieren, sondern vor allem die Problematik der Notenbank mit der „Pyramide“ lösen sollen.

Als Hauptgrundlage für die empirische Analyse dienten die statistischen Angaben der Zentralbank, des Finanzministeriums, des Statistikamtes und des Zollamtes der Russischen Föderation, welche online auf den jeweiligen Internetseiten (respektive [cbr.ru](http://cbr.ru); [minfin.ru](http://minfin.ru); [gks.ru](http://gks.ru) und [customs.ru](http://customs.ru)) frei verfügbar oder in den online veröffentlichten statistischen Heften zu finden waren. Auf den einzelnen Verweis der verwendeten Daten wurde verzichtet.

Der Verfasser machte von der amerikanischen Zitierweise (nach Harvard-System) Gebrauch. Die russischsprachigen Quellen wurden vom Verfasser eigenständig ins Deutsch sinngemäß übersetzt. Die Bezeichnungen in russischer Sprache wurden nach ISO9b transferiert sowie in Originalsprache angegeben.

Von der russischsprachigen Online-Rechtsdatenbank [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru) wurden die Rechtsgrundlagen abgerufen. Um den Verweis auf die russischsprachigen Rechtsgrundlagen zu vereinfachen, hat der Verfasser eigene deutschsprachige Abkürzungen für diese Rechtsordnungen eingeführt. Diese Abkürzungen dienen daher ausschließlich für die Zwecke folgender Arbeit. Aus dem Grund der Übersichtlichkeit und des besseren Leseflusses verwies der Verfasser auf diese Abkürzungen jedoch in den Fußnoten und nicht direkt im Text, wie es nach der amerikanischen Zitierweise vorgesehen ist.



## **Kapitel 1. Wirtschaftsentwicklung in der Russischen Föderation**

In Kapitel 1 wird die Wirtschaftsentwicklung Russlands im Zeitraum von 2000 bis 2009 im Wesentlichen beschrieben. Eine ausführliche Analyse der einzelnen Bereiche erfolgt in den darauf folgenden Kapiteln der Arbeit. Die Ausgangslage Ende 1999 war sehr komplex und soll deshalb in der weiteren Analyse berücksichtigt werden. Die Erfahrungen nach dem Beginn der marktwirtschaftlichen Reformen Ende der 80er bis hin zur Krise 1998 werden kurz beschrieben. Anschließend wird die Wirtschaftsentwicklung im Jahrzehnt des neuen Millenniums dargestellt.

### **1.1. Ausgangssituation und Erfahrungen zum Jahr 2000**

Die Erfahrungen mit dem System der Marktwirtschaft bis zum Jahr 2000 waren für die Regierung und die Notenbank Russlands neu und nicht immer positiv. Diese Zeit wird in vier Phasen beschrieben. Zunächst werden die ersten Erfahrungen von den sog. „Perestroika“ (Umbau)- Reformen bis zum Zusammenbruch der UdSSR dargestellt. Der Zeitraum zwischen 1992 bis 1995 lässt sich als die Zeit im großen Chaos bezeichnen. Seit Anfang 1995 bis zur Krise 1998 sammelte die Notenbank erste Erfahrungen mit dem festen Wechselkurssystem. In der anschließenden Zeit bis Anfang 2000 konzentrierten sich die Entscheidungsträger auf die Schadensbegrenzung und die Stabilisierung der Wirtschaftslage.

#### **1.1.1. Von der „Perestroika“ bis zum Kollaps (1987-1991)**

Bis zum Anfang der Reformen 1987 war der gesamte Geldkreislauf zentral geplant. Die drei Staatsbanken Gosbank (Zentralbank), Sberbank (Sparkassen) und Vneschekonombank (Außenhandelsbank) teilten sich den Markt. Die Aufgaben einer Zentralbank erfüllte die Gosbank. Eine Charakteristik des Devisenmarktes war die Nicht-Konvertierbarkeit der Währung, d.h. der Kauf von Devisen war generell verboten.

Die Reform des Bankensystems gehörte zu den ersten Reformschritten. In diesem Zuge wurde die Öffnung von privaten Genossenschaftsbanken erlaubt. Die Gosbank übernahm die Aufgaben einer Zentralbank und der Bankenaufsicht. Bereits zum Ende 1990 wurden etwa 400 private Genossenschaftsbanken angemeldet (Balino, 1997). Nach den weiteren Dezentralisierungsreformen war die Kontrolle des Kreditwachstums mit bisherigen administrativen Methoden nicht mehr möglich. Das Geldangebot wuchs rasant an, was sich auf die unregulierten Preise sehr stark ausgewirkt hat. Die Mindestreserven waren das einzige marktwirtschaftliche Instrument zur Beschränkung der Kreditexpansion, welches jedoch nicht effizient genutzt wurde. Obwohl die Mindestreservesätze bis auf 20% angehoben werden durften, lag der effektive Reservesatz 1991 wegen der zahlreichen Ausnahmen lediglich bei 1,5% (Balino, 1997). Der Devisenmarkt wurde ebenfalls liberalisiert. Der bisherige Monopolstatuts der Außenhandelsbank („Vneschekonombank“) für die Haltung von Devisenreserven und die Durchführung von Devisengeschäften wurde aufgehoben. Darauf folgend begann 1991 der Devisenhandel unter den Banken. Dadurch wurde der Wechselkurs auf dem Devisenmarkt bestimmt.

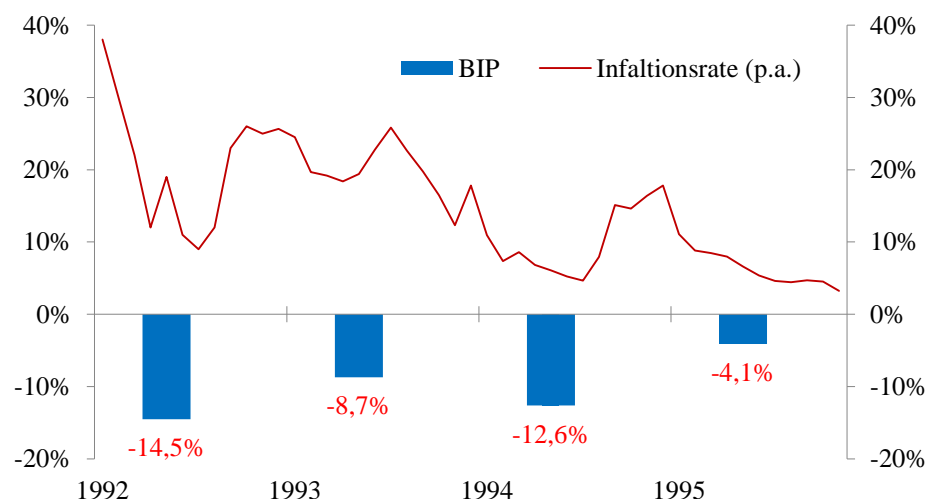
Aufgrund der zunehmenden Autonomie der sowjetischen Republiken und des damit verbundenen Verlusts der Kontrolle über die Finanzströme wurde bereits im Juli 1990 die Zentralbank der Russischen Föderation (im Folgenden ZBR) eingerichtet. Die ZBR übernahm Ende 1991 (zum Zusammenbruch der Sowjetunion) das Monopol zur Emission des Rubels auf dem Gebiet der ehemaligen UdSSR. Die anderen 14 neuen, unabhängigen Staaten waren dazu gezwungen, möglichst schnell ihre eigenen Währungen einzuführen. Die Dauer des Prozesses war aufgrund des mangelnden Know-How unterschiedlich lange.

### 1.1.2. Chaos zu Beginn (1992-1995)

Die Regierung des „neuen“ Russlands hat im Gegensatz zu den anderen Neustaaten den Weg ausgewählt, möglichst rasch mittels einer sog. „Schocktherapie“ vom planwirtschaftlichen zum marktwirtschaftlichen System zu wechseln. Die Notenbank zusammen mit der Regierung war mit zwei Problemen konfrontiert. Einerseits herrschte eine Hyperinflation im Land, andererseits war die Produktion ziemlich stark eingebrochen (Abbildung 1).

Die Verschuldung der Unternehmen stieg zu Beginn der 90er Jahre weiter stark an. Deswegen wurde der Zugang für die Unternehmen zum Kapitalmarkt erschwert. Das Bankensystem befand sich noch in der Entstehungsphase und konnte den Liquiditätskreislauf nicht sichern. Zudem musste die ZBR die neuen Notenbanken der ehemaligen Sowjetrepubliken mit Geld versorgen, solange bis diese ihre eigene Währungen einführten. Da jede neue Regierung und die Notenbank ihre eigene Kreditpolitik führen wollte, geriet das Geldangebot der russischen Zentralbank außer Kontrolle. Ein zuzusätzliches Problem bei der Regulierung des Geldkreislaufs stellte die zunehmende Dollarisierung dar. Der amerikanische Dollar übernahm zunehmend die Funktion der Leitwährung.

Abbildung 1. Hyperinflation und Einbruch des Bruttoinlandsproduktes (1992 – 1995)



Quellen: eigene Darstellung, ZBR, Bundesstatistikamt Russland

Die ZBR reagierte auf die Inflation mit einer Erhöhung des Mindestreservesatzes auf bis zu 20% und des Spitzenrefinanzierungssatzes auf 80% im Jahr 1992 und auf 210% im Jahr 1993. Dies hatte in den ersten Monaten einen limitierten Effekt, da die ZBR dazu verpflichtet war, die Kredite an die systemrelevanten staatlichen Unternehmen und an den Staat zu vergeben. Weiterhin stieg die Verschuldung des Staates stark an, da dieser bei sinkenden Steuereinnahmen eine expansive Fiskalpolitik verfolgen musste, um die schwächelnde Wirtschaft anzukurbeln. Aufgrund der politischen Instabilität (Unruhen im Jahr 1993) konnten die wichtigsten Entscheidungen zu den Wirtschaftsreformen nicht getroffen werden.

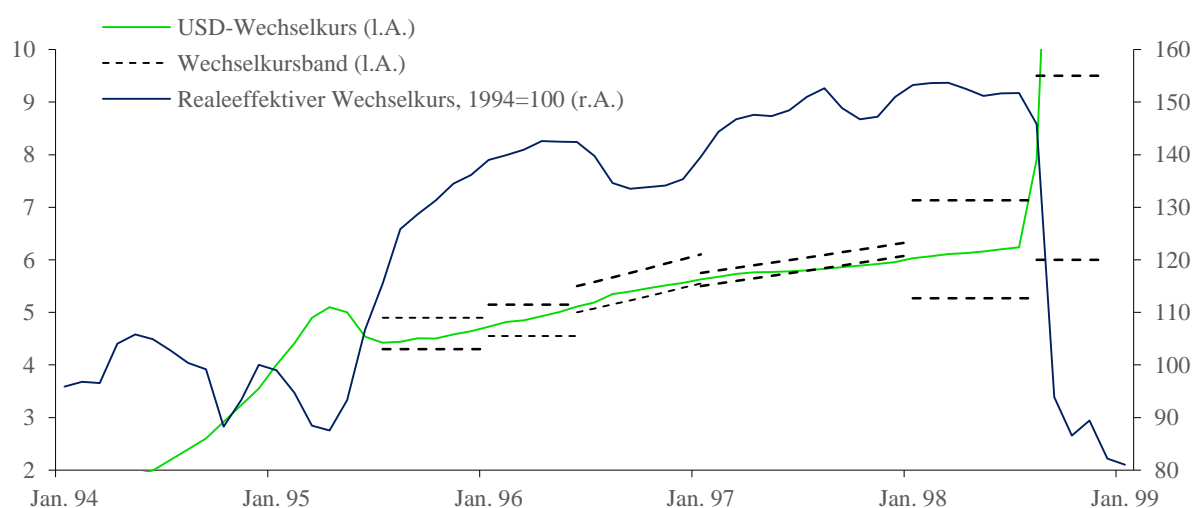
In den Jahren nach 1994 begann die Notenbank geldpolitische Instrumente zu entwickeln. Die Abschaffung der staatlich subventionierten Kredite sowie die andauernde Hochzinspolitik hat die Banken (deren Zahl Ende 1994 schon etwa 2500 erreichte) gezwungen, untereinander zu handeln. Mit der Entwicklung des Geldmarktes wurden die Refinanzierungsgeschäfte in Form von Auktionen und Lombardfazilitäten in die Praxis eingeführt. Der Mindestzinssatz auf diese Geschäfte war sehr hoch (130% bis 210%). Als Ergebnis dieser Hochzinspolitik konnte die Inflationsrate von einem über zwanzigprozentigen Niveau im Jahr 1992/93 auf etwa 7% im Jahr 1995 gesenkt werden.

#### 1.1.4. Mit der Wechselkursbandpolitik in die Krise (1995-1999)

Zu Beginn des Jahres 1995 lassen sich die Interventionen der Notenbank in eine Strategie der festen Wechselkurssteuerung einordnen<sup>1</sup>. Durch die Devisenmarktinterventionen versuchte die Notenbank den nominalen Wechselkurs des Rubels vis-a-vis US-Dollar (im Folgenden USD-Wechselkurs) innerhalb eines bestimmten Bandes zu halten. Die Breite und die Steigung des Bandes wurden in jedem Jahr unterschiedlich definiert (Abbildung 2). Ab Juli 1995 wurde das Wechselkursband in einem horizontalen Band von  $\pm 7\%$  festgelegt. Im Anschluss (ab Juli 1996) wurden die abwertenden, aber engeren Bänder festgesetzt, die nicht immer gehalten werden konnten. Ab 1998 entschied sich die Notenbank für ein horizontales, aber sehr breites Wechselkursband von  $\pm 15\%$ . Die Abwertungsraten des gesteuerten Wechselkurses lagen weit niedriger als die Inflationsrate, weswegen der reale Wert des Rubels stark aufwertete. In den Jahren 1995-97 stieg der reale effektive Wechselkurs (im Folgenden REWK) um 60% an.

Infolge dieser wechselkursorientierten Strategie konnte die Finanzstabilität temporär gesichert werden. Außerdem wurde mit der Verabschiedung des neuen Zentralbankgesetzes die direkte Finanzierung des Haushaltsdefizits durch die Notenbank verboten. Die Geldmengenexpansion wurde verringert. Daraufhin ging die Inflationsrate auf ein rekordtiefes Niveau von 6% p.a. (Juli 1998) zurück. Der seit Beginn des Jahres 1997 anhaltende Trend steigender Preise für Erdöl und Gas (im Folgenden Ölpreise) sorgte für die zunehmenden Exporteinnahmen und für Optimismus bei den Investoren. Infolge dessen war bis 1997 eine Tendenz zunehmender Kapitalströme in die Entwicklungsländer zu beobachten. Die Wertpapier- und Geldmärkte entwickelten sich in Russland rasch. Die Banken verbesserten ihre Kreditwürdigkeit durch den Kauf von risikoarmen Staatsanleihen. Weiterhin emittierten sie ihre eigenen Wertpapiere und verschafften sich dadurch den Zugang zum Kapitalmarkt.

Abbildung 2. Wechselkursband und realeffektiver Wechselkurs (1994-1998)



Quellen: eigene Darstellung, ZBR, IMF

<sup>1</sup> Der Anlass für den Regimewechsel war der sog. „schwarze Dienstag“ am 11. Oktober 1994, an dem der Rubel um 20% abgewertet hat und eine Panik auf dem Finanzmarkt ausgelöst hat. Der Präsident hat eine spezielle Untersuchung angeordnet, infolge deren der damalige Notenbankchef und Finanzminister aus dem Amt entlassen wurden.

Dennoch waren die Probleme des steigenden Staatsdefizits stets vorhanden. Nicht zuletzt wegen der zugenommenen Militärausgaben konnte das Budgetdefizit (das über die Fremdverschuldung und Emission von kurzfristigen Staatsanleihen finanziert wurde) nicht reduziert werden. Mit Blick auf die geringen Abwertungsraten des Rubels waren die Renditen der Staatsanleihen für die ausländischen Anleger sehr attraktiv. Auch die inländischen Banken bevorzugten die risikoarmen Staatsanleihen gegenüber den Kreditgeschäften. Deswegen nahm auf der Passivseite der Banken die kurzfristige Fremdverschuldung häufig zu. Das Wechselkursrisiko wurde aufgrund der von der Notenbank ausgegebenen Bandverpflichtung als ganz gering bewertet.

Infolge der südasiatischen Krise in 1997 ist die Unsicherheit auf dem globalen Kapitalmarkt gewachsen und daraus folgend der Druck auf den Rubel gestiegen. In der zweiten Hälfte 1997 stürzte zunächst der Wertpapiermarkt ab. Eine Flucht aus Rubelaktiva wurde ausgelöst. Als Folge verschlechtern sich die Bilanzen der Banken, die ohne Rücksicht auf Eigenkapitalkriterien und unter mangelnder Aufsicht der Notenbank hohe Verschuldungen eingegangen sind. Die ausländischen Investoren sowie die inländischen Geldanleger, deren Optimismus immer weiter schwand, versuchten die Risiken durch den Kauf von Devisen zu minimieren.

Der Staatshaushalt war auf die Finanzierung über Staatsanleihen stark angewiesen. Selbst für den Schuldendienst hatte das Finanzministerium keine ausreichenden Mittel. Die Neuverschuldung reichte für den laufenden Schuldendienst nicht aus. Daher stiegen die Zinsen für die Staatsanleihen ständig an. Ende Juni 1998 betrug das Volumen der Staatsanleihen im Umlauf etwa 13% des BIPs. Über 45% davon verfügten die Inlandsbanken, 30% die Nichtresidenten und 21% die Notenbank (IWF, 1999).

Gleichzeitig verschlechterte sich die Weltkonjunktur für die Exportgüter Russlands. Der Ölpreis ging von etwa 23 USD/Barrel Ende 1996 auf fast 10 USD/Barrel 1998 (auf den tiefsten Stand seit vierzehn Jahren) zurück. Zu diesem Zeitpunkt betrug das Defizit der um die Rohstoffe<sup>2</sup> bereinigten Handelsbilanz von Gütern und Dienstleistungen (im Folgenden bereinigte Handelsbilanz), etwa 6% zum BIP. Diese Lücke konnte durch die Rohstoffeinnahmen nicht mehr gedeckt werden. Die Währungsreserven der ZBR schwanden als Folge des gesunkenen Ölpreises.

Im August 1998 war die Krise unvermeidbar. Der Staat konnte seine Verschuldung nicht mehr bedienen. Die Währungsreserven waren fast ausgeschöpft. Die Handels- und Zahlungsbilanz waren zunehmend negativ. Der Abwertungsdruck auf den stark überbewerteten Rubel war nicht mehr auszuhalten. Am 17. August hat die Regierung den Staatsbankrott sowie einen Standstill (bis Ende des Jahres) auf die Tilgung der Außenschulden erklärt und später die Wechselkursbandpolitik aufgegeben. Die Folgen der Krise waren katastrophal. Allein im September 1998 wertete der USD-Wechselkurs um 100% ab. Die Konsumpreise sind um fast 40% gestiegen. Die Inflationsrate, die noch vor zwei Monaten etwa 6% p.a. betrug, erreichte nun 52% p.a. und stieg weiter (auf 126% p.a. im Juli 1999) an. Die Bankenbilanzen haben sich daraufhin stark verschlechtert. Daraus folgte eine

---

<sup>2</sup> Unter Rohstoffen wird hier und im Folgenden nur Erdöl- und Erdgas verstanden.

Panik. Das Finanzsystem war für mehr als einen Monat paralytisch. Das BIP ist im letzten Quartal 1998 im Jahresvergleich um 9,1% eingebrochen.

#### 1.1.5. Ausgangssituation im Jahr 2000

Die wirtschaftliche Situation im Jahr 2000 kann binnen- und außenwirtschaftlich nicht als Gleichgewicht interpretiert werden. Nichtsdestotrotz wurde dieser Zeitpunkt aus folgenden Gründen als Ausgangspunkt für die vorliegende Analyse gewählt.

Zum einen war die Entwicklung des Wechselkurses relativ gering von den Faktoren beeinflusst, die in der folgenden Arbeit von besonderer Bedeutung sind. Erstens hatte die ZBR kaum Devisenmarktinterventionen durchgeführt. Zweitens waren die Ölpreise auf dem niedrigsten Stand seit 1986. Drittens war der Einfluss des Kapitalmarktes aufgrund sehr starker Kapitalverkehrsbeschränkungen vernachlässigbar gering.

Weiterhin wird vom Verfasser angenommen, dass der Wechselkurs Anfang 2000 nah zum kaufkraftparitätischen Gleichgewicht stand. Dafür spricht unter anderem die im Jahr 1999 ausgeglichene bereinigte Handelsbilanz.

Zudem ist das Jahr 2000 durch eine politische Wende (Beginn der „Ära Putin“) gekennzeichnet. Allerdings war die Arbeit der neuen Regierung durch die Folgen und Erfahrungen der vorangegangenen Jahre stark beeinflusst. Im Wesentlichen waren dies:

- Die Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik und der Notenbank sowie das Vertrauen in das Finanzsystem wurden stark und für eine lange Zeit beschädigt.
- Die schlechten Erfahrungen mit den Staatsanleihen haben sich auf dieses (für die Entwicklung des Geldmarktes wichtige) Marktsegment besonders negativ ausgewirkt.
- Eine hohe Dollarisierung beeinflusste die geldpolitische Transmission.
- Die hohe konjunkturelle Abhängigkeit von der Entwicklung des Ölpreises hat die Notwendigkeit einer rohstoffunabhängigen Politik offenbart.
- Die ZBR, die mit der Wechselkursbandpolitik schlechte Erfahrungen gemacht hat, war danach bei der Beschreibung und Ankündigung der Wechselkurspolitik äußerst zurückhaltend.

Trotz dieser Erfahrungen haben die Entscheidungsträger nicht aus den Fehlern gelernt, weshalb es innerhalb der nächsten zehn Jahre zu einer ähnlichen Krise kam. Vor allem durch die ZBR wurden mehrere ähnliche Fehler zugelassen.

## 1.2. Wirtschaftsentwicklung im Zeitraum 2000-2009

Die wirtschaftliche Entwicklung im betrachteten Jahrzehnt könnte auf den ersten Blick als erfolgreich bezeichnet werden. Das Bruttoinlandsprodukt nahm in den Jahren bis 2009 mit hohen Wachstumsraten zu. 2008 betrug das BIP umgerechnet etwa 1.661 Mrd. USD. Pro Kopf gerechnet ist das BIP von 1.775 USD auf 11.631 USD gestiegen. Die Arbeitslosenquote ist von 10,6% auf 6,3% gesunken (Tabelle 1).

Der wachstumstreibende Sektor war die Rohstoffindustrie. Der Anteil der Rohstoffexporte im BIP verlief etwa bei 17-20%. Insgesamt nahm Russland in zehn Jahren aus dem Rohstoffexport ca. 1,4 Billionen USD ein. Durch die Rohstoffeinnahmen wurde ein deutlich positiver Leistungsbilanzsaldo erzielt. Gleichzeitig ist der Leistungsbilanzüberschuss im Verhältnis zum BIP zurückgegangen. Dies erklärt sich durch die überproportional gestiegenen Importvolumina.

Von den Überschüssen aus dem Außenhandel konnte die Notenbank die fast ausgeschöpften Währungsreserven wesentlich aufbauen. Hatte die russische Notenbank im Jahr 2000 nur noch 18 Mrd. USD auf ihrem Konto, erreichten die Währungsreserven Mitte 2008 knapp 600 Mrd. USD.

Tabelle 1. Ausgewählte Makroökonomische Zahlen im Überblick (2000 – 2009)

	2000	2004	2006	2007	2008	2009
BIP, nominal, Mrd. USD	260	591	990	1.300	1.661	1.223
<i>Realwachstum p.a.</i>	10,0%	7,2%	8,2%	8,5%	5,2%	-7,8%
Rohstoffexporte, in % zum BIP	20,3%	17,0%	19,3%	16,8%	18,7%	15,6%
Leistungsbilanzsaldo, in % zum BIP	18,0%	10,1%	9,3%	5,5%	6,3%	4,1%
Währungsreserven der Notenbank, Mrd. USD	18	122	304	479	427	430
Haushaltsbilanzsaldo, in % zum BIP	2,7%	4,9%	8,3%	6,8%	4,3%	-5,4%
Staatsschuldenquote, in % zum BIP	59,9%	22,3%	9,0%	8,5%	7,9%	11,0%
Inflationsrate	20,2%	11,7%	9,0%	11,9%	13,3%	8,8%
Wechselkurs, RUB/USD	28,13	28,82	27,19	25,58	24,86	31,77
Arbeitslosenquote	10,6%	8,2%	7,2%	6,1%	6,3%	8,4%
Bevölkerung: ca. 145 Mio.						

Quellen: IMF (Data and Statistics), Eigene Rechnungen

Die öffentlichen Finanzen haben von der positiven Entwicklung ebenfalls profitiert. Jährlich konnten beträchtliche Überschüsse erzielt werden. Obwohl das Finanzministerium auf der Ausgabenseite keine Anstrengungen unternahm. Die Staatsverschuldung konnte bemerkenswert schnell abgebaut werden. Das Land, das im Jahr 1998 eine Zahlungsunfähigkeit erklären musste, wies schon zehn Jahre später eine Staatsverschuldungsquote von lediglich 8% zum BIP auf. Allein aus rohstoffbezogenen Sonderabgaben kassierte der Staat in zehn Jahren ca. 812 Mrd. USD. Im Verhältnis zu den Gesamteinnahmen aus dem Rohstoffexport macht dies ca. 60% aus. Von diesem Betrag standen Ende 2009 ungefähr 210 Mrd. USD oder ca. ein Viertel auf diversen Sparkonten des Staates.

Was die Preisstabilität angeht, waren die Erfolge nicht besonders groß. Zwar konnte die Inflationsrate vom überzwanzigprozentigen Bereich auf ein einstelliges Niveau im Jahr 2006 gesenkt werden. Jedoch lag die Konsumentenpreissteigerung meistens im zweistelligen Bereich. Die Ursachen werden in der vorliegenden Arbeit ausführlich untersucht.

Interessant ist die Aufwertung der russischen Währung gegenüber dem USD. Im Vergleich zum Jahr 2000 wertete der USD-Wechselkurs bis Ende 2009 nominal um 12% auf. Im gleichen Zeitraum ist das Preisniveau in Russland um den Faktor 2,8 gestiegen.

Trotz der guten wirtschaftlichen Kennzahlen ist es zehn Jahre nach der Finanzkrise von 1998 erneut zu einer Krise in Russland gekommen. Zwar waren die Folgen nicht so katastrophal, dennoch hat diese Krise die Gesamtwirtschaft erschüttert. Die erzielten Erfolge und die bisherige vermeintliche Wirtschaftsstabilität wurden in Frage gestellt. Vor allem hat diese Krise die Rohstoffabhängigkeit des Landes verdeutlicht, da der Auslöser der Krise der Ölpreisverfall im August 2008 war. Innerhalb einiger Monate ist der Ölpreis von der Marke 140 USD/Barrel auf etwa 40 USD/Barrel abgestürzt. Als direkte Folge gingen die Exporteinnahmen drastisch zurück. Der USD-Wechselkurs hat innerhalb dieser Monate um 50% abgewertet. Erneut wurde eine Kapitalflucht aus Rubelaktiva ausgelöst. Das BIP schrumpfte im Jahr 2009 um 7,8%. Die Ausgaben der öffentlichen Haushalte mussten deutlich erhöht werden, während die Einnahmeseite belastet war. Deshalb betrug der Haushaltssaldo im Jahr 2009 einen negativen Betrag von -5,4% zum BIP.



### **1.3. Fazit zum Kapitel 1**

Ein erster Überblick über die wirtschaftliche Entwicklung Russlands liefert interessante Erkenntnisse. Obwohl die Ausgangslage im Jahr 2000 sehr schwierig war (nach Staatsdefault), hat sich Russland davon erstaunlich schnell erholt. Das Land erzielte durch die hohen Rohstoffeinnahmen ein hohes Wachstum. Im Zeitraum von 2000 bis 2009 wurden insgesamt 1,4 Billionen USD allein aus dem Rohstoffexport eingenommen. Dadurch stiegen die Einnahmen des Staats schneller als dessen Ausgaben. Der daraus resultierende Haushaltsüberschuss wurde einerseits zur Rückzahlung der Staatsverschuldung und andererseits zur Ersparnisbildung verwendet.

Es sind dabei viele Fragen entstanden, auf welche in dieser Arbeit im Wesentlichen eingegangen werden soll. Warum war die Notenbank nicht in der Lage, die Preisstabilität zu sichern? Wie sah die Geldpolitik in diesen Jahren aus? Welche Rolle hat die Wechselkurspolitik gespielt? Konnten die im Jahr 2008 aufkommenden Wechselkursschwankungen nicht vermieden werden? Welchen Einfluss hatte das Rohstoffmanagement auf die Geld- und Wechselkurspolitik der russischen Notenbank? Wie sollte die Geld- und Wechselkurspolitik eines rohstoffreichen Landes aussehen? War das Rohstoffmanagement richtig? Wie kann dies bewertet werden?

In der Literaturdatenbank sind sehr viele Meinungen zu diesen Fragen zu finden. Unter anderem nahmen die Experten des IWF in ihren jährlichen Berichten Stellung dazu (IWF, 2002-2010). Die Aufgabe der Wechselkurssteuerung und Konzentration auf die Geldpolitik zur Erreichung eines innenpolitischen Gleichgewichts wurde vor allem empfohlen. Der Verfasser ist mit vielen dieser Meinungen nicht einverstanden. Im Fall Russlands sollte und konnte es nicht nur um die Erzielung eines innenpolitischen oder außenpolitischen Ziels gehen. Eine Kombination aus beiden wäre nach Überzeugung des Verfassers möglich und sogar zwingend erforderlich gewesen. Allerdings kann die Notenbank eines rohstoffreichen Landes ohne eine Unterstützung der Fiskalpolitik diese Kombination auf Dauer nicht tragen. In der folgenden Analyse wird der Verfasser diese Position erläutern und begründen. Im ersten Schritt sollen die strukturellen Gegebenheiten des Finanz- und Bankensystems erläutert werden.

## Kapitel 2. Das Bankensystem und die Rolle des Staates

Das Finanzsystem in Russland war nach der Krise 1998 stark angeschlagen. Die hohe Dollarisierungsrate und mangelndes Vertrauen sind die wesentlichen Ursachen für die schwache Rolle des Finanzsystems im Geldkreislauf. Dazu kommt der starke Einfluss der öffentlichen Hand. Lediglich 17% der Investitionen wurden durch Aktien- oder Anleiheemissionen oder Kredite finanziert (Nestmann et al., 2007). Im Folgenden wird das Bankensystem Russlands beschrieben. Die Bankenstruktur sowie die bedeutendsten staatlichen Geschäftsbanken werden näher erläutert. Die Entwicklung des Bankensystems wird anhand ausgewählter deskriptiven Indikatoren dargestellt. Anschließend wird die Unabhängigkeit der ZBR analysiert.

### 2.1. Struktur und Entwicklung des Bankensystems

Das Bankensystem umfasst die Zentralbank, die Kreditinstitute sowie die Außenstellen und Vertretungen ausländischer Banken. Die Kreditinstitute sind laut Gesetz, „*alle Institutionen, die zur Ausführung der Bankgeschäfte berechtigt sind*“<sup>3</sup>. Sie umfassen sowohl die Banken als auch die Nicht-Banken. Für die Aufsicht ist die ZBR zuständig.

#### 2.1.1. Bankenstruktur

In Russland waren zum 1. Januar 2010 1.058 Kreditinstitute (ZBR, Bankenbericht, 2010), die über eine Lizenz für die Bankentätigkeit verfügten, gemeldet. Darunter waren 15 Kreditinstitute im öffentlichen Besitz, 886 private Banken, 106 Banken, die von den ausländischen Investoren kontrolliert werden.

Die 15 staatlichen Banken besaßen jedoch einen wesentlichen Anteil (43%) der Gesamtaktiva aller Kreditinstitute. Eine zunehmende Konkurrenz zu den staatlichen Banken stellten ausländische Banken dar, die über 18% der Gesamtaktiva verfügten. Die restlichen Kreditinstitute besaßen insgesamt etwa 39% der Aktiva (Abbildung 3). Von Seiten des Staates konnte somit ein beachtlicher Einfluss auf das Bankensystem ausgeübt werden. Im Folgenden werden einige staatliche Banken dargestellt, die im Bankwesen des Landes eine besondere Rolle spielten.

##### 2.1.1.1. Sberbank (*Sparkassenbank der Russischen Föderation*)

Die größte und älteste Bank ist die Sberbank oder auch Sparkassenbank genannt. Seit der Gründung 1841 spielte diese Institution eine zentrale Rolle im gesamten Spar- und Kreditwesen des Landes. Nach dem Zusammenbruch der Planwirtschaft wurde die Sberbank zu einer Aktiengesellschaft reformiert, wobei die ZBR den beherrschenden Anteil übernommen hat. Der Notenbankpräsident ist der Vorsitzende des Aufsichtsrates dieser Bank. Mit dem am meisten verbreiteten Filialnetz ist die Sberbank die wichtigste Finanzinstitution des Landes. Die Rolle dieser Bank im Bankensektor ist anhand einiger Indikatoren im Jahr 2009 deutlich zu sehen (Sberbank, 2010).

---

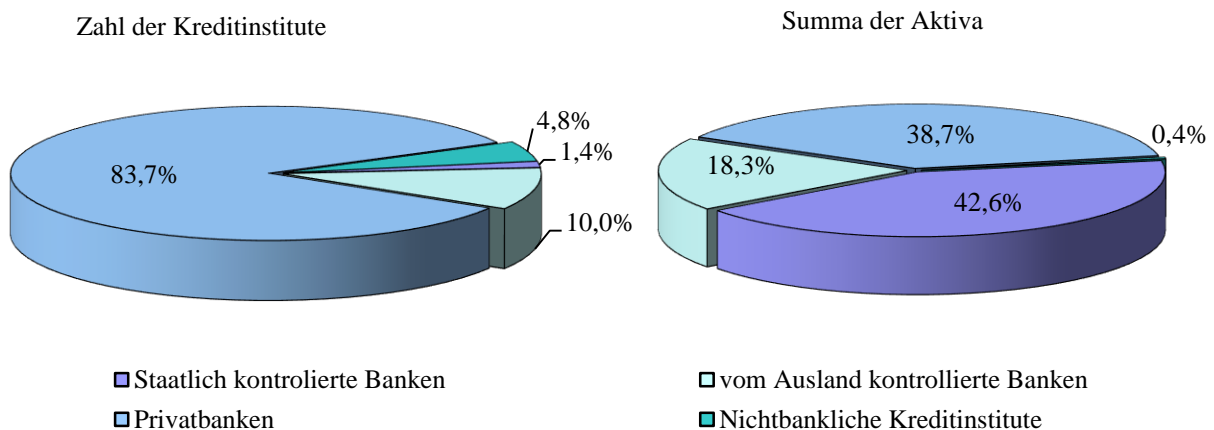
<sup>3</sup> Bankengesetz, 1990, Art. 1,2 und 12.

Anteil der Sberbank in:

- Gesamtaktiva – 26,2%
- Gesamtkapital – 28,6%
- Gesamteinlagen der Haushalte oder Private – 49,4%
- Gesamteinlagen der Unternehmen – 17,7%
- Gesamtdarlehen an Haushalte oder Private – 32,7%
- Gesamtdarlehen an Unternehmen – 31,8%

Insbesondere im Retail- Banking nahm die Sberbank eine dominante Rolle ein, wodurch sie über hohe Einlagen verfügte. Daher ist sie ein entscheidender Akteur auf dem Geldmarkt und der wichtigste Finanzpartner des Staates, insbesondere bei der Begebung der Staatsanleihen. Im Rahmen der Stabilisierungsmaßnahmen zur Finanzkrise 2008/09 wurde ihr Eigenkapital von der Notenbank in Form eines 10-jährigen Gesellschafterdarlehens in Gesamthöhe von 500 Mrd. RUB (etwa 16 Mrd. USD) zusätzlich erhöht, um die Kapitaldeckungsindikatoren zu verbessern, eigene Verluste zu decken sowie den Geldmarkt mit Liquidität zu versorgen<sup>4</sup>.

Abbildung 3. Struktur des Bankensystems zum 01.01.2010



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Bankenbericht, 2010

<sup>4</sup>Vgl. Maßnahmenpaketgesetz, 1998, Art. 5.

### 2.1.1.3. *VneshTorgBank (VTB)*

Die zweitgrößte Bank in Russland, die „VneshTorgBank“ (VTB) oder die Außenhandelsbank, wurde im Jahr 1990 gegründet. Ihre Hauptaufgabe war die Durchführung der Außenhandelsgeschäfte von inländischen Unternehmen sowie die Unterstützung der Außenwirtschaftsentwicklung. Ursprünglich war die ZBR der Hauptaktionär der Bank. 2002 wurde ihr Anteil von der Regierung abgekauft. Der Vorsitzende des Aufsichtsrates ist seitdem der Finanzminister Russlands.

Während sich die Sberbank mehr auf dem inländischen Markt konzentrierte, expandierte die VTB im Ausland und kaufte Anteile ausländischer Banken. Nach 2002 wurde diese Strategie geändert. Zwei inländische Banken wurden abgekauft und so der Marktanteil in Russland erhöht. Es wurde eine Bankengruppe VTB gebildet, zu der neben der Bank VTB zwei inländische Banken (VTB 24 und VTB Nord-West) sowie zwölf Banken im Ausland gehörten. In wenigen Jahren hat die VTB die zweitwichtigste Stelle im Bankensystem Russlands erobert. Stand 1. Januar 2010, betrug der Anteil der drei inländischen VTB-Banken im Gesamtaktiva des Bankensystems etwa 12%, im Gesamtkreditportfolio – 9,5% und bei den Einlagen der Privaten/Haushalte – ungefähr 6% (VTB, 2010). Damit festigte die VTB den zweiten Platz unter den größten Banken Russlands.

### 2.1.1.4. *VneschEkonomBank (VEB)*

Die „Bank für Entwicklung und Außenwirtschaft“ oder auch die „VneschEkonomBank“ (VEB) spielt ebenso eine wichtige Rolle im Kreditwesen Russlands, wird aber von der Bankenstatistik nicht erfasst. Die VEB genießt gesetzlich den Sonderstatus einer „Staatskorporation“<sup>5</sup>. Aus diesem Grund braucht sie keine Lizenz der Notenbank, wird von der Bankenaufsicht nicht überwacht und ist in der Bankenstatistik nicht eingeschlossen. Der Vorsitzende des Aufsichtsrates ist der Ministerpräsident Russlands.

Die VEB, deren Gründungsgeschichte im Jahr 1922 beginnt, hatte in der sowjetischen Zeit die Hauptaufgabe, eine Finanzbrücke zwischen UdSSR und dem Ausland zu bilden. Neben der Abwicklung von Finanztransaktionen und Export-Importgeschäften war die VEB der wichtigste Vermittler der Regierung bei den Fremdverschuldungsverhandlungen in den 80er- und 90er- Jahren. Im Jahrzehnt 2000 - 2009 übernahm die VEB unter anderem die Aufgaben der Verwaltung des Rentenfonds und der Finanzierung der staatlich geführten Sozialprogramme. 2007 wurde die VEB als eine „Entwicklungsbank“ reorganisiert. Ihre Tätigkeit wurde ausschließlich auf die nichtkommerziellen Investitionen ausgerichtet (Retailgeschäft war verboten). Das Stammkapital steigerte sich durch die Zuführung aus dem Staatshaushalt um das 12-fache. Somit gilt die VEB als drittgrößte Bank im Land (Tabelle 2).

Eine Schlüsselrolle spielte die VEB in den „Rettungsmaßnahmen“ der Regierung in der Finanzkrise 2008/09. Einerseits gewährte die VEB die Kredite in Gesamtsumme von 50 Mrd. USD an die Unternehmen für die Tilgung der ausländischen Schulden. Weiterhin unterstützte sie die Aktienkurse der systemrelevanten, strategischen Unternehmen an der Börse mit 175 Mrd. RUB (etwa 5 Mrd. USD). Zudem stellte die VEB die langfristigen unbesicherten

---

<sup>5</sup>Vgl. VEB Gründungsgesetz, 2007, Art. 2.

Darlehen den Banken zur Verfügung<sup>6</sup>. Durch diese Maßnahmen hat die Regierung ihren indirekten Anteil an mehreren Banken erhöht. Da die Daten zur VEB-Aktivität nicht ausreichend transparent sind und in der Bankenstatistik nicht erfasst werden, lässt sich der Einfluss des Staates im Bankensystem nicht genau bewerten.

Darüber hinaus wurde die Gründung eines neuen staatlichen Bankriesens mit der Finanzhilfe von der VEB angekündigt. Die neue Kreditinstitution namens „Postbank“ sollte auf der Basis des bestehenden Postnetzwerks gegründet werden. Die über 40.000 Postabteilungen in Russland sollten in Bankabteilungen umgewandelt werden. Dadurch würde die neue Bank eine breite Kundschaft gewinnen und für die Sberbank (insb. im Retail) eine harte Konkurrenz darstellen. Sollte die Gründung dieser Bank stattfinden, ist mit einer deutlichen Zunahme der staatlichen Präsenz in der Bankenbranche zu rechnen.

Tabelle 2. VEB, VTB und Sberbank im Jahr 2009 im Vergleich

Mrd. USD	VEB	VTB	Sberbank	Bankensystem ohne VEB
Gesamtaktiva	60	120	235	975
Eigenkapital	16	17	28	125
Kreditportfolio	40	77	171	534

Quellen: VEB, VTB, Sberbank, ZBR, Eigene Rechnungen

<sup>6</sup> Finanzsystemunterstützungsgesetz, 2008, Art. 1, 2, und 6.

## 2.1.2. Entwicklung des Bankensystems

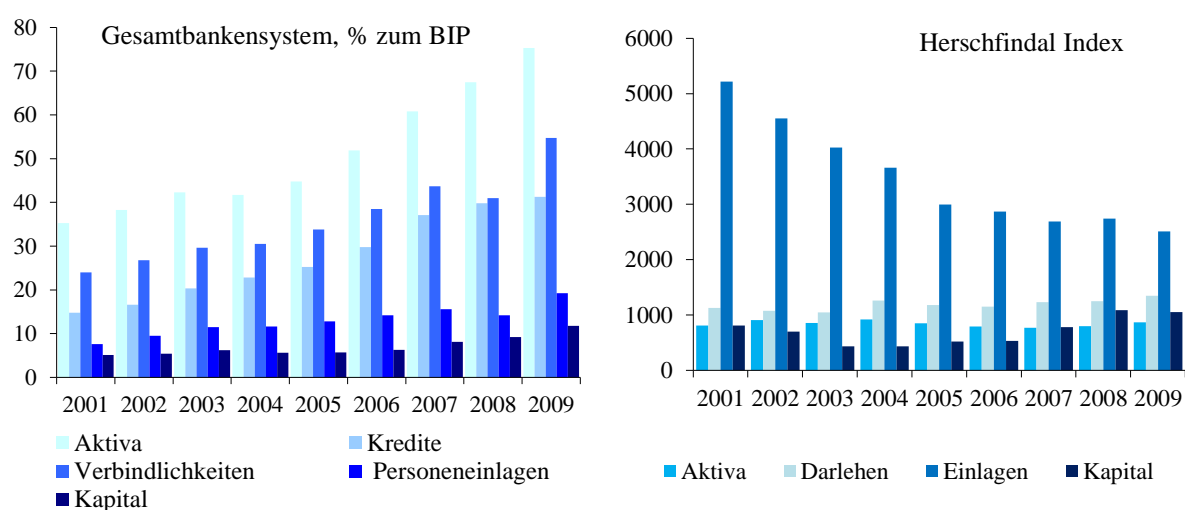
Nachdem in den 90-er Jahren die Zahl der Kreditinstitute spürbar zurückging (insb. infolge der Finanzkrise 1998), zeigte die Entwicklung der Banken im Jahrzehnt 2000 - 2009 einen leicht abnehmenden Trend. Die Zahl der Zweigstellen hat nach dem Jahr 2003 leicht zugenommen, während die Filialen der Sberbank abgebaut wurden. Als Folge der Finanzkrise 2008 sind mehrere Banken in die Insolvenz geraten und wurden entweder von anderen Banken übernommen oder geschlossen. Außerdem hat die ZBR mit der Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen reagiert, welche nicht von allen Banken erfüllt werden konnten.

Die ausländischen Banken zeigten ein zunehmendes Interesse am russischen Markt. Im Vergleich zu 2001 hat sich die Zahl der ausländischen Banken mehr als verdreifacht. Ein besonders rasanter Anstieg war nach 2007 zu beobachten. Dies ist durch die Abschaffung der Kapitalverkehrskontrollen zu erklären. Die Zahl der Banken, bei denen ausländische Investoren beteiligt waren, ist von 130 im Jahr 2001 auf 226 Ende 2009 gestiegen.

Die Bankenstatistik zeigte generell keine schlechte Entwicklung (Abbildung 4). Die Aktiva der Banken sind stetig gewachsen und betragen Ende 2009 im Vergleich zum BIP 75% (2001: 35%). Der Haupttreiber dieser Entwicklung war das gestiegene Kreditvolumen der Banken, welches von 15% des BIPs auf 40% zugenommen hat.

Die Bilanzposten auf der Passivseite sind ebenfalls von 2001 bis 2009 stark angewachsen. Die Gesamtverbindlichkeiten (u.a. die öffentlichen Finanzmittel, die Einlagezertifikate der ausländischen Finanzinstitute, die Wertpapiere) sind von 24% auf 55% zum BIP gestiegen. Darunter machten die Einlagen der Privaten etwa ein Drittel aus. Sie haben sich in der Relation zum BIP mehr als verdoppelt (von 8% auf 19% zum BIP). Das Eigenkapital der Banken ist von 5% auf 12% zum BIP angewachsen (ZBR, Bankenberichte, 2002-2010).

Abbildung 4. Kernindikatoren des Bankensystems (2001-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Bankenberichte 2003-2010

Die Indikatoren für die Bankenkonzentration haben sich von 2001 bis 2009 unterschiedlich verändert (Tabelle 3). Lediglich im Marktsegment des Retail-Bankings ist ein deutlicher Rückgang der Bankenkonzentration zu beobachten. Der Anteil der fünf größten Banken in diesem Bereich betrug Ende 2001 knapp 80% und sank auf 55% im Jahr 2009. Ebenfalls haben die kleinen Banken Anteile bei der Kreditvergabe an Private gewonnen. Dies ist hauptsächlich durch den Rückgang des Anteils der Sberbank zu erklären, die ihre Zweigstellenzahl abgebaut hat. Die anderen Indikatoren zur Bankenkonzentration sind dagegen ein wenig gewachsen. Der Anteil der fünf größten Banken in den Gesamtaktiva ist von 41 % im Jahr 2001 auf 48% gestiegen. Im internationalen Vergleich lag dieser Wert etwa bei dem EU-12 Durchschnitt (40-50% im Jahr 2006) (Sachverständigenrat, 2008). Stark gewachsen ist die Konzentration im Bereich der Interbankdarlehen, woraus sich die Aussage ergibt, dass die Rolle der Großbanken auf dem Geldmarkt wesentlich zugenommen hat.

Eine ähnliche Dynamik zeigte der Herfindahl-Hirsch-Index (HHI), der als quadrierte Summe der Anteile von Banken berechnet wird (Abbildung 4). Der höchste Wert von 10 000 bedeutet die 100-prozentige Konzentration einer Bank. Ein sinkender Wert des HHI gibt Auskunft über eine relativ gleichmäßige Verteilung der Bankenaktivität. Der für die Bankenaktiva berechnete HHI variierte im Bereich von 770 bis 920 und belief sich Ende 2009 auf den Wert von 870. Zum Vergleich lag 2006 der EU-12-Durchschnitt bei 500-700. Trotz des zurückgehenden Trends blieb der HHI-Wert für die Einlagen auf einem hohen Niveau (2.500). Dies reflektiert den hohen Anteil der Sberbank. Auf dem Darlehensmarkt war die Bankenaktivität relativ gleich verteilt und blieb ohne wesentliche Veränderungen. Der HHI-Wert für das Kapital verzeichnete zunächst von 2001 bis 2006 einen sinkenden Trend. In den Jahren von 2006 bis 2009 ist er jedoch bemerkenswert gestiegen.

Tabelle 3. Konzentration des Bankensystems in 2000 und 2009

Die Anteile der fünf größten Banken in:	01.01.2001	01.01.2010
Gesamtaktiva	41,2%	47,9%
Gesamteinlagen von Unternehmen	31,9%	40,3%
Gesamteinlagen von Personen	78,9%	54,7%
Gesamtdarlehen	46,6%	49,7%
- zu Unternehmen	48,6%	55,8%
- zu Personen	44,9%	38,0%
- zu Kreditinstituten	26,0%	40,7%
Zahl der Zweigstellen	42,6%	27,3%

Quellen: ZBR, Statistiken zu Kreditinstituten

## 2.2. Unabhängigkeit der Zentralbank

Die Zentralbank der Russischen Föderation wurde am 13. Juli 1990 auf Basis der Gosbank der UdSSR eingerichtet. Die im Dezember 1993 verabschiedete Verfassung der Russischen Föderation erwähnte erstmals die Unabhängigkeit der Zentralbank. Im neuen Zentralbankgesetz, das am 27. Dezember 1995 verabschiedet wurde, hat sich die ZBR dem Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet und ihre Unabhängigkeit vom Parlament und der Regierung verstärkt. Allerdings wurde das Zentralbankgesetz am 10. Juli 2002 wieder umgeändert, woraufhin die ZBR wieder einen großen Teil ihrer Autonomie verloren hat.

Im Folgenden wird die Unabhängigkeit der ZBR anhand von drei Hauptkriterien kurz beschrieben. Diese sind die institutionelle, funktionelle und personelle Unabhängigkeit<sup>7</sup>. Diese Analyse stützt sich auf die in der Zeit der Verfassung dieser Arbeit geltenden gesetzlichen Regelungen.

### 2.2.1. Institutionelle Unabhängigkeit

Im Grundgesetz ist die Unabhängigkeit der ZBR im Art. 75 indirekt erwähnt:

*„Der Schutz und die Gewährleistung der Stabilität des Rubels ist die Grundfunktion der Zentralbank der Russischen Föderation, die sie unabhängig von den anderen Organen der Staatsgewalt ausübt“<sup>8</sup>.*

Diese Klausel ist undeutlich formuliert, vor allem was den Begriff „*unabhängig*“ betrifft, und stellt keinen gesetzlichen Schutz für die Notenbank dar. Im EGV-Vertrag ist beispielsweise die Einflussnahme auf die Notenbank im Grundgesetz verboten, wohingegen dies in Russland nicht der Fall ist<sup>9</sup>. Außerdem könnte daraus abgeleitet werden, dass nur bei Erfüllung ihrer Grundfunktion die Notenbank unabhängig sein soll (muss). Die Formulierung „*von den anderen Organen der Staatsgewalt*“ könnte dahingehend interpretiert werden, dass die ZBR ebenso ein sog. „*Organ der Staatsgewalt*“<sup>10</sup> sei. Die weitere Analyse zeigt, dass die ZBR institutionell als ein Bestandteil der Regierung wahrgenommen wurde und de facto einem Ministerium (oder sogar dem Finanzministerium untergeordneten Organ) gleichgestellt wurde.

---

<sup>7</sup> Mehr dazu vgl. Bofinger et al. (1996), Caesar (1981), Issing (1982), Kaiser (1980) u.a.

<sup>8</sup> GG, Art 75 (2), hier und im Folgenden erfolgte die Übersetzung vom Original (Russisch) durch den Verfasser.

<sup>9</sup> Vgl. EGV, 2010, Art. 130.

<sup>10</sup> Die Staatsgewalt ist gemäß Art. 10, 11 und 12 GG die gesetzgebende, vollziehende und rechtsprechende Gewalt und wird vom Präsidenten, der Bundesversammlung (Parlament), der Regierung und den Gerichten der Russischen Föderation sowie in den Subjekten der Russischen Föderation gebildeten Organen ausgeübt.



## 2.2.2. Funktionelle Unabhängigkeit

Die funktionelle Autonomie wird anhand zweier Kriterien analysiert. Erstens soll untersucht werden, über wie viel Spielraum die ZBR in der Festlegung ihrer operativen Ziele de-jure verfügt. Zweitens wird das zur Verfügung stehende Instrumentarium der Notenbank analysiert.

### 2.2.2.1. Zielsetzungsautonomie

Die Grundfunktion der ZBR besteht laut dem Grundgesetz *im Schutz und in der Gewährleistung der Stabilität des Rubels*<sup>11</sup>. Im Zentralbankgesetz sind zwei weitere Ziele zusätzlich erwähnt, nämlich: *die Entwicklung und Stärkung des Bankensystems Russlands sowie die Gewährleistung des effektiven und reibungslosen Funktionierens des Zahlungssystems*<sup>12</sup>. Die genaue Definition dieser Ziele sowie ihre Prioritätenrangordnung sind nicht zu finden. Ebenfalls sind weder im Grundgesetz noch im Zentralbankgesetz die quantitativen Ziele definiert. Allerdings hat der Gesetzgeber die Zentralbank dazu veranlasst, jährlich die sog. „*Haupttrichtlinien der einheitlichen staatlichen Geldpolitik*“ (im Folgenden: Haupttrichtlinien) bei der Staatsduma (erste Kammer des Parlamentes) einzureichen.

Diese Haupttrichtlinien müssen *die Zielorientierungen enthalten, die die Hauptziele der Geldpolitik für das folgende Jahr charakterisieren, inklusive der Inflationsrate, Geldbasis, Geldmenge, Zinssätze sowie Änderungen der Goldwährungsreserven*<sup>13</sup>. Die Ist-Soll Abweichungen sollen begründet werden. Interessanterweise schreibt das Zentralbankgesetz vor, dass *die Haupttrichtlinien vor der Einreichung bei der Staatsduma zunächst dem Präsident und der Regierung vorgelegt werden müssen*<sup>14</sup>. Weiter steht unter den Funktionen der Notenbank, dass *die einheitliche staatliche Geldpolitik in Zusammenarbeit mit der Regierung der Russischen Föderation zu erarbeiten und umzusetzen ist*<sup>15</sup>. Somit wird die Notenbank im direkten Widerspruch zum Unabhängigkeitsprinzip des Grundgesetzes dazu verpflichtet, nicht nur bei der Festlegung von geldpolitischen Zielen, sondern auch bei der Umsetzung der Geldpolitik mit der Regierung zusammen zu arbeiten.

Ob die Einhaltung der in den Haupttrichtlinien veröffentlichten Zielorientierungen verbindlich ist, hat der Gesetzgeber nicht definiert. Sanktionsmechanismen sind auch nicht vorgesehen. Es wird nur erwähnt, dass *die ZBR die Volumen der Refinanzierungskredite entsprechend den Zielorientierungen regulieren muss*<sup>16</sup>. Eine zehnjährige Evaluierung der Geldpolitik in Russland zeigt allerdings, dass diese Zielorientierungen de facto nicht verbindlich waren. In der Tabelle 4 sind die in den Haupttrichtlinien veröffentlichten Ziele, die hauptsächlich als Bandbreite definiert wurden, sowie ihre Ist-Werte in den Jahren 2000-2009 gegeben. Erstaunlicherweise ist festzustellen, dass weder das Inflationsziel noch die monetären Ziele im gesamten zehnjährigen Zeitraum eingehalten werden konnten. Nur die Ziele zur

---

<sup>11</sup> Vgl. GG, Art 75 (2)

<sup>12</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 3

<sup>13</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 45

<sup>14</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 36

<sup>15</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 4 (2)

<sup>16</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 45

realeffektiven Wechselkursveränderung verliefen meistens innerhalb des gewünschten (breit gesetzten) Bandes. Dies deutet direkt darauf hin, dass das Wechselkursziel eine übergeordnete Rolle gespielt hat, obwohl dies gesetzlich oder in den Hauptrichtlinien nicht vorgeschrieben war.

Daraus lässt sich ein interessanter Schluss ziehen. Obwohl die Notenbank bei der Festlegung von Zielen in den Hauptrichtlinien an die Regierung gesetzlich angewiesen war, stellte dies de facto keine Einschränkung für die ZBR dar, da die Einhaltung dieser Ziele offensichtlich nicht verbindlich war.

Tabelle 4. Geldpolitische Ziele der ZBR und ihre Einhaltung in 2000-2009, in %

Ziele	2000		2001		2002		2003		2004	
	Soll	Ist	Soll	Ist	Soll	Ist	Soll	Ist	Soll	Ist
Konsumentenpreisindex	18	20,2	12-14	18,6	12-14	15,1	10-12	12,0	8-10	11,7
Core Inflation	–	19,7	–	15,6	–	10,2	8-8,5	11,2	7-8	10,5
Geldmengenwachstumsrate	21-25	62,4	27-34	40,1	22-28	32,3	20-26	50,5	19-25	35,8
Geldbasiswachstumsrate	–	–	–	38,0	–	28,6	19-25	51,7	18-23	24,8
Änderung des realen effektiven Wechselkurses	–	18	–	8,6	–	-3,1	4-6	4,1	0-7	4,7

Ziele	2005		2006		2007		2008		2009	
	Soll	Ist	Soll	Ist	Soll	Ist	Soll	Ist	Soll	Ist
Konsumentenpreisindex	7,5-8,5	10,9	7-8,5	9,0	6,5-8	11,9	6-7	13,3	7-8,5	8,8
Core Inflation	7-8	8,3	6-7,5	7,8	5,5-7	11,0	5-6	13,6	6,2-8	8,3
Geldmengenwachstumsrate	20-32	38,6	19-28	48,8	19-29	47,5	24-30	1,7	19-28	16,3
Geldbasiswachstumsrate	19-28	31,7	17-23	39,6	16-24	33,0	18-24	2,9	14-22	7,4
Änderung des realen effektiven Wechselkurses	0-8	10,5	0-9	7,4	0-10	5,1	0-10	4,3	-	-3,9

Quellen: ZBR, Jahresbericht 1999-2010, Hauptrichtlinien 1999-2010

### 2.2.2.3. Instrumentelle Autonomie

Im Vergleich zur Zielsetzungsautonomie hat die ZBR in der Auswahl der Instrumente einen größeren Handlungsspielraum. Das Zentralbankgesetz schreibt acht sog. *Hauptinstrumente und –methoden der Geldpolitik* vor:

- *Zinspolitik*
- *Mindestreservesatzpolitik*
- *Offenmarktgeschäfte*
- *Refinanzierungsgeschäfte*
- *Deviseninterventionen*
- *Festlegung der Orientierungen zum Geldmengenwachstum*
- *Direkte quantitative Beschränkungen und*
- *Emission von eigenen Obligationen*<sup>17</sup>.

Der Begriff „*Hauptinstrumente*“ könnte in dem Sinne interpretiert werden, dass auch andere Instrumente in Anspruch genommen werden dürfen, was einen großen Spielraum zur Verfügung stellt. In Bezug auf einzelne Instrumente hat der Gesetzgeber allerdings einige Restriktionen vorgesehen. Die Refinanzierungsgeschäfte werden *nach Maßgabe der verabschiedeten Hauptrichtlinien* reguliert<sup>18</sup>. Die Mindestreservesätze dürfen 20% der Verbindlichkeiten einer Kreditinstitution nicht überschreiten und nicht mehr als um 5 Prozentpunkte geändert werden<sup>19</sup>. Das Instrument der direkten quantitativen Beschränkungen einzelner Bankgeschäfte darf *nur in Ausnahmefällen und nach Beratung mit der Regierung* in Anspruch genommen werden<sup>20</sup>. In der Festlegung der Zinsen sind keine Vorgaben oder Einschränkungen vorgesehen.

Das geldpolitische Instrumentarium der ZBR sieht ähnlich wie das der EZB aus (Tabelle 5). Die ständigen Fazilitäten sind jederzeit verfügbar. Bei den Intraday-Fazilitäten geht es um ein unverzinsliches Dispokontingent, das innerhalb eines Geschäftstages in Anspruch genommen werden darf. Diese Möglichkeit wird von den Banken bevorzugt genutzt, um die Liquidität innerhalb eines Tages optimal zu steuern. Weist am Ende des Tages das Girokonto einer Geschäftsbank ein negatives Ergebnis auf, wird dies automatisch als Overnight verbucht, was in der Regel viel teurer ist, als alle andere Refinanzierungsalternativen. Auktionen zur Liquiditätsbereitstellung und –abschöpfung werden jede Woche angeboten, finden aber aufgrund der mangelnden Teilnahme nicht zwingend jedes Mal statt.

Die Refinanzierungsangebote sind allerdings nicht für alle Banken verfügbar, sondern nur für diejenigen, die als Sicherheit ausreichende und von der Notenbank anerkannte Aktiva im Besitz haben. Dabei wird zwischen zwei Sicherheitskategorien unterschieden: den Wertpapieren, die zum sogenannten Lombardkatalog der Notenbank gehören; und anderen

---

<sup>17</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 35

<sup>18</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 36

<sup>19</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 38

<sup>20</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 43

hochliquiden Aktiva, die dazu nicht gehören (z.B. Wechseln, Kreditforderungen oder Bürgschaften). Die Wertpapiere werden dabei je nach der Bonitätsbewertung des Emittenten nur zum Teil ihres Wertes akzeptiert. Die Wertpapiere von Emittenten mit beispielsweise einem Moody's Rating von B2 und B3 werden nur zu 70% entgegen genommen. Selbst die Staatsanleihen werden lediglich zu 98% ihres Wertes akzeptiert. Die Anzahl der Banken, die für die Zentralbank-Verbindlichkeiten anderer Kreditinstituten bürgen dürfen, ist dadurch begrenzt.

Tabelle 5. Geldpolitische Instrumente der ZBR

	Ziel	Instrument	Laufzeit	
Ständige Fazilitäten	Liquiditätsbereitstellung	Refinanzierungskredite	Intraday	
			Overnight	
		Lombardkredite	1 Tag	
			7 Tage	
			30 Tage	
		REPO	1 Tag	
	1 Woche			
	Liquiditätsabschöpfung	Devisenswaps	Overnight	
			Einlagenfazilitäten	Sichteinlagen
				1 Tag
Offenmarkt-geschäfte	Liquiditätsbereitstellung	Lombardauktionen	7 Tage	
			3 Monate	
		REPO-Auktionen	bis zu 180 Tagen	
		Kredite gegen Aktiva und Bürgschaften	bis zu 180 Tagen	
		Ungesicherte Kredite	bis zu 180 Tagen	
		Rückkauf von Notenbankobligationen	-	
	Liquiditätsabschöpfung	Einlagenauktionen	4 Wochen	
			3 Monaten	
		Verkauf von Notenbankobligationen	i.d.R. bis zu 180 Tagen	
		Verkauf von Devisen	-	
Staatliche Instrumente <sup>21</sup>	Liquiditätsbereitstellung	Deponierung von freien staatlichen Haushaltsmitteln in den Banken	bis zu 180 Tagen	
		Rückkauf von Staatsanleihen im Auftrag des Finanzministeriums	-	
	Liquiditätsabschöpfung	Verkauf von Staatsanleihen im Auftrag des Finanzministeriums	bis zu 30 Jahren	

Quellen: ZBR, Online Angaben, Stand: 13.11.2009

<sup>21</sup> Staatliche Instrumente sind zwar keine geldpolitische Mittel, wirken aber auf die Liquidität aus und dürfen als geldpolitische Instrumente betrachtet werden.

Die im September 2008 ausgelöste Finanzkrise hat deutliche Schwächen des zu diesem Zeitpunkt bestehenden Refinanzierungssystems offenbart. Zum 01.01.2008 hatten nur etwa 377 Kreditinstitute von insgesamt 1125 (33,5%) ein generelles Kreditabkommen mit der ZBR abgeschlossen (ZBR, Statistik, 2008), welches eine Grundvoraussetzung für einen Refinanzierungsantrag darstellte. Wie viele von diesen Banken ausreichende Aktiva besaßen, um in der entstandenen Liquiditätskrise die Refinanzierungsinstrumente der ZBR in Anspruch nehmen zu können, ist ungewiss.

Die Regierung und die ZBR mussten auf diese Situation schnell reagieren. Erstens hat das Finanzministerium regelmäßige Auktionen zur Verlagerung von freien öffentlichen Finanzmitteln zu den Geschäftsbanken durchgeführt. Zweitens wurden große staatliche Banken aufgestockt und beauftragt, die Liquiditätsnot zu dämpfen. Drittens wurde der Lombardkatalog der ZBR wesentlich erweitert. Viertens hat die ZBR ein neues Instrument der unbesicherten Kreditgewährung eingeführt. Der Zugang zu den Refinanzierungsmitteln ist durch diese Maßnahmen für die Banken deutlich erleichtert worden. Zum 01.01.2010 ist die Zahl von Kreditinstituten, die ein generelles Kreditabkommen mit ZBR abgeschlossen hatten, auf 641 von insgesamt 1058 (oder 60,6%) gestiegen (ZBR, Statistik, 2008).

Die Devisenmarktinterventionen der Notenbank (die im Vergleich zu allen anderen Instrumenten eine überragend große Rolle gespielt haben) sind gesetzlich nicht reglementiert und werden in der Regel unangekündigt durchgeführt.

Die instrumentelle Autonomie der ZBR ist zwar generell gegeben. Allerdings besteht in vielen Bereichen eine Kooperations- oder sogar Anweisungspflicht. Der Gesetzgeber hat (im Widerspruch zum Grundgesetz) im Zentralbankgesetz festgeschrieben, dass es zur Funktionen der Zentralbank gehört, *selbständig oder nach Anweisung der Regierung der Russischen Föderation alle Arten von Bankengeschäften und anderen Transaktionen durchzuführen, die für die Ausübung der Funktionen der Zentralbank von Russland notwendig sind*<sup>22</sup>. Ebenso *nach Anweisung der Regierung der Russischen Föderation sind die Geschäfte mit den Finanzmitteln von drei Haushaltsebenen und von den außerbudgetären Fonds, sowie die Geschäfte zur Verwaltung von Staatsschulden und Goldwährungsreserven der Zentralbank von Russland durchzuführen*<sup>23</sup>. Darüber hinaus ist die ZBR gesetzlich verpflichtet, in den wirtschaftspolitischen Entscheidungen der Regierung teilzunehmen sowie durch ihren Vorsitzenden (oder einen Stellvertreter) an den Sitzungen der Regierung vertreten zu sein. Die Finanz- und Wirtschaftsminister (oder ihre Stellvertreter) dürfen in den Sitzungen der ZBR-Gremien teilnehmen<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 4 (11)

<sup>23</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 23

<sup>24</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 21

#### 2.2.4. Personelle Unabhängigkeit

Im personellen Bereich ist die Autonomie der ZBR am geringsten. Zusätzliche Einschränkung des personellen Unabhängigkeitsgrades ist durch die Zentralbankgesetzreform im Juli 2002 entstanden. Demnach wurde zusätzlich zu dem bestehenden Führungsgremium (Vorstand) der Zentralbank ein sog. Nationaler Bankrat gegründet.

##### 2.2.4.1. Vorstand der ZBR

Der Vorstand besteht aus dem Notenbankpräsidenten (Vorstandsvorsitzenden) und zwölf weiteren Mitgliedern. Im Grundgesetz ist nur das Ernennungs- und Entlastungsverfahren des Vorstandsvorsitzenden vorgesehen. Was die anderen Vorstandsmitglieder betrifft, ist dies durch das Zentralbankgesetz geregelt. So wird der Vorstandsvorsitzende laut dem Grundgesetz von der Staatsduma auf Vorschlag des Staatspräsidenten der Russischen Föderation ernannt und aus dem Amt entlassen<sup>25</sup>. Allerdings bietet der Gesetzgeber einen gewissen Schutz für den Notenbankpräsidenten. Im Zentralbankgesetz steht, dass er *ausschließlich in folgenden Fällen entlassen werden darf: Amtszeitende; aus gesundheitlichen Gründen; infolge einer Straftat; Verstoß gegen die Gesetze, die die Tätigkeit der Zentralbank beziehen; oder Rücktritt*<sup>26</sup>. Der Vorstandsvorsitzende der ZBR kann demnach aufgrund von z.B. schlechten Arbeitsergebnissen oder wegen einer Konfrontation mit der Regierungspartei de-jure nicht entlastet werden.

Die Amtszeit des Vorsitzenden der ZBR beträgt vier Jahre, wobei die Wiederernennung auf zwei aufeinanderfolgende Perioden beschränkt ist. Die anderen Vorstandsmitglieder werden ebenfalls von der Staatsduma auf Vorschlag des Vorstandsvorsitzenden und nach Zustimmung des Staatspräsidenten ernannt und entlassen<sup>27</sup>. Da die Amtszeit des Staatspräsidenten ebenfalls vier Jahre betrug, hatte somit jeder Staatspräsident in der Zeit seiner vollen Legislaturperiode mindestens eine Möglichkeit, einen Personalwechsel durchzuführen. Nur im Fall eines dem Präsidenten oppositionellen Parlamentes könnte die personelle Unabhängigkeit ein wenig verstärkt werden. Da die regierende Partei in der Zeit von 2000 bis 2009 eine zunehmende Mehrheit in den beiden Kammern des Parlamentes besaß, hatten der Präsident und die Regierung nach dem vorfristigen Rücktritt des damaligen Vorstandsvorsitzenden der ZBR im März 2002 kein Hindernis, eine personalpolitische Kontrolle über den Notenbankvorstand auszuüben.

Der vorzeitige Rücktritt des Notenbankpräsidenten erfolgte nach den angekündigten Änderungen im Zentralbankgesetz. Gemäß dieser Änderungen wurde ein neues Gremium, der sog. Nationalbankrat gegründet.

---

<sup>25</sup> Vgl. GG, Art. 83 (5) und 103 (5).

<sup>26</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 14 (7).

<sup>27</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 14, 15.

### 2.2.4.3. Nationaler Bankrat

Der Nationale Bankrat besteht aus zwölf Mitgliedern: zwei Vertretern des Bundesrates, drei Abgeordneten der Staatsduma, drei vom Präsident ernannten Mitgliedern, drei Regierungsmitgliedern und dem Notenbankpräsidenten. Sie sind ehrenamtlich und ohne Amtszeitbegrenzung (bis zu ihrer Abberufung) tätig. Die Entscheidungen werden durch eine einfache Mehrheit beschlossen, wobei die Stimme des Vorsitzenden bei Stimmengleichheit entscheidend ist<sup>28</sup>.

Eine Unabhängigkeit dieses Kollegiums und der Zentralbank könnte unter dieser Regelung nur dann zustande kommen, wenn alle fünf parlamentarischen Repräsentanten aus den Oppositionsparteien kämen und der parteineutrale Notenbankpräsident diesem Bankrat vorsäße. Solch eine Konstellation ist wenig wahrscheinlich. Bei einer parlamentarischen Mehrheit der regierenden Partei ist davon auszugehen, dass der Nationale Bankrat aus den Vertretern dieser Partei besteht und ihre Interessen vertritt. Seit der Einrichtung des Nationalen Bankrates 2002 war der Finanzminister sein Vorsitzender.

Zum Aufgabenkreis des Nationalen Bankrates gehören unter anderem die Billigung der Ausgaben der ZBR, Prüfung des Entwurfes der Hauptrichtlinien sowie die vierteljährliche Prüfung des vom Vorstand vorgelegten Berichtes zur Tätigkeit der ZBR<sup>29</sup>. Die Aufgaben des Notenbankvorstands beschränken sich hauptsächlich auf die operative Arbeit.

Auf Grundlage der oben durchgeführten Analyse der Notenbankunabhängigkeit lässt sich zweifellos feststellen, dass die ZBR in jeglicher Hinsicht unter der vollen Kontrolle der Regierung stand. Die Unabhängigkeit der Notenbank war weder de-jure noch de-facto gegeben. Es bestand bei der Festsetzung der (unverbindlichen) geld- und wechselkurspolitischen Ziele sowie der Umsetzung der Geld- und Wechselkurspolitik eine Kooperationspflicht mit der Regierung.

---

<sup>28</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 12

<sup>29</sup> Vgl. Zentralbankgesetz, Art. 13

### 2.3. Fazit zum Kapitel 2

Das Bankensystem Russlands zeigte im betrachteten Jahrzehnt eine dynamische Entwicklung. Die Volumen der Kreditgeschäfte haben sich gemessen am BIP verdoppelt. Die staatlichen Banken haben eine dominante Rolle gespielt. Dabei operierte der Staat zusätzlich über die eigene Finanzinstitution – die VEB, die den aufsichtsrechtlichen Normen nicht unterlag und direkt dem Ministerpräsident untergeordnet war. Lässt man diese Institution außer Betracht, deckten die staatlichen Banken über 40% der gesamten Bankenaktivität. Insbesondere auf dem Geldmarkt war die Rolle der staatlichen Banken überragend. Nach der Finanzkrise 2008 war ein Trend des zunehmenden Staatsanteils zu beobachten. Die ausländischen Banken erhöhten zwar ihre Präsenz in Russland, konnten aber mit den staatlichen Banken nicht konkurrieren. Aufgrund einer hohen Anzahl von kleinen Kreditinstituten bestand ein Konsolidierungspotenzial.

Die ZBR verfügte, wie die Analyse deutlich gezeigt hat, über extrem geringe Autonomie. Trotz des im Grundgesetz erwähnten Unabhängigkeitsprinzips, gab die Rechtsgrundlage in Bezug auf alle drei Autonomiebewertungskriterien keinerlei Schutz für die Notenbank. Sowohl in der Zielsetzung als auch in der Umsetzung der Geld- und Wechselkurspolitik ist die ZBR auf die Weisungen und Zustimmungen der Regierung angewiesen.

Anhand der oben gegebenen Beschreibung des Bankensektors und der Bewertung der Staatsrolle lässt sich zweifellos feststellen, dass in dem betrachteten Zeitraum von 2000 bis 2009 die Regierung über ausreichende Instrumente verfügte, um die Geld- und Wechselkurspolitik sowie das Bankensystem entsprechend ihren Ziele und Interessen zu regulieren. Das gesamte Bankensystem inklusive der Zentralbank und das Finanzministerium sind demnach als ein integraler Teil einer staatlich gesteuerten Wirtschaftspolitik zu verstehen. Diese erworbenen Erkenntnisse sollen in der folgenden Analyse der geld- und wechselkurspolitischen Strategie berücksichtigt werden.



## **Kapitel 3. Geldpolitik und monetäre Transmission**

Aufgrund der oben durchgeführten Analyse der gesetzlichen Normen ist festgestellt worden, dass die Preisstabilität das Hauptziel der Notenbank ist, die hauptsächlich über die Steuerung von Geldaggregaten erfolgen sollte. Die ZBR veröffentlicht jährlich unverbindliche Richtlinien ihrer Geldpolitik (sog. Hauptrichtlinien). Diese beinhalten die Inflationsziele, die angestrebten Wachstumsraten für die Geldmenge und die Geldbasis sowie die Bandbreiten für die Wechselkursentwicklung. Darüber hinaus werden von der Notenbank seit 2004 die vierteljährigen Inflationsberichte erstellt, die eine umfassende Analyse zur Preisentwicklung sowie zu den binnen- und außenwirtschaftlichen Inflationsursachen einschließen.

Im Folgenden werden die Entwicklung der Konsumentenpreise in den Jahren 2000-2009 beschrieben sowie die Ursachen dieser Entwicklung analysiert. Im Anschluss daran wird die Steuerung der Geldaggregate ausführlich dargestellt sowie die geldpolitische Transmission beschrieben, mit dem Ziel, die Effektivität der Geldpolitik zu bewerten und die möglichen Hindernisse einer effektiven Geldpolitik herauszufinden.

### **3.1. Preisstabilität und Inflationsanalyse**

Seit dem Zusammenbruch der Sowjetunion bleibt die Preisstabilität immer noch ein „Traum“ für die Bürger Russlands und ein formales „Wunschziel“ für die Verantwortlichen. Zu beachten ist dabei, dass die Ausgangslage zur Jahrtausendwende nicht besonders erfreulich für die Geldpolitiker war. Innerhalb nur eines Jahrzehnts (90-er Jahre) hat das Land zwei Hyperinflationen erleben müssen: unmittelbar nach dem Zusammenbruch und während der Krise 1998. Die Aufgabe, das Vertrauen der Bürger in die nationale Währung und ins Finanzsystem wieder zu gewinnen, war besonders schwierig und auch deswegen vorrangig.

#### **3.1.1. Preisentwicklung und Inflationsziele**

Der Verlauf der Preisentwicklung zeigt einerseits, dass es gelungen war, einen Desinflationstrend zu erreichen. In den ersten Jahren nach der Jahrtausendwende ist die Inflationsrate von 36% p.a.<sup>30</sup> auf 10% (Juli 2004) zurückgegangen. Nach einer 12-monatigen Inflationswelle im Jahr 2005 (Höchststand: 13,8%) setzte sich der Desinflationstrend bis April 2007 (7,4%) fort. Die darauffolgende Inflationswelle war größer sowie unkontrollierbarer und dauerte bis Juli 2008 (Anfang der Finanzkrise). Die Inflationsrate stieg auf 15,1% (das Niveau des Jahres 2002) an und war doppelt so hoch wie das angekündigte Inflationsziel der Notenbank (Abbildung 5). Obwohl die Inflationsrate von 36% auf 7,4% zurückging, lässt sich die Notenbankpolitik nach dem Kriterium der Preisstabilität nicht als erfolgreich bewerten. Erstens lagen die Inflationsraten stets über den angekündigten Zielen der ZBR. Zweitens ist es nicht gelungen, die Inflationsrate im einstelligen Bereich zu stabilisieren. Drittens hat die Inflationswelle in den Jahren 2007/08 deutlich gezeigt, dass das Vertrauen in das Finanzsystem und in die Preisstabilität nicht gegeben war.

---

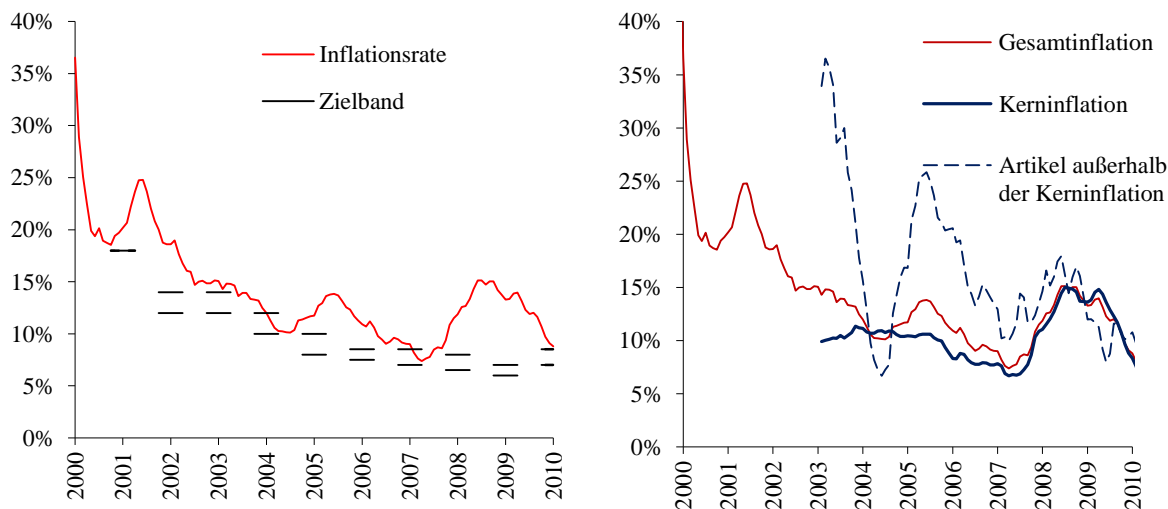
<sup>30</sup> Die Inflationsraten werden im Folgenden nur in annualisierter Form gegeben.

Somit ist gezeigt, dass die Notenbank das Ziel der Preisstabilität nicht sicherstellen konnte, wofür sie allerdings auch nicht zur Rechenschaft gezogen wurde. Die Verfehlung von Inflationszielen blieb seit 2002 ohne jegliche personelle Konsequenz. Das Thema „Inflation“ spielte (nach Eindruck des Verfassers) eher auf den Regierungssitzungen eine größere Rolle, auf welchen vor allem die Finanz- und Wirtschaftsminister sich für die Preisstabilität verantwortlich fühlten.

Eine indirekte Begründung der Inflationszielverfehlungen findet man in den Inflationsberichten der ZBR. Es wird versucht, die Inflationsursachen auf monetäre und nicht-monetäre sowie auf außen- und binnenwirtschaftliche Komponenten aufzuteilen. Die Inflation, die aus Sicht der Notenbank nur die monetären Komponenten beinhaltet, wird als Kerninflation (Core Inflation) bezeichnet. Dabei werden etwa 21% des Gesamtkorbes zur Berechnung der Konsumentenpreise um die stark volatilen Nahrungsmittelpreise sowie die vom Staat regulierten Preise bereinigt (Statistikamt Russland, 2005). „Die Kerninflation ist der Anteil der Inflation, die mit dem Wechselkurs, der Geldpolitik und den Inflationserwartungen verbunden ist“ – hieß es in den Hauptrichtlinien der ZBR (ZBR, Hauptrichtlinien, 2004).

Ab dem Jahr 2003 hat sich die Notenbank die Kerninflation quasi als Hauptziel vorgenommen und dadurch die eigene Verantwortung für die gesamte Inflation limitiert. Bis zum Jahr 2007 hat dieser „Trick“ teilweise funktioniert, da die Kerninflationsrate relativ stabil und leicht zurückgehend verlief. Die Gesamtinflation stieg in der Zeit von August 2004 bis Juni 2005 an. Grund dafür waren die Artikel, die außerhalb des Kerninflationkorbs lagen. Die starke Zunahme von staatlich regulierten Kommunalkosten sowie die saisonbedingte Verteuerung von einigen Nahrungsgütern in der ersten Hälfte 2005 haben den gesamten Konsumentenpreisindex nach oben getrieben. Nichtsdestotrotz konnten auch die angekündigten Kerninflationsziele nicht erreicht werden, obwohl die Abweichungen viel geringer waren als im Fall der Gesamtinflation.

Abbildung 5. Inflation, Inflationsziele und Kerninflation, % p.a. (2000-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Hauptrichtlinien 1999-2010, Inflationsberichte 2004-2010

Für den rasanten Anstieg der Inflationsrate, der ungefähr ab April 2007 anging und durch die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 abgebremst wurde, waren nun nicht die außerhalb des Kerninflationkorbes liegenden Güter- und Leistungspreise verantwortlich, sondern die Preise, die nach der Auffassung der Notenbank monetär beeinflusst werden konnten. Die Kerninflation war sogar teilweise höher als die Gesamtinflation. Stark verteuert haben sich sowohl die Lebensmittel (u.a. Getreidegüter, Fleisch, Milch), als auch andere Güter, wie vor allem Baumaterialien. *„Diese Entwicklung ist ein Merkmal einer hohen Binnennachfrage, die auf die expansive Geld- und Fiskalpolitik in den letzten zwei Jahren zurückzuführen ist“* – schrieb die ZBR im Inflationsbericht 2008-II (ZBR, Inflationsbericht, 2008-II).

Die Notenbank hat in dieser Zeit die Unfähigkeit, die Inflation zu steuern, demonstriert. Die vorgenommenen leichten Anhebungen von Zinssätzen und Mindestreservesätzen zeigten keine Wirkung. Ab 14. Mai 2008 hat die Notenbank ihre Devisenmarktinterventionspolitik geändert (mehr dazu im Kapitel 4), um *„die Wechselkursvolatilität zu erhöhen, was den spekulativen Kapitalzufluss verringern und das Geldmengenwachstum verlangsamen sollte. ... Dies sollte eine stufenweise Verstärkung der zinspolitischen Wirkung auf die Wirtschaftsentwicklung unterstützen“* – schrieb ZBR weiter (ZBR, Inflationsbericht, 2008-II).

Die Reaktion der Regierung auf den Preisanstieg von April 2007 bis zum Beginn der Finanzkrise zeigte sich in regulatorischen Maßnahmen. So wurden zum Beispiel regelmäßig die Getreide-Interventionen durchgeführt und die Ausfuhrzollsätze erhöht. Außerdem ist die Regierung mit den Lebensmittelproduzenten und Handelsketten zur Vereinbarung gekommen, die Preise für die wichtigsten Lebensmittel vorübergehend einzufrieren.

Eine Diskussion über die Wirtschaftsüberhitzung (den möglichen Immobilien-Boom) und deren Folgen ist ausgelöst worden, die eng mit der Fiskalpolitik und dem Rohstoffmanagement verbunden war. Der Finanzminister hat sogar über eine Gefahr der sog. *„Wirtschaftsüberglühung“* gesprochen, falls es zu der vom Wirtschaftsministerium initiierten Mehrwertsteuersenkung kommen sollte (Kudrin, 2008). Kurz vor dem endgültigen Beschluss zu dieser Steuersenkung hat der Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise dazu geführt, dass diese Diskussion völlig überflüssig geworden ist. Die wohl gute Nachricht für die Notenbank war dabei, dass das Inflationsproblem durch die Finanzkrise (vorübergehend) gelöst wurde. Der Konsumentenpreisindex ist im Jahr 2009 aufgrund des starken wirtschaftlichen Einbruchs drastisch zurückgegangen.

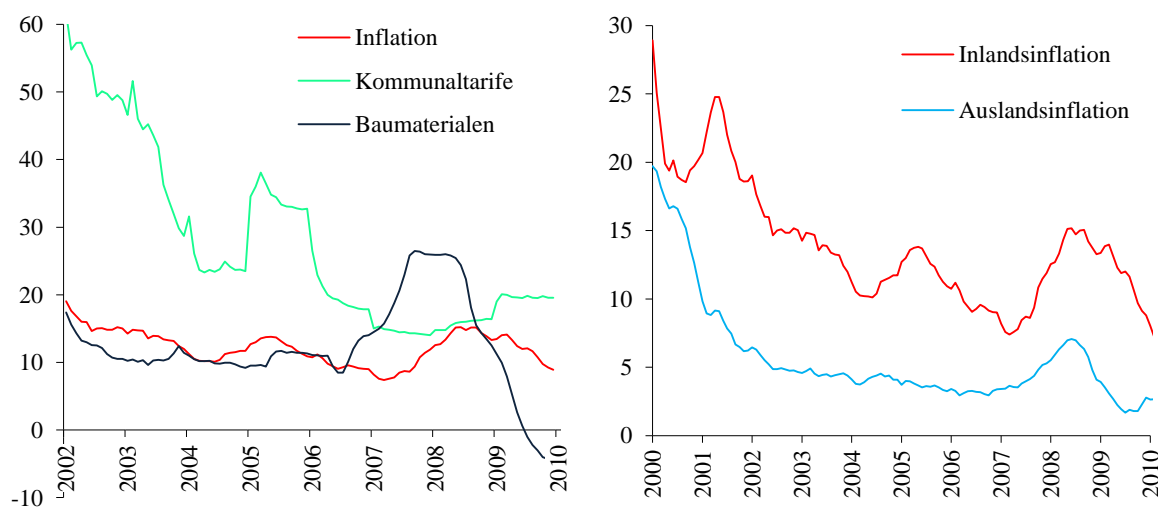
### 3.1.3. Analyse der Inflationsursachen

Bei der Analyse der Inflationsursachen werden die externen Faktoren getrennt von den binnenwirtschaftlichen Aspekten betrachtet. Zu den außenwirtschaftlichen Faktoren gehört vor allem die importierte Inflation, d.h. die Verteuerung von Gütern und eventuell Leistungen, die importiert werden. Der Anteil von importierten Gütern im Konsumentenkorb lag stets relativ hoch (über 40%) und hatte einen zunehmenden Trend. Die wichtigsten Importgüterländer waren (in abnehmender Reihenfolge) Deutschland, China, Ukraine, Japan und USA, die etwa 42,5% der Importanteile in den Jahren 2006-2009 ausmachten (Eigene Rechnungen, Zollamt Statistik).

Bis zum Jahr 2006 wies die Auslandsinflation<sup>31</sup> einen abnehmenden Trend auf. In den Jahren 2007-2008 sind die Preise im Ausland deutlich gestiegen (Abbildung 6), was die Preisentwicklung in Russland deutlich nach oben getrieben hat. Vor allem haben die Inflationsraten in China (bis zu 8,7%) und der Ukraine (bis zu 31%) die Importpreise verteuert. Auch in Deutschland und USA war eine Inflationswelle zu beobachten (jeweils 3,3% und 5,6%). Selbst in Japan war im Juli 2008 eine Inflationsrate von 2,3% zu verzeichnen (IFS). Die Tatsache, dass die Preiserhöhungen aus dem Ausland direkt „importiert“ worden sind, ist durch die hohe und zunehmende Importabhängigkeit zu begründen (was wiederum auf den real aufwertenden Wechselkurs zurückzuführen ist).

Die binnenwirtschaftlichen Faktoren der Preisentwicklung in Russland können nach monetären und anderen Ursachen getrennt werden. Die sog. nicht-monetären Ursachen sind vor allem die staatlich regulierten Tarife und Preise (z.B. Tarife für Kommunalleistungen) sowie die Fiskal- und Lohnregulierungspolitik. So wurde die Inflationswelle des Jahres 2005 durch die Anhebung der Kommunalтарife im Januar dieses Jahres um 47% ausgelöst. Die expansive Ausgabenpolitik des Staates, in Form einer stark aggressiven Lohn- und Rentenpolitik, befeuerte den Preisanstieg (ausführlicher im Kapitel 7).

Abbildung 6. Inflationsursachen, % p.a. (2000-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Inflationsberichte 2004-2010

<sup>31</sup> Die Auslandsinflation ist die gewichtete Inflation der 64 Importländer (Eigene Rechnungen, Zollamt Statistik)

Als eine zusätzliche Erklärung für die Inflation könnte die zunehmende Produktivität oder der sog. Balassa-Samuelson Effekt (BS-Effekt) betrachtet werden<sup>32</sup>. Der Anteil des BS- Effekts auf die Inflation ist schwer abzuschätzen (vor allem wegen Schwierigkeiten bei der richtigen Produktivitätsmessung). Laut einer Schätzung sei ca. ein Drittel der Inflation in der Zeit von 1999 bis 2007 auf den BS-Effekt zurückzuführen (Ulukayev, 2008).

Was Russland von den anderen (vor allem entwickelten) Ländern unterscheidet, ist das zurückhaltende Sparverhalten der Bürger, begründet durch das mangelnde Vertrauen in das Bankensystem. Laut Statistikamt (2009) verwendeten die Haushalte in den Jahren 2000-2009 (im Durchschnitt) etwa 70% ihres Einkommens für Konsum der Güter und Leistungen, 9% für Zwangsabgaben, etwa 7% für den Devisenkauf und nur 4% wurde eingespart. In Relation zum BIP betrug der Konsum der Privathaushalte und der Unternehmen im Durchschnitt etwa 50% und der Konsum des Staates etwa 17%. Die Sparquote lag etwa bei 21% (Statistikamt Russland, 2009).

Die monetären Ursachen der niedrigen Sparquote werden im Folgenden ausführlich beschrieben. Die Steuerung der Geldaggregate sowie die Transmissionspolitik werden näher erläutert.

---

<sup>32</sup> Mehr dazu vgl. Balassa, 1946 und Samuelson, 1946.

### 3.2. Steuerung von Geldaggregaten

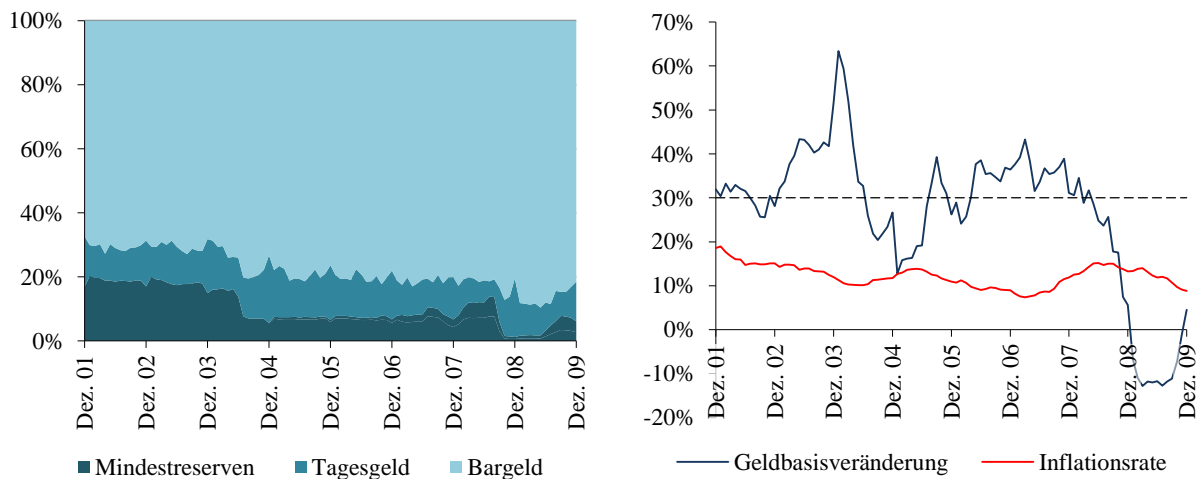
Die Geldaggregate (M2 und M3) sollen laut formalen Veröffentlichungen der ZBR (s. Haupttrichtlinien) als eigentliche operative monetäre Ziele verstanden werden. Zur Steuerung dieser Größen verfügte die ZBR über ein Instrumentarium von direkten und indirekten Mechanismen. Auf die Zinspolitik wurde in den Veröffentlichungen der Notenbank nicht explizit eingegangen. Stattdessen wurde sich bei der Prognose auf die zwei wichtigsten Größen konzentriert: Geldbasis und Geldmenge.

#### 3.2.1. Geldbasis als operative Steuerungsgröße der Geldpolitik

Die Geldbasis (auch das Zentralbankgeld) wird anhand monatlicher Zentralbankbilanzen berechnet und besteht generell aus dem Bargeld im Umlauf sowie den in der Notenbank deponierten Bankreserven. Die Definitionen der Geldbasis können sich jedoch in jedem Land sowie je nach dem Ziel der Analyse unterscheiden (IMF, 2000). Im Rahmen dieser Arbeit wird unter der Geldbasis die sog. „Geldbasis im engeren Sinne“ verstanden, die aus den Mindestreserven, dem Bargeld und dem Tagesgeld der Banken (oder Girokonten) besteht<sup>33</sup>.

Im betrachteten Zeitraum bestand die Geldbasis in Russland zum größten Teil (70% bis 90%) aus Bargeld (Abbildung 7). Auf das Bargeld und die Bargeldhaltungsquote wird in den späteren Abschnitten näher eingegangen. Das Tagesgeld (das jede Bank bei der Zentralbank hält, um ihre täglichen Transaktionen rechtzeitig tätigen zu können) machte je nach der Liquiditätslage auf dem Geldmarkt 5% bis 20% der Geldbasisstruktur aus.

Abbildung 7. Geldbasis: Struktur und Entwicklung, p.a. (2002-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Inflationsberichte 2004-2010

<sup>33</sup> Die Geldbasis im weiteren Sinne beinhaltet zusätzlich die freiwilligen Bankenreserven in der ZBR in Form von Einlagefazilitäten und Notenbankobligationen. Die von der ZBR definierte Geldbasis im engeren Sinne, die in den Haupttrichtlinien als Zielgröße verwendet wird, besteht nur aus Bargeld und Mindestreserven für Verbindlichkeiten in Nationalwährung.

Die Pflichtreserven waren von der Mindestreservpolitik der Notenbank abhängig. Bis Mitte 2004 hat die ZBR die Mindestreserven als geldpolitisches Instrument aktiv genutzt. Sie betragen knapp 20% der Geldbasis. Ab Mitte 2004 wurde die Mindestreserve verringert und flexibilisiert. Die ausgewählten „verlässlichen“ Banken haben von der ZBR das Recht erhalten, einen festgesetzten Betrag nur als Durchschnittswert auf ihrem Girokonto (statt auf dem Sperrkonto) zu erfüllen. Daraus resultierten Vorteile für die Banken, insbesondere im optimalen Cash Management. Nach und nach wurde die Zahl der Banken, denen ein solches Recht erteilt wurde, erhöht und betrug Ende 2009 etwa 77% aller Kreditinstitute (ZBR, Jahresbericht, 2009). Vor der Finanzkrise 2008 wurde die Mindestreservpolitik als Sterilisationsinstrument aktiviert. Zur Milderung der Liquiditätskrise wurden die Mindestreservesätze ab Oktober 2008 auf 0,5% gesenkt und ab Mai 2009 allmählich wieder angehoben.

Wie oben bereits erwähnt wurde, konnte die ZBR das Zentralbankgeld im gewünschten Bereich nicht steuern. Das Ziel, die jährliche Geldbasiswachstumsrate unter 30% zu halten, ist bis Herbst 2008 nur selten gelungen. Es ist zweifellos festzustellen, dass im betrachteten Zeitraum das Geldangebot in Russland außer Kontrolle der Notenbank lag. Bis zur Finanzkrise (bis Sept. 2008) war die Geldschöpfung hauptsächlich expansiv (Realwachstum  $21 \pm 10\%$  p.a.) und danach (bis Ende 2009) äußerst restriktiv (reale Veränderung  $-16 \pm 10\%$  p.a.). Anhand einer detaillierten Analyse der Zentralbankbilanz sollen im Folgenden die Ursachen der Geldbasisbildung ausführlich beschrieben werden.

### *3.2.1.1. Zentralbankbilanzanalyse*

Die Analyse der Zentralbankbilanz ergibt das eindeutige Bild, dass die Geldbasisbildung hauptsächlich von der Dynamik der Währungsreserven bestimmt war (Abbildung 8). Im Jahr 2003 z.B. hat die ZBR auf dem Devisenmarkt ca. 33 Mrd. USD netto angekauft. Als Konsequenz sind die Währungsreserven der Notenbank um 66% (auf ca. 73 Mrd. USD) und das Zentralbankgeld um 52% gestiegen. Im Jahr 2004 wurde der Stabilisierungsfonds eingerichtet, welcher als ein erfolgreiches Sterilisationsinstrument gewirkt hat. Obwohl im Jahr 2004 die ZBR mit ca. 50 Mrd. USD um 51% mehr Devisen netto gekauft hat und die Währungsreserven um weitere 65% (auf ca. 121 Mrd. USD) zugenommen haben, ist die Geldbasiswachstumsrate auf 27% gesunken.

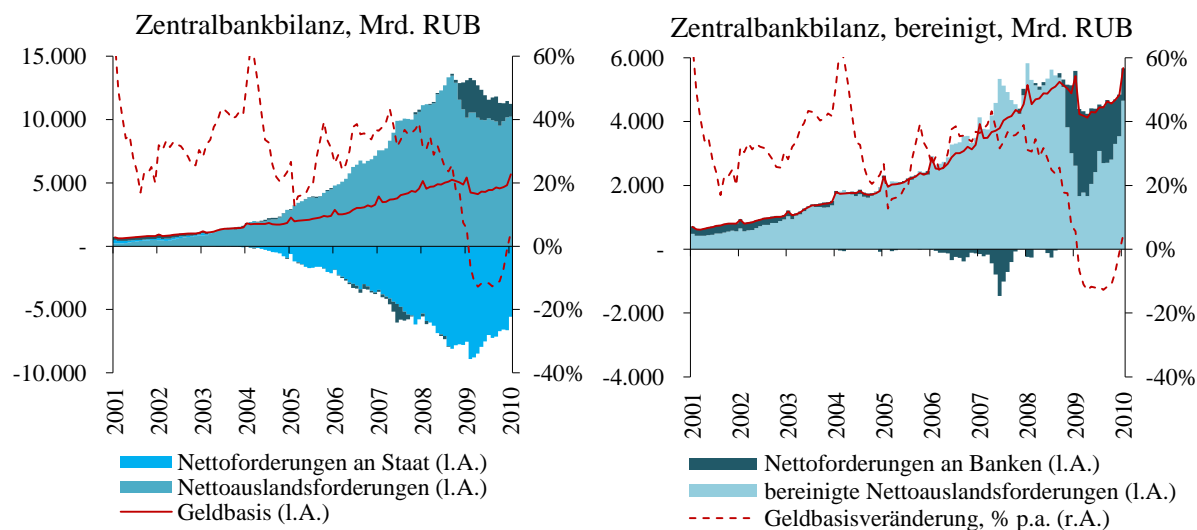
In den darauf folgenden Jahren beschleunigte sich das Geldbasiswachstum wieder, da die Interventionsmengen stark zunahmen. Im Jahr 2005 hat die ZBR die Devisen in Höhe von ca. 72 Mrd. USD netto gekauft. 2006 betrug der Nettodevisenkauf knapp 118 Mrd. USD und stieg im darauf folgenden Jahr 2007 auf ca. 143 Mrd. USD. Allein in den Monaten Januar bis Juli des Jahres 2008 bis zum Ölpreissturz und Ausbruch der Wirtschaftskrise wurden knapp 100 Mrd. USD Devisen netto gekauft. Im Herbst 2008 und Anfang 2009 hat die Notenbank die Devisen massiv verkauft, um die Währungsabwertung zu kontrollieren, was eine Liquiditätskrise ausgelöst hat. Die Geldbasis ist demzufolge stark zurückgegangen.

Die staatliche Sterilisation hat, wie anhand der Zentralbankbilanzanalyse zu sehen ist, eine äußerst wichtige Rolle in der Minderung der Geldexpansion gespielt. In den Jahren 2004 – 2008 wurden im Durchschnitt etwa 55-65% der getätigten Devisenmarktinterventionen durch

den Staat sterilisiert<sup>34</sup>. Nichtsdestotrotz hat es für die Kontrolle über die Geldbasis nicht ausgereicht. Die Instrumente der Notenbank wurden dagegen in relativ geringem Umfang eingesetzt. Um den Einsatz und die Wirkung von geldpolitischen Instrumenten genauer zu analysieren, ist es sinnvoll, die Währungsreserven um den Betrag der staatlichen Sterilisation zu bereinigen (rechte Grafik, Abbildung 8). Das daraus entstehende Bild macht deutlich, dass die geldpolitischen Instrumente bis zum Anfang der Finanzkrise 2008 die Geldbasisbildung kaum beeinflusst haben. Erst im Jahr 2006 hat die ZBR angefangen, die Geldabschöpfungsmechanismen allmählich zu aktivieren. Mitte 2007 hat der Umfang der Notenbanksterilisation den Höhepunkt erreicht (ca. 15% des Bestandes der Nettoauslandsforderungen vom 01.06.2007). Kurzfristig hat sich dies auf die Geldbasisbildung dadurch ausgewirkt, dass eine noch stärkere Geldexpansion verhindert wurde. In den darauf folgenden Monaten wurden diese Instrumente aufgrund zunehmender Spannung auf den Finanzmärkten zurückgeführt. Da die Notenbank hauptsächlich mit einem Liquiditätsüberschuss auf dem Geldmarkt zu kämpfen hatte, wurden die Refinanzierungsmechanismen nicht nachgefragt.

In der Abbildung 9 ist die oben beschriebene Entwicklung noch deutlicher zu sehen. Der Saldo von Zahlungsverpflichtungen der Banken gegenüber der ZBR war bis zur zweiten Hälfte 2007 hauptsächlich negativ. Daraus resultiert, dass die Kreditinstitute in der Summe aller Instrumente (außer Intraday-Kredite) gegenüber der Notenbank im Gläubigerverhältnis standen. Die Nettozahlungsverpflichtungen waren seltener und in geringerem Umfang zu beobachten. Erst ab August 2007 hat sich das Bild geändert. Die Kreditinstitute waren immer häufiger und in höheren Mengen nettozahlungspflichtig. Anfang 2009 hat ihre Verschuldung gegenüber der Notenbank so stark zugenommen, dass die gesamte an einem Tag anfallende Zahlungsverpflichtung der Banken gegenüber ZBR ihre zur Verfügung stehende Liquiditätsmenge (Tagesgeld) überstieg.

Abbildung 8. Zentralbankbilanz, Monatsendstand (2001-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, IFS

<sup>34</sup> Berechnungen des Verfassers aufgrund der Angaben der Zentralbankbilanz

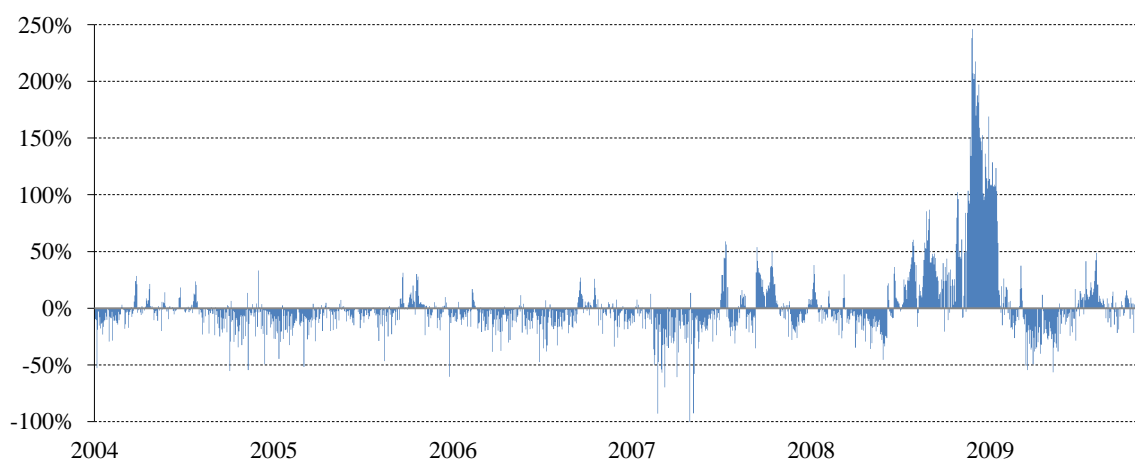


### 3.2.1.2. Geldpolitische Geschäfte der Notenbank

Unter den Refinanzierungsinstrumenten waren zunächst die klassischen Repo-Geschäfte häufiger im Einsatz zu finden. Bei einem Repo-Geschäft handelt es sich um eine Rückkaufvereinbarung, bei welcher die Banken ihre Wertpapiere an die Notenbank mit einer Vereinbarung verkaufen, diese nach einer vereinbarten Zeit und mit einem vereinbarten Zinsabschlag zurückzukaufen. Die Repo-Geschäfte konnten sowohl zum Festzins als auch zu den auf den Auktionen entstehenden Zinsen (jedoch unter Beachtung des festgelegten Mindestzinses) durchgeführt werden. Die Laufzeiten waren meistens kurzfristig (ein Arbeitstag, eine Woche). Die Repo-Geschäfte mit Laufzeit von mehr als einer Woche (bis zu einem Jahr) waren eher selten. Der Einsatz dieses Instrumentes war deswegen stark begrenzt, da eine Vorlage der von der Notenbank akzeptierten erstklassigen Wertpapiere vorausgesetzt war. Teilweise aufgrund des geringen Umfangs von Staatsanleihen im Umlauf und/oder des fehlenden Bedürfnisses war der Markt der notenbankfähigen Wertpapiere relativ gering. Erst als die ZBR den Kreis von akzeptablen Wertpapieren erweitert hatte, konnten deutlich mehr Banken dieses Angebot in Anspruch nehmen. Insbesondere im Januar 2009 hat die Nachfrage den Höhepunkt erreicht. An einem Tag wurden die Repo-Geschäfte in Höhe von ca. 700 Mrd. RUB durchgeführt (ZBR, Statistiken, 2009). Das war doppelt so hoch wie der Stand der für alle Banken zur Verfügung stehenden Sichteinlagen (Abbildung 10, oben links).

Eine andere Refinanzierungsalternative stellten die Overnight-Kredite, die Lombardkredite und die durch die Aktiva oder Bürgschaften abgesicherten Kredite dar. Die letzte Form der Refinanzierung hat sich besonders gut entwickelt. 2009 wurden die kurzfristigen Repo-Geschäfte durch die mittelfristigen Darlehen ersetzt, die durch Bürgschaften anderer Kreditinstitute oder diverse Aktiva abgesichert worden waren. Der Höhepunkt dieser Refinanzierungsformen war im April 2009 zu verzeichnen, in welchem der Schuldenstand aller Banken hinsichtlich dieser Kredite 800 Mrd. RUB überschritt (Abbildung 10, oben rechts). Da die von der ZBR akzeptierten Aktiva und Bankgarantien stark begrenzt waren, konnte auch dieses Instrument die entstandene Liquiditätslücke nicht schließen.

Abbildung 9. Bankenverpflichtungen im Verhältnis zum Girokontostand (2004-2009)



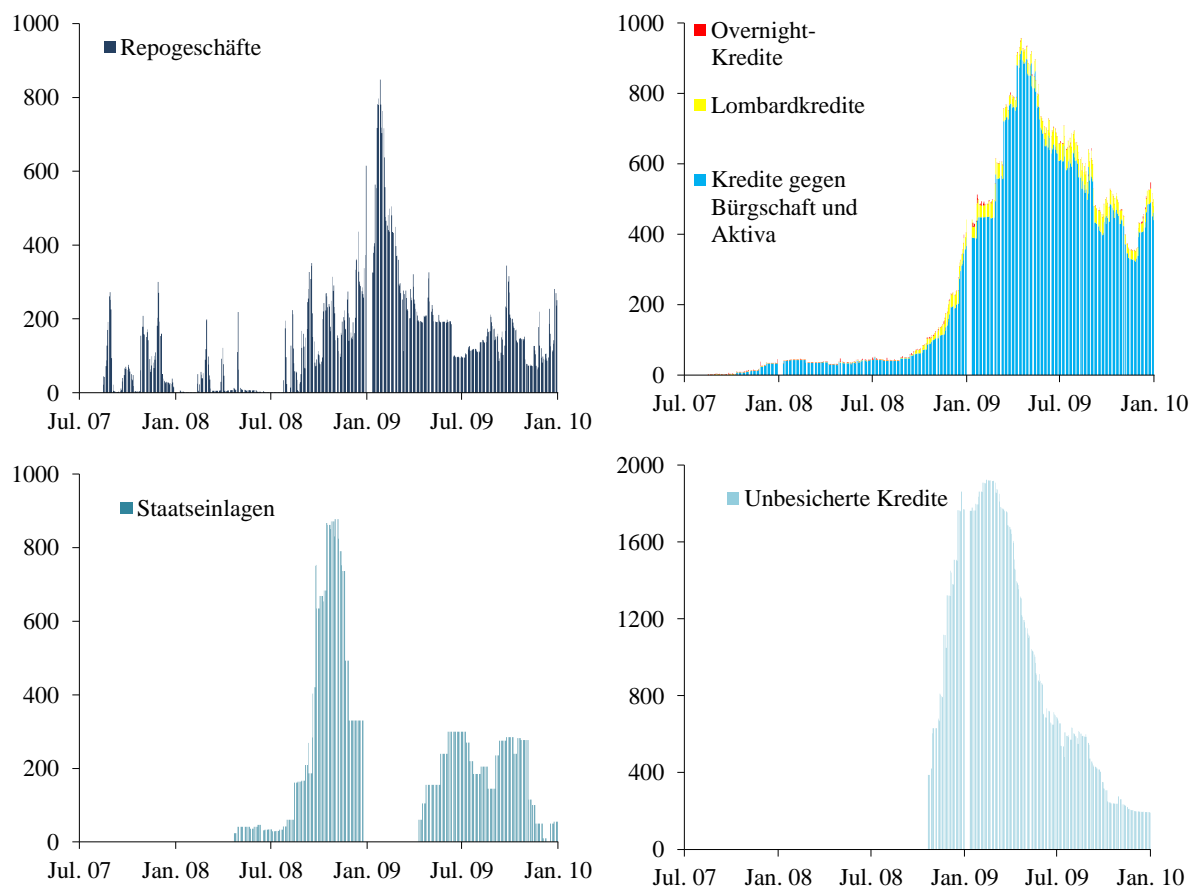
Ein positiver Betrag bedeutet eine am Stichtag anfallende Zahlungsverpflichtung der Banken gegenüber der ZBR, ein negativer Betrag ist eine am Stichtag anfallende Zahlungsforderung der Banken an die ZBR.

Quellen: ZBR, Online-Statistiken

Ab dem 20. Oktober 2008 (nachdem das Zentralbankgesetz entsprechend geändert wurde<sup>35</sup>) hat die ZBR angefangen, die unbesicherten Refinanzierungskredite zu vergeben. Die Laufzeit dieses Instrumentes war je nach Rating des jeweiligen Kreditnehmers auf maximal ein Jahr begrenzt. Eine Bank mit einem BB- Rating (S&P, Fitch) hatte beispielsweise Anspruch auf einen Kredit mit einer Laufzeit von bis zu 6 Monaten. Die Zinssätze kamen auf dem Markt zustande, hatten allerdings eine festgelegte Mindestgrenze. Die Einführung dieses Instrumentes hat das Ausmaß der Liquiditätskrise sowie die bestehenden Probleme mit der Kreditabsicherung deutlich gemacht. Trotz der relativ hohen Zinssätze war die Nachfrage sehr hoch.

Bis Ende des Jahres 2008 hat die ZBR die unbesicherten Kredite in Höhe von mehr als 3 Billionen RUB für die Zeit von 3 bis 6 Monaten allokiert. Im Februar 2009 betrug die Gesamtverschuldung des Bankensystems nur in Bezug auf dieses Instrument knapp 2 Billionen RUB, was das Vierfache der Reserven aller Kreditinstitute in der Notenbank ausmachte (Abbildung 10, unten rechts). Als Refinanzierungsinstrument waren die unbesicherten Kredite während der Liquiditätskrise vom Umfang her am bedeutendsten.

Abbildung 10. Refinanzierungsinstrumente, Tagesendstand in Mrd. RUB (2007-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Statistiken (2007-2009)

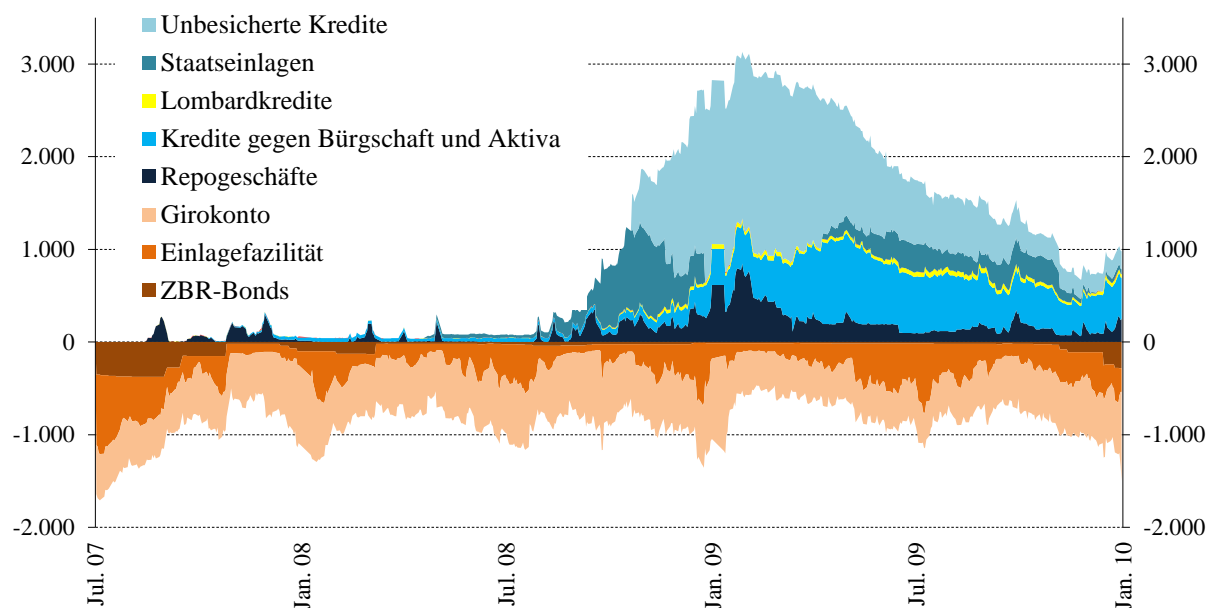
<sup>35</sup> Finanzsystemunterstützungsgesetz, 2008.

Durch die operativen Gesetzesänderungen und die Reaktionen der Notenbank konnten bestehende Lücken im Refinanzierungssystem beseitigt werden. In der Zeit, die diese Anpassungen allerdings in Anspruch genommen haben, haben die staatlichen Instrumente eine äußerst wichtige Rolle gespielt. Ab April 2008 hat die Regierung beschlossen, die zur Verfügung stehenden freien Staatsmittel in den Banken zu deponieren<sup>36</sup>. Die Mittel wurden im Tenderverfahren allokiert. Als Kriterium für die Teilnahme an einem Tenderverfahren galt wiederum das Rating der Bank von mindestens BB- (S&P, Fitch) oder Ba3 (Moody's).

2008 wurden die Einlagen des Staates in gesamter Höhe von ca. 1,7 Billionen RUB auf eine Frist von überwiegend ein und drei Monaten auf den Bankkonten deponiert. Bis Ende Oktober 2008 stellten die Staatseinlagen die Hauptquelle für die Bankenliquidität dar (bis zu 80% der Gesamtrefinanzierung). Erst nach der Einführung der unbesicherten Refinanzierung wurden die staatlichen Einlagen zurückgeführt (Abbildung 10, unten links).

Die Refinanzierungsinstrumente haben also erst ab Mitte 2008 an Bedeutung gewonnen und waren zuvor kaum im Einsatz. Die gesamte Refinanzierungsverschuldung aller Kreditinstitute lag vor August 2008 im Durchschnitt bei 100 Mrd. RUB und nahm innerhalb der sechs Monate auf über 3 Billionen RUB (entspricht dem ca. 30-fachen) zu (Abbildung 11). Die Notenbank war davor hauptsächlich auf die Geldabschöpfung konzentriert. Zwei Instrumente standen dabei für ZBR zur Verfügung: Einlagefazilitäten und Notenbankbonds.

Abbildung 11. Instrumente im Gesamtüberblick, Tagesendstand, Mrd. RUB (2007-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Statistiken (2007-2009)

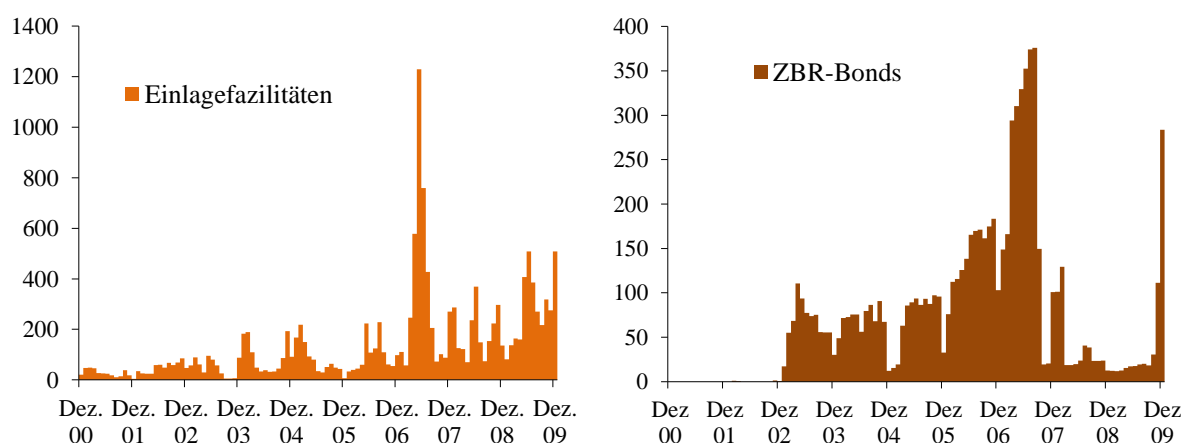
<sup>36</sup> Regierungsbeschluss, 2008.

Die Einlagefazilitäten wurden zum Großteil als ein sehr kurzfristiges Instrument (auf einen Tag und eine Woche) eingesetzt. Die Auktionen, in denen die Einlageoptionen auf die Zeit bis zu 3 Monaten angeboten wurden und die variablen Zinsen unter Beachtung einer Höchstgrenze entstanden, wurden nicht hoch nachgefragt. In Relation zur Geldbasis blieb der Stand von Bankeneinlagen in der Notenbank meistens (bis auf April-Juni 2007) unter 10%. Dieses Instrument wurde von den Banken hauptsächlich zur Cash-Flow-Optimierung genutzt und war im Sinne der Geldbasissteuerung und der Sterilisation von Deviseninterventionen eher unwirksam.

Als eine weitere Alternative zur Liquiditätsabschöpfung standen die Notenbankbonds zur Verfügung. Ab dem Jahr 2003 wurden von der Notenbank eigene Obligationen emittiert. Ihr größter Teil hatte eine Laufzeit von 3 bis 6 Monaten. Im Durchschnitt lag die Verschuldung des Bankensystems hinsichtlich dieser Bonds allerdings nur bei ca. 5% zur Geldbasis. Dieses Instrument hatte daher ebenfalls keine große Auswirkung auf die Geldbasisbildung. Nur in den Jahren 2006-2007 hat die ZBR die Bondsausgabe leicht intensiviert, musste sie später allerdings auslaufen lassen (Abbildung 12).

In der Tabelle 6 wird versucht, den Einsatz von geldpolitischen Instrumenten zu vergleichen. Der Durchschnittsstand am Tagesende wird in der Relation zur Geldbasis betrachtet. In den Jahren 2006 und 2007, in denen so gut wie keine Refinanzierungsgeschäfte durchgeführt wurden (ca. 1% und 2,5% zur Geldbasis), absorbierte die ZBR die Liquidität, die im Durchschnitt ca. 10% und 15% der Geldbasis ausmachte. In den Jahren 2008 und 2009, die durch die Liquiditätskrise gekennzeichnet waren, wurden die Banken hauptsächlich durch die Entwicklung von unkonventionellen Refinanzierungsinstrumenten mit Liquidität versorgt. Der Gesamtschuldenstand aller Banken gegenüber der ZBR lag im Durchschnitt über 30% und 40% gemessen an der Geldbasis, während die Liquiditätsabschöpfung auf ca. 6-8% zur Geldbasis zurückgeführt wurde.

Abbildung 12. Geldabschöpfungsinstrumente, Tagesendstand, Mrd. Rub. (2000-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken

Obwohl die Notenbank über ein breites geldpolitisches Instrumentarium verfügte, hat sie eine passive Rolle auf dem Geldmarkt übernommen und die Geldbasis aus diesem Grund nicht steuern können. Die Ursachen dieser Passivität hingen meistens mit den wechselkurspolitischen Zielen zusammen und werden im folgenden Kapitel ausführlich diskutiert. Insbesondere wird die Frage der Möglichkeit einer gleichzeitigen Wechselkurs- und Zinspolitik im Vordergrund stehen. Zunächst soll eine Analyse des gesamten Finanzsystems durchgeführt und die Entwicklung der Geldmenge kurz beschrieben werden.

Tabelle 6. Einsatz der geldpolitischen Instrumente im Vergleich

Ziel	Instrument	<u>Durchschnittsstand in % zum Geldbasisdurchschnitt</u>			
		2006	2007	2008	2009
Liquiditäts- bereitstellung	Overnight-Kredite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Repogeschäfte	0,7%	1,9%	1,8%	4,9%
	Lombarkredite	0,0%	0,0%	0,2%	0,9%
	Kredite gegen Bürgschaft und Aktiva	0,0%	0,5%	1,4%	12,4%
	Unbesicherte Kredite	-	-	22,6%	19,3%
	Staatseinlagen	-	-	5,5%	4,1%
Liquiditäts- abschöpfung	Einlagefazilitäten	5,0%	10,4%	4,9%	6,3%
	ZBR-Bonds	4,8%	5,3%	0,8%	0,9%

Quellen: Eigene Rechnungen, ZBR-Statistikberichte

### 3.2.2. Geldmenge und Geldmengensteuerung

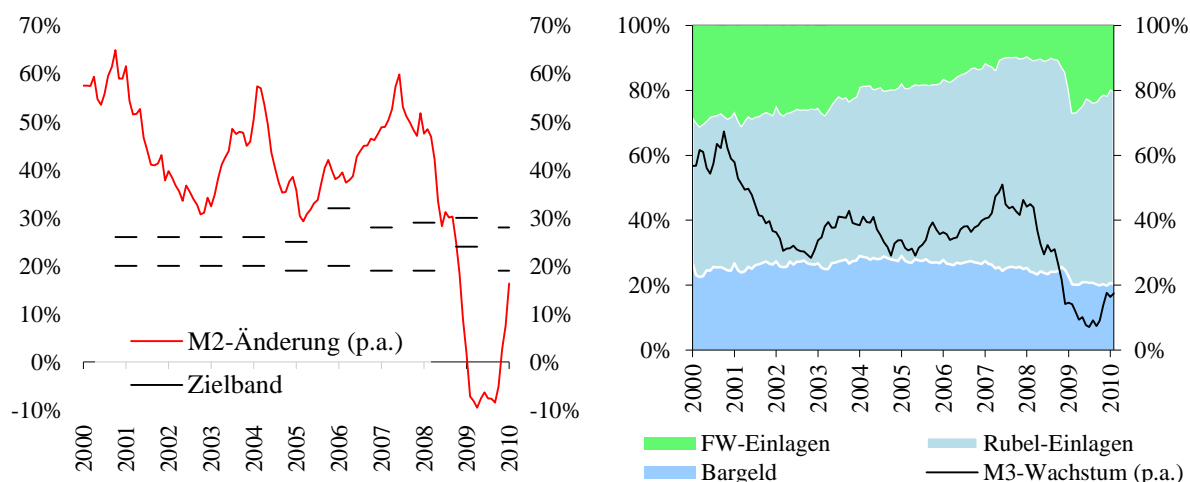
Im vorherigen Abschnitt wurde mit Hilfe einer Notenbankbilanzanalyse festgestellt, dass es im betrachteten Zeitraum von 2000 bis 2009 infolge der Devisenmarktinterventionen zu einer unkontrollierten Liquiditätsbildung kam. Im Folgenden wird untersucht, wie sich die unsterilisierte Liquidität auf die Geschäftsbankenbilanzen und auf die Geldaggregate auswirkte. Die jährlich veröffentlichten Ziele oder Prognosen der Wachstumsraten für das Geldaggregat M2 (die nicht erreicht werden konnten) sollten eigentlich laut gesetzlichen Normen als Kerngrößen der Geldpolitik betrachtet werden.

#### 3.2.2.1. Monetäre Analyse

Die ZBR definiert die Geldmenge (M2) als die Summe des Bargeldes im Umlauf und der Rubeleinlagen bei den Banken. In zehn Jahren wurde von der Notenbank eine Bandbreite des Geldmengenwachstums zwischen ca. 20% und 30% als wünschenswert (oder als Ziel) angenommen. In den Jahren 2000-2007 lag allerdings die tatsächliche Geldmengenwachstumsrate pro Jahr (ca. 44% im Durchschnitt) um einiges höher als gewünscht. In den Jahren 2008 und 2009 hat die Geldmenge M2 im Jahresvergleich jeweils um 1,7% und 16,3% zugenommen, was unter den Prognose- oder Zielwerten lag (Abbildung 13). Die Zielverfolgung der M2-Geldmengensteuerung (wenn eine solche gegeben war) ist den geldpolitischen Akteuren definitiv misslungen. Dass die M2-Wachstumsrate in Jahren 2001, 2002 sowie 2004 eine rückläufige Dynamik aufwies, muss nicht unbedingt auf eine erfolgreiche Geldpolitik hindeuten.

Im Rahmen dieser Arbeit wird eine breitere Definition der Geldmenge verwendet (sog. M3-Geldmenge), die zusätzlich die Einlagen in der Fremdwährung mitberücksichtigt. Diese Definition stellt nach Meinung des Verfassers einen geeigneteren Indikator für die Analyse des Geldangebots dar, weil aufgrund des relativ hohen Dollarisierungsgrades in Russland mehrere Geldfunktionen auch von einer Fremdwährung (insb. US Dollar) übernommen wurden.

Abbildung 13. M2-Entwicklung und -Ziele, M3-Struktur (2000-2009)



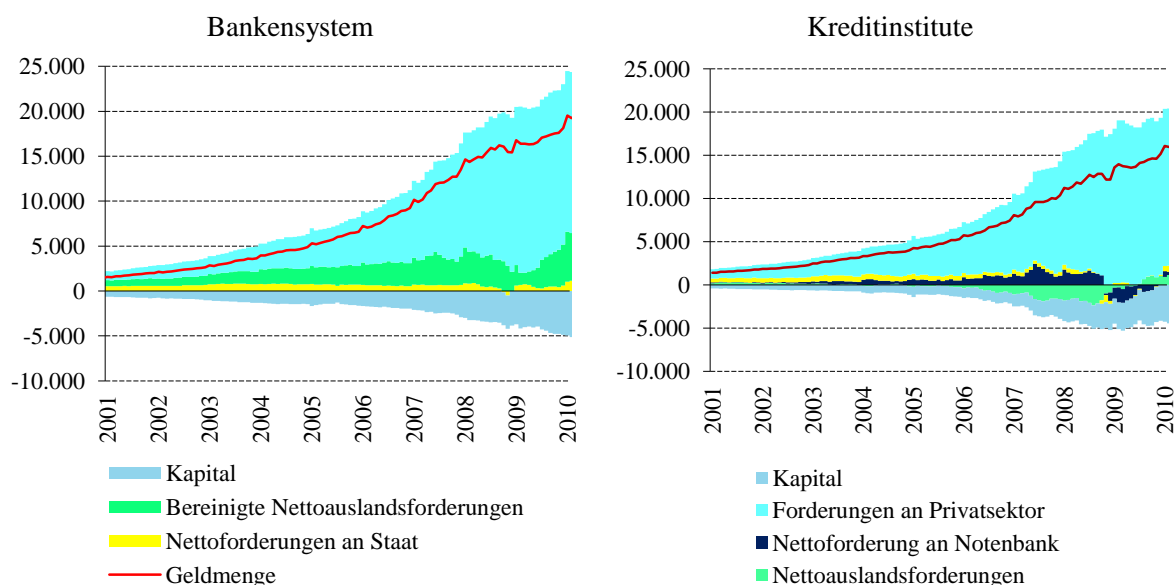
Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken, Haupttrichtlinien 1999-2009

Die M3-Dynamik wies im betrachteten Zeitraum eine ähnliche Entwicklung auf wie die der M2-Geldmenge. Der Hauptunterschied lag in einer geringeren Schwankungsbreite des M3-Aggregates (Abbildung 13). In der Zeit zwischen 2002 bis 2007 betrug die M3-Jahreswachstumsrate im Durchschnitt  $37 \pm 5\%$  (real:  $25 \pm 7\%$ ), während die M2-Geldmenge im Schnitt um  $42 \pm 8\%$  jährlich wuchs (real:  $30 \pm 9\%$ ).

Die vom September 2008 bis Januar 2009 andauernde Währungsabwertung hat eine Flucht aus dem Rubel ausgelöst. In diesen fünf Monaten ist das Rubel-Bargeld um 15% und die Rubel-Einlagen um 18% zurückgegangen, während die Einlagen in Fremdwährung (FW-Einlagen) um das 2,6-fache zugenommen haben. Der Anteil der Fremdwährung an den Gesamteinlagen (der gängigste Indikator des Dollarisierungsgrades) ist demzufolge von 14% auf 34% (das Niveau des Jahres 2003) gestiegen. Die seit Anfang des Jahrzehnts zu beobachtende Senkung des Dollarisierungsgrades war nicht nachhaltig. Die vermeintliche De-Dollarisierung ist mehr oder weniger auf die Wechselkurspolitik zurückzuführen, die eine starke reale Aufwertung des Rubels gegenüber den US-Dollar zur Folge hatte. Der Bargeldanteil in der M3-Geldmenge hatte einen relativ stabilen Verlauf und betrug im Durchschnitt ca.  $26 \pm 2\%$ . Anfang 2009 ist die Bargeldhaltungsquote infolge der Rubel-Abwertung auf ca. 20% abgerutscht.

Die Bankensystem-Bilanzanalyse hat ergeben, dass ein im Durchschnitt ca. 40-prozentiges Geldmengenwachstum in den Jahren 2000-2007 (real ca. 27%) hauptsächlich auf zwei Ursachen zurückzuführen ist. Zum größten Teil (bis zu 80%) ist die Geldmenge infolge der Kreditvergabe der Banken zustande gekommen. Etwa ein Viertel des Geldangebots haben die Devisenankäufe der Notenbank verursacht. Insbesondere bis zum Jahr 2004 waren die nicht-sterilisierten Devisenmarktinterventionen der ZBR für ca. 35% des Geldmengenwachstums verantwortlich (Abbildung 14).

Abbildung 14. Bankensystembilanz und Bilanz der Kreditinstitute, Mrd. Rub. (2000-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, IFS

Ab dem Jahr 2004 (als ein staatlicher Rohstofffonds zur Devisensterilisation gebildet worden ist) hat sich der Einfluss von Devisenankäufen verringert, während die Kreditvergabe der Banken sich weiterhin mit einem Wachstum von ca. 40% jährlich fortsetzte. Neben der Kapitalaufstockung haben die Banken ab dem Jahr 2006 (nachdem die Kapitalverkehrsbeschränkungen abgeschafft wurden) zunehmend die Verschuldung im Ausland als eine Quelle des Kreditgeschäfts genutzt (Abbildung 14, rechtes Bild). Nur in drei Jahren von 2006 bis August 2008 ist die Fremdwährungsverschuldung der russischen Banken um das 6-fache auf ungefähr 100 Mrd. USD gestiegen.

Die ZBR reagierte darauf mit Geldabschöpfungsmaßnahmen (und Erhöhung des Mindestreservesatzes auf die Einlagen in Fremdwährung). Nachdem die Kreditinstitute ab August 2008 in Zahlungsschwierigkeiten geraten waren, haben sie ihre Verschuldung im Laufe der darauf folgenden Zeit allmählich abgebaut, was zum Großteil durch die Notenbank finanziert wurde. Demzufolge hat sich die Kreditvergabe bei den angeschlagenen russischen Banken im Jahr 2009 und dementsprechend das Geldmengenwachstum verlangsamt. Die Rubel-Geldmenge (M2) wies sogar infolge der „Flucht“ aus dem Rubel negative Jahreswachstumsraten auf.

### *3.2.2.2. Einlagenstruktur bei den Banken*

In den Jahren 2000-2007 waren die Banken in Russland hinsichtlich der Vertrauensbildung vermeintlich erfolgreich, denn die Einlagen nahmen um mehr als 40% p.a. im Durchschnitt zu (real ca. 28%). Ein weiteres Indiz für die vermeintliche Vertrauensstärkung könnte die Fristenverlängerung der Bankeneinlagen sein. Im Jahr 2000 war die Laufzeit bei über 80% der Gesamteinlagen weniger als ein Jahr. Bis 2005 ist diese Quote rasch auf ca. 46% geschrumpft. Die mittelfristigen Einlagen sind dagegen auf 42% gestiegen. Die restlichen 12% der Einlagen waren auf eine Frist von mehr als 3 Jahre angelegt (Abbildung 15). Dies spricht für ein höheres Vertrauen in das Bankensystem und deutet auf eine höhere Stabilität des Finanzsystems hin. Allerdings ist die Fristenstruktur nach 2005 relativ unverändert geblieben.

Die größten Anleger waren die Privathaushalte (im Durchschnitt 60% der Einlagen). Seit 2002 war ein deutlicher Trend des Rückgangs des Privathaushaltsanteils in der Gesamtstruktur zu beobachten. Dies geschah jedoch (bis 2008) infolge der starken Senkung der Einlagen in Fremdwährung. Im Jahr 2002 betrug der Anteil der FW-Einlagen etwa 30%. Dieser ging auf 8% im Jahr 2007 zurück. Im Jahr 2008 kam es infolge der Rubelabwertung zu einer Umschichtung innerhalb der Einlagen der Privaten. Allein im letzten Drittel dieses Jahres sind die Rubel-Ersparnisse in den Banken um 16% (ca. 840 Mrd. Rub.) zurückgegangen und die FW-Einlagen knapp auf das Doppelte (ca. 765 Mrd. Rub.) gestiegen.

In der Struktur der Unternehmenseinlagen hat die Fremdwährung ebenfalls ihre Position verloren. Am Anfang der Dekade war nur ein Viertel der Unternehmenskonten in Rubel. Nach 2003 haben die Unternehmenseinlagen in Rubel mit einem überdurchschnittlichen Wachstum zugenommen (80% in 2006/07 z.B.). Dies ist zum Großteil auf die gestiegenen Rohstoffeinnahmen der Unternehmen zurückzuführen, die eine wichtige Quelle für das Kreditgeschäft der Banken darstellten.



### 3.2.2.3. Kreditgeschäfte der Banken

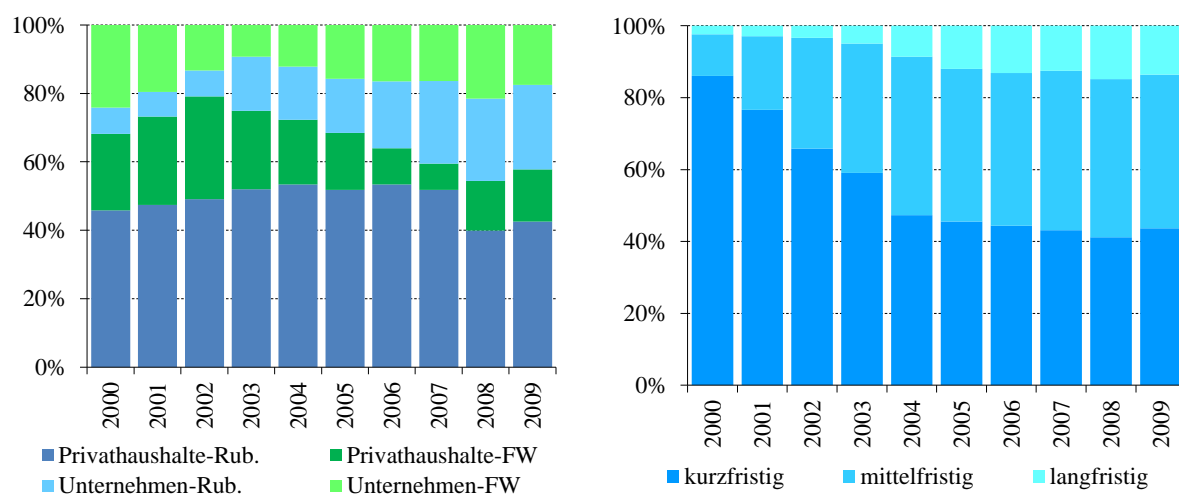
Die gesamte Kreditverschuldung bei den Banken wuchs in den Jahren 2000-2008 mit einer Durchschnittsrate von ca. 50% pro Jahr (real: 35%). Solch ein starker Kreditboom hatte eine überproportionale und unerwünschte Geldmengenbildung zur Folge. Im Jahr 2009 sind die Gesamtforderungen der Banken an den Privatsektor um 2% zurückgegangen (real: -11%). Strukturell hat sich in diesen Jahren in jeglicher Hinsicht einiges geändert (Abbildung 16).

Erstens ist der Anteil der Kredite in Fremdwährung infolge der Wechselkurspolitik deutlich gesunken. Im Jahr 2000 waren ca. 33% der Bankforderungen an den Privatsektor in Fremdwährung gebucht. Insbesondere nach 2003 (Anfang der Rubelaufwertung) ging dieser Anteil von FW-Krediten allmählich zurück und fiel auf ca. 24% im Jahr 2009.

Zweitens hat die Kreditvergabe an Privathaushalte stark zugenommen. Am Anfang der Dekade stellten die Bankforderungen an die Privathaushalte nur knapp 6% der Gesamtbankforderungen dar. In neun Jahren ist dieser Anteil auf 24% gestiegen. Hier handelt es sich überwiegend um Hypotheken und Konsumentenkredite. Zurückzuführen ist diese Entwicklung auf die Niedrigzinspolitik. Im Jahr 2009 hat die Kreditvergabe an die Privathaushalte besonders stark gelitten. Die Forderungen an diese Zielgruppe sind in einem Jahr um 11% zurückgegangen.

Drittens haben sich die Laufzeiten der Kredite verlängert. Anzumerken ist dabei, dass aufgrund von mangelnden Daten sich die Aussagen zur Fristenstruktur nur auf die Unternehmenskredite beziehen können. Per 31.12.2000 hatten ca. 65% aller Forderungen an Unternehmen eine Laufzeit von weniger als einem Jahr. Ungefähr 18% der Unternehmenskredite waren zu diesem Zeitpunkt mittelfristig und 12% langfristig. Innerhalb einer Dekade ging der Anteil von kurzfristigen Krediten im Bankencreditportfolio auf 28% zurück. Dementsprechend hat sich der Anteil von mittelfristigen Darlehen auf 30% und langfristigen Krediten auf 36% erhöht.

Abbildung 15. Struktur und Entwicklung der Einlagen in den Banken (2000-2009)

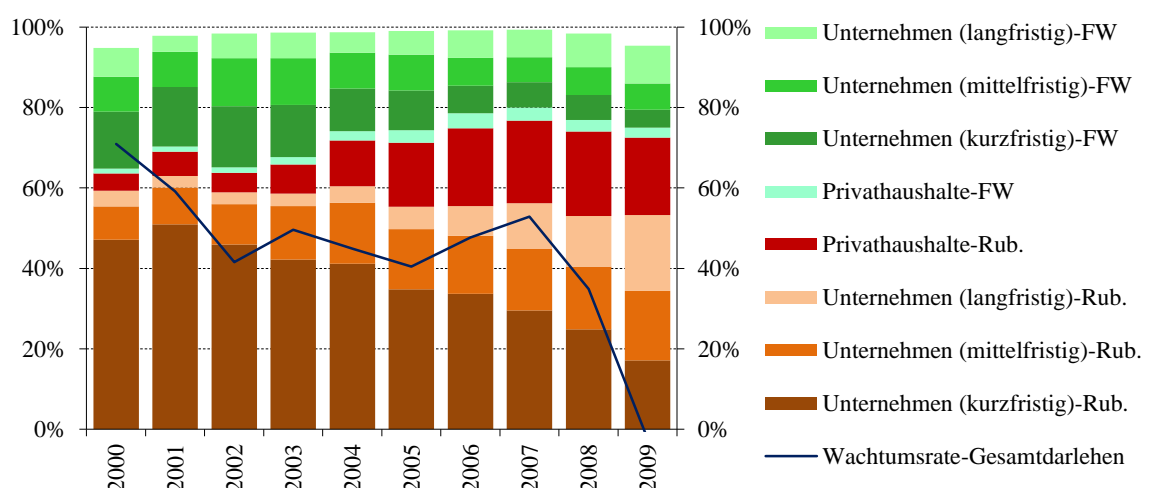


Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken

Aus den beschriebenen strukturellen Änderungen des Bankenkreditportfolios lässt sich insgesamt eine positive Tendenz herauslesen. Ein wachsendes Vertrauen in die Nationalwährung, zunehmende Einbeziehung der Privathaushalte in die Kreditgeschäfte sowie die Fristenverlängerung von Darlehen sprechen für eine fortschrittliche Entwicklung eines gesunden Bankensystems. Man könnte vermuten, dass die Defizite etwa im Bereich der längerfristigen Finanzierung und der Privathaushaltsfinanzierung nachgeholt werden konnten, was für eine überproportionale Geldnachfrage verantwortlich sein könnte. Über eine gesunde Entwicklung wäre aber nach Meinung des Verfassers dann zu sprechen, wenn durch die Kredite in erster Linie die Investitionen finanziert worden wären. Die überproportionale Ausweitung des Kreditgeschäftes im Bereich Hypotheken und Konsumentenkredite führte eher zu einer Überhitzung und Blasenbildung. Die Fristenkongruenz verschlechterte sich. Die Laufzeiten der Einlagen waren deutlich kürzer als die der Darlehen. Die Tatsache, dass in den Jahren 2008-2009 der Anteil von ausfallbedrohten Krediten im Gesamtportfolio (NPL-Quote) von ca. 2,5% auf knapp 10% gestiegen ist (IWF, 2010), ist eine Bestätigung dieser Thesen.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass infolge der Fehlentwicklungen im Kreditwesen die Aufgabe der Sicherung der Preisstabilität deutlich erschwert wurde. Die aus den unsterilisierten Devisenmarktinterventionen der ZBR resultierende Geldbasisbildung führte dazu, dass die Banken die billigen Ressourcen in den Kreditwirtschaftskreislauf pumpten, ohne die Refinanzierungsangebote der Notenbank oder die Ersparnisse der Bevölkerung nachzufragen. Der Hauptgrund dafür war die Niedrigzinspolitik der ZBR. Andererseits nutzten die Kreditinstitute die Fremdverschuldung als eine zusätzliche Quelle für ihre boomenden Kreditgeschäfte. Das spricht dafür, dass die Zinsen im Ausland noch attraktiver waren und dass eine Zinsanhebung durch die ZBR (ohne weitere Maßnahmen) keine große Auswirkung bewirkt hätte. Eine effektive Steuerung von Geldaggregaten ist der ZBR nicht gelungen.

Abbildung 16. Struktur und Entwicklung der Kreditbestände der Banken (2000-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken

### 3.3. Transmission der Geldpolitik

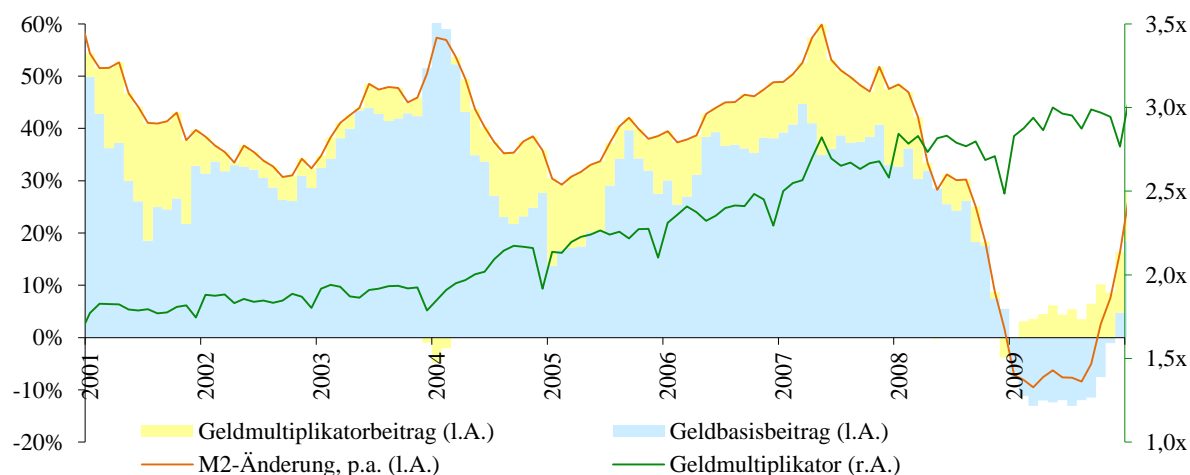
Die Übertragung der Geldpolitik auf die Realwirtschaft und das Preisniveau in Russland werden zunächst anhand der Geldmultiplikator- und Geldumlaufgeschwindigkeitsentwicklung beschrieben. Anschließend wird die Transmission der Geldpolitik über den Zinskanal analysiert.

#### 3.3.1. Geldmultiplikator und Geldumlaufgeschwindigkeit

Im Kapitel 3.2. wurde die Entwicklung der Geldbasis und der Geldmenge in der Zeit von 2000 bis 2009 beschrieben. Offen blieb dabei die Frage des Zusammenhangs zwischen diesen beiden Geldangebotsgrößen sowie des Zusammenhangs zwischen der Geldbasisbildung und der Preisstabilität. Die Geldmenge könnte in einem Entwicklungsland auch ohne starke Geldbasiserhöhung steigen, wenn die Effizienz des Finanzsystems sowie das Vertrauen in die Banken spürbar zunehmen würden. Dies lässt sich anhand des Geldmultiplikators feststellen. Der Geldmultiplikator in Russland wurde als Verhältnis der Geldbasis zur M2-Geldmenge berechnet<sup>37</sup>.

Im betrachteten Zeitraum war ein leicht zunehmender Trend in der Dynamik dieses Indikators zu beobachten. Ausgehend vom Wert 1,6x ist der Geldmultiplikator auf 3x gestiegen. Dies spricht für die steigende Effizienz des Finanzsystems sowie für das zunehmende Vertrauen. Dennoch blieb der Geldmultiplikator im internationalen Vergleich relativ niedrig (z.B. in Kasachstan – 3,1x; China – 4,2x; Rumänien – 4,3x; Indien – 4,6x; Tschechien – 5,1x; Japan – 6,7x; Brasilien – 8,6x; Kanada – 14,3x)<sup>38</sup>. Außerdem war die Steigerung des Geldmultiplikators nicht in dem Maße zu erkennen, dass dadurch die boomenden Kreditgeschäfte der Banken hätten erklärt werden können. Für die Entwicklung der Geldmenge war zu ca. 85% (im Durchschnitt) die Geldbasisbildung der Notenbank verantwortlich (Abbildung 17).

Abbildung 17. Beitrag des Geldmultiplikators zur Geldmengenentwicklung, p.a. (2001-2009)



Quellen: Eigene Darstellung und Rechnungen, ZBR, Online-Statistiken

<sup>37</sup> M2-Geldmenge wird verwendet, um die Effekte der Fremdwährungsumschichtungen in der M3-Geldmenge zu vermeiden

<sup>38</sup> Durchschnittswerte für die Jahre 2004-2009, Rechnungen des Verfassers aufgrund von IFS Daten

Eine hohe Bargeldhaltungsquote ist ein weiterer Indikator, welcher die relativ schwache Erhöhung des Geldmultiplikators erklären könnte. Der Anteil des Bargelds in der M3-Geldmenge hatte im betrachteten Zeitraum einen relativ stabilen Verlauf rund um ca.  $26 \pm 2\%$ . Anfang 2009 ist die Bargeldhaltungsquote infolge der Rubel-Abwertung auf ca. 20% zurückgegangen. Trotz dieses Rückgangs ist der Bargeldanteil im internationalen Vergleich relativ hoch. Im Jahr 2009 stand die Bargeldhaltungsquote Russlands höher als zum Beispiel in Ländern wie Bulgarien, Kasachstan, Kroatien, Polen, Rumänien, Türkei, Tschechien und Ungarn (IWF, IFS). Noch niedriger ist diese Quote in China sowie in Industrieländern wie Australien, Kanada, Japan, Schweiz und insbesondere Großbritannien (Tabelle 7).

Vergleicht man aber die Bargeldmenge zum BIP, dann steigt Russland in den mittleren Bereich des internationalen Rankings. Der Anteil des Bargeldes an der Gesamtwirtschaftsleistung ist niedriger als zum Beispiel in Japan, Bulgarien und China. Pro Kopf gerechnet scheint die Bargeldmenge in Russland eigentlich nicht zu hoch zu sein. Während ein russischer Bürger im Durchschnitt etwa 900 USD Bargeld hatte, verfügte ein Schweizer über 6.000 USD oder ein Japaner über 7.000 USD im Bar<sup>39</sup>. Mehr Bargeld als in Russland hatte ein Bürger außerdem in Australien, Kanada, Tschechien und Ungarn „in der Tasche“.

Tabelle 7. Bargeldhaltung im internationalen Vergleich (Jahr 2009)

	M0/M3	M0/BIP	pro Kopf in USD <sup>40</sup>
China	6,3%	11,4%	416
Türkei	7,4%	4,0%	331
Kroatien	8,5%	5,7%	812
Ungarn	13,7%	8,4%	1.082
Polen	13,9%	7,4%	842
Kasachstan	14,2%	6,7%	454
Tschechien	14,3%	10,7%	1.955
Rumänien	14,5%	5,6%	424
Bulgarien	16,9%	12,1%	756
<b>Russland</b>	<b>20,7%</b>	<b>10,2%</b>	<b>903</b>
Großbritannien	1,6%	2,9%	421
Australien	3,9%	3,7%	1.690
Kanada	4,2%	3,6%	1.449
Schweiz	6,0%	9,3%	6.056
Japan	8,0%	18,0%	7.187

Quellen: Eigene Rechnungen, IFS

<sup>39</sup> Die Bargeldmenge außerhalb des Landes ist nicht bereinigt und könnte die Zahlen, insbesondere im Fall Schweiz und Japan, aber auch Großbritannien, leicht verzerren.

<sup>40</sup> Gerechnet durch die jeweiligen jahresdurchschnittlichen Wechselkursen

Der Bargeldanteil in der Geldmenge kann demnach nicht immer als ein aufschlussreicher Indikator des Vertrauens in die Banken dienen. Die Bargeldnachfrage in einer Wirtschaft kann von vielen Faktoren abhängig sein. Nichtsdestotrotz gilt eine hohe Bargeldhaltungsquote als ein Störfaktor der Geldpolitik der Notenbank. Bargeld bleibt außerhalb des Bankensystems und kann sehr schwierig reguliert oder sterilisiert werden.

Neben der hohen Bargeldhaltungsquote ist ein hoher Anteil von kurzfristigen Einlagen in den Banken (ca. 30%) ein Indikator für die bestehende Verzerrung im Bankenwesen. Aufgrund der relativ hohen M1-Quote waren die Möglichkeiten der Kreditinstitute zur Ausweitung der langfristigen Investitionen eingeschränkt. Dagegen waren die Voraussetzungen für die Kreditvergabe an die Privathaushalte (v.a. Konsumentenkredite) für die Banken relativ gut. Die Kreditwirtschaft hat dementsprechend geboomt, nicht weil die Banken effizienter und sicherer geworden sind, sondern weil das billige Geld von der Notenbank infolge der Devisenankäufe zur Verfügung gestellt wurde.

Inwiefern sich die gegebenen Kredite auf die Realwirtschaft und die Preisstabilität ausgewirkt haben oder inwiefern die realwirtschaftliche Geldnachfrage das Geldangebot bestimmt hat, lässt sich anhand der Entwicklung der Geldumlaufgeschwindigkeit analysieren. Die Geldumlaufgeschwindigkeit in Russland wies im betrachteten Zeitraum generell einen rapide sinkenden Trend auf, was als ein durchaus positives Zeichen zu bewerten wäre. Der Wert dieses Indikators<sup>41</sup> ist von 8,1x im Jahr 2000 auf das Niveau von 3x in den Jahren 2008-09 zurückgegangen. Eine Senkung der Geldumlaufgeschwindigkeit leistet einen positiven Beitrag zur Geldmengenerhöhung und bedeutet, dass der durch die Kreditvergabe auf die Preise ausgeübte Druck reduziert wird. Dies ist ein Zeichen einer gesunden Entwicklung eines Finanzsystems in einer Entwicklungsphase, in dem die Bankeninvestitionen mehr zur Ausweitung des Güterangebots und weniger zur nominalen Erhöhung der Güternachfrage führen.

Der Rückgang der Geldumlaufgeschwindigkeit in Russland lief prozyklisch mit den realwirtschaftlichen Wachstumsraten und antizyklisch mit der Inflation ab (Abbildung 18). Das ist besonders in den Jahren 2004 und 2007 gut zu beobachten, in denen die Geldmengenwachstumsraten auf über 50% p.a. zunahmen. Die Wirtschaft wuchs in diesen Jahren real jeweils um 7,2% und 8,5% an. In den darauf folgenden Jahren kam es zu relativ starken Preissteigerungen (über 20% gemessen am BIP-Deflator), die hauptsächlich die nominelle Geldnachfrage bestimmt haben. Insgesamt wurde der Anstieg der nominellen Geldnachfrage in den Jahren 2001 bis 2008<sup>42</sup> zu ca. 46% durch die Inflation, zu 20% durch das Realwachstum und zu 34% durch die Verbesserung der Finanzsystemeffizienz bestimmt. Umgekehrt lässt sich behaupten, dass in einer mittelfristigen Sicht sich die Geldmengenerhöhung knapp zur Hälfte auf die Preise übertragen hat.

Im internationalen Vergleich bleibt der Wert der Geldumlaufgeschwindigkeit höher als in vielen wirtschaftlich vergleichbaren Ländern wie China, Kasachstan, Ungarn, Polen, Bulgarien, Indien, Brasilien (IWF, IFS). Das zeigt den bestehenden Verbesserungsbedarf in

---

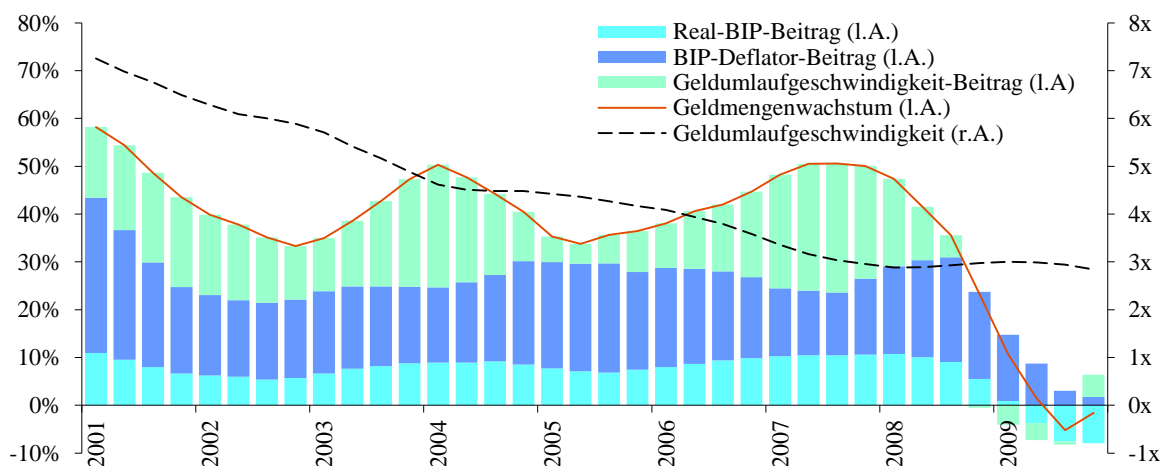
<sup>41</sup> Die Geldumlaufgeschwindigkeit wurde gerechnet als das Verhältnis des annualisierten Bruttoinlandproduktes zum M2-Durchschnitt im jeweiligen Zeitraum

<sup>42</sup> Das Jahr 2009 wurde aufgrund des starken wirtschaftlichen Einbruchs nicht mitgerechnet

der Bankensystemeffizienz und in der Geldpolitik. Eine lockere Geldpolitik (wie am Beispiel der Jahre 2004 und 2007 deutlich zu sehen ist) hatte eine Preiswelle zur Folge, die mit der Abschwächung der wirtschaftlichen Entwicklung einhergeht.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass infolge der Deviseninterventionen zustande kommende und nicht sterilisierte Liquidität als eine Hauptursache für die hohe Inflation zu bewerten ist. Die Banken nutzten auf der einen Seite diese Finanzmittel um weiter zu investieren (was zum Teil das Wirtschaftswachstum beschleunigte). Dies hatte aber auf der anderen Seite hohe Inflationsraten zur Folge, da die Sparbereitschaft der Bürger nicht entsprechend zunahm. Diese Überschussliquidität beeinträchtigte wesentlich eine gesunde Entwicklung des Finanzsystems, indem die Spar- und Finanzierungsanreize sowie das Zinsniveau verzehrt wurden. Die Frage, warum die ZBR auf diese Lage mit entsprechender Zinspolitik nicht reagiert hat bzw. nicht reagieren konnte, wird im Folgenden näher erörtert. Außerdem bleibt die Frage noch offen, aus welchem Grund die Banken die Fremdverschuldung und nicht die Refinanzierungsangebote der ZBR als eine zusätzliche Ressourcenquelle in Anspruch genommen haben.

Abbildung 18. Nachfrage und Geldumlaufgeschwindigkeit, p.a. (2001-2009)



Quellen: Eigene Darstellung und Rechnungen, ZBR, Online-Statistiken, Statistikamt

### 3.3.2. Transmission über die zinspolitische Kanäle

Die Übertragung der Geldpolitik auf die Realwirtschaft über den sog. Zinskanal beschreibt die Fähigkeit einer Notenbank, über die Änderung der Zinssätze der geldpolitischen Instrumente das Zinsniveau auf dem Geldmarkt sowie die Zinsmarge der Kreditinstitute zu regulieren und dadurch das Spar- und Investitionsverhalten zu beeinflussen. Im Folgenden wird die Zinspolitik der Notenbank beschrieben (alle Zinssätze werden zunächst nominal betrachtet). Anschließend wird gezeigt, wie die Zinsmarge der Kreditinstitute sich entwickelt hat, und erklärt, warum die Sparneigung relativ niedrig blieb. Abschließend wird das optimale Zinsniveau in Russland analysiert.

#### 3.3.2.1. Zinspolitik der Notenbank

Die Analyse des geldpolitischen Instrumentariums der ZBR und dessen Einsatzes hat gezeigt, dass einerseits die Refinanzierungsangebote bis zur Krise 2008 so gut wie gar nicht nachgefragt worden sind und andererseits die Geldabschöpfungsinstrumente nicht ausreichend waren, um die Überschussliquidität zu neutralisieren. Weiter werden die Entwicklung der Zinssätze zu den einzelnen Instrumenten sowie die Zinspolitik der ZBR allgemein beschrieben.

Als ein signalgebender Leitzins galt formal die sog. „Refinanzierungsrate“ der ZBR. Darunter war jedoch die Spitzenrefinanzierungsrate<sup>43</sup> oder der Zinssatz auf Overnight-Fazilität der ZBR zu verstehen. Der niedrigste Zinssatz ist der Einlagezinssatz oder der Zinssatz auf die Tageseinlagenfazilität. Der Abstand zwischen der Spitzenrefinanzierungsrate und dem Einlagezinssatz war sehr breit gesetzt (Abbildung 19). Anfang 2000 betrug dieser Abstand 5200 Basispunkte und ging allmählich auf 525 Basispunkte im Jahr 2009 zurück. Die Zinssätze zu den anderen traditionellen Instrumenten schwankten innerhalb dieses Bandes.

Die Zinssätze der Repo-Geschäfte (das wichtigste Refinanzierungsinstrument bis 2008) standen in der Regel in der Mitte des Zinsbandes. Bis Februar 2008 blieb der Mindestzinssatz der Repo-Geschäfte auf dem Niveau von 6% (p.a.) unverändert, obwohl die als „Leitzinssatz“ geltende Spitzenrefinanzierungsrate und der Einlagezinssatz auf einander zugenommen. Die Lombardkredite kosteten die Kreditinstitute meistens ca. einen Prozentpunkt mehr als die Repo (7% p.a. im Durchschnitt im gleichen Zeitraum). Die bis 2008 zu beobachtende niedrige Nachfrage nach Refinanzierungsinstrumenten ist teilweise dadurch zu erklären, dass auf dem Geldmarkt die Liquidität oft billiger zu beschaffen war. Nur in der Liquiditätsnot wurden diese beiden Instrumente beansprucht. Im Gegenteil dazu waren die Zentralbankbonds beliebter. In dem fünfjährigen Zeitraum zwischen 2003 und 2008 betrug der Bondszinssatz im Durchschnitt ca. 4,3% (p.a.). Die Einlagefazilität lag auf dem Niveau von 1,2% p.a. im Schnitt. Zum Vergleich betrug der geringste Wert der Inflationsrate in diesem Zeitraum 7,4% p.a.

Der Ausbruch der Finanzkrise sowie die Einführung von neuen unkonventionellen Instrumenten brachten in die zinspolitische Entwicklung eine ungewöhnliche Dynamik. Im Gegensatz zur üblichen Reaktion der Notenbanken während einer Krise wurden die Zinssätze

---

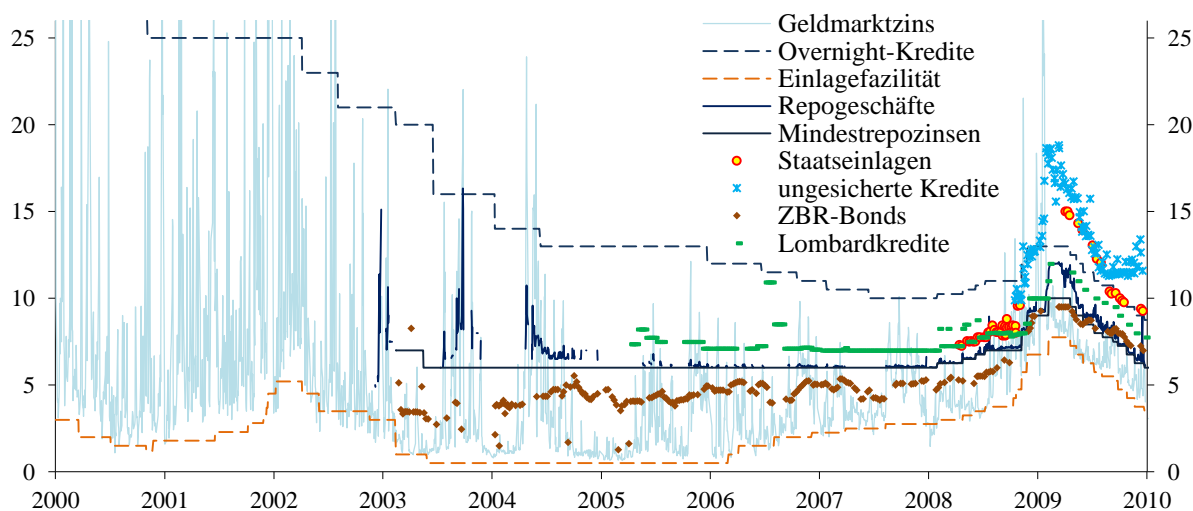
<sup>43</sup> Während der Krise war die Spitzenrefinanzierungsrate nicht der höchste Zinssatz der ZBR.

nicht gesenkt, sondern angehoben und erst ab März 2009 allmählich heruntergestuft. Die Nachfrage nach Liquidität auf dem Geldmarkt war so groß, dass die Zinssätze auf die unbesicherten Kredite sowie die Staatsdepots selbst die Spitzenrefinanzierungsrate übertrafen. Die Kreditinstitute waren im März und April 2009 bereit, die unbesicherten Darlehen zu einem Zinssatz von 18-19% (p.a.) und die Staatseinlagen zu 15% (p.a.) in Anspruch zu nehmen, während die Spitzenrefinanzierungsrate auf dem Niveau von 13% (p.a.) stand.

Dass die Spitzenrefinanzierungsrate formal als ein Leitzins der ZBR diene, war nach Meinung des Verfassers ein Irrtum. Dieser Zinssatz erfüllte die Leitfunktion nicht und zwar aus folgenden zwei Gründen: Erstens erfolgte der Verlauf der Geldmarktzinsen überwiegend in der unteren Hälfte des Zinskorridors, was nochmals die bestehende Überschussliquidität bestätigt (bzw. durch diesen Überschuss erklärt wird). Zweitens erfolgte die Änderung der Spitzenrate nicht parallel zu den anderen Zinssätzen. Um den Zinsabstand zu verringern, mussten sich die Spitzenrate und der Einlagenzins bis zum Herbst 2007 oft gegenseitig bewegen, während die Zinssätze zu den anderen Instrumenten (Mindestrepozinssatz und Lombardzinssatz) unverändert blieben.

Den relativ größeren Einfluss auf die Geldmarktzinssätze hatten die Einlagezinsen. Das ist besonders gut in der Zeit zwischen Anfang 2006 und Herbst 2007 zu sehen. Die Geldmarktzinsen nahmen in dieser Zeit generell zu, während die Spitzenrate von 12% auf 10% abgesenkt und der Einlagezins von 0,5% auf 2,5% angehoben wurde. Ein ähnliches Beispiel ist in der Zeit 2003-2004 zu beobachten. Eine Senkung der Spitzenrate von 20% auf 12% hatte keine spürbare Wirkung auf dem Geldmarkt, weil der Einlagezins auf dem Niveau von 0,5% sich nicht änderte. Es wäre dementsprechend besser, den Zinssatz auf die Einlagefazilitäten als ein Indikator für die Richtung der Geldpolitik der ZBR zu verwenden.

Abbildung 19. Notenbank- und Geldmarktzinsen<sup>44</sup>, in % p.a. (2000-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken, Statistikberichte

<sup>44</sup> Als Geldmarktzinssatz wurden die von der ZBR veröffentlichten Zinssätze genommen, zu welchen die Kreditgeschäfte auf dem Geldmarkt für eine Frist von einem Tag abgeschlossen wurden (sog. MIACR – *Moscow Interbank Actual Credit Rate*). MIACR wird aufgrund der Berichte der größten Banken (Rating höher als Baa3 oder BBB-) als ein durchgewichteter Zinssatz gerechnet. Dabei werden die 10% der höchsten Zinssätze sowie 10% der niedrigsten Zinssätze nicht mitgerechnet.



Die starke Volatilität der Geldmarktzinssätze ist auf die große Zinsmarge der ZBR zurückzuführen. Mit der Verengung dieser Zinsmarge nahmen die Schwankungen auf dem Geldmarkt deutlich ab. Zum anderen ist solch eine große Volatilität ein Indiz für die Unvollkommenheit des Geldmarktes und das mangelnde Vertrauen unter den Banken. Außerdem ist an dieser Stelle daran zu erinnern, dass das neue flexible System der Mindestreserveerfüllung (Erfüllung im Monatsdurchschnitt) erst ab Mitte 2004 eingeführt wurde und zwar nur stufenweise. Eine komplette Sperrung eines Geldbetrages bis 2004 führte bei den betroffenen Banken zu den Schwierigkeiten im optimalen Liquiditätsmanagement, was sich auf dem Geldmarkt widerspiegelte.

Die starke Volatilität ist darüber hinaus auch ein Hinweis auf Ineffizienz. Wenn das Geld unter seinem Wert „verkauft“ wird, führt dies zur ineffizienten Allokation dieser Mittel und dementsprechend zu Verzerrungen im ganzen Finanzsystem. Eine Antwort auf diese These gibt die Analyse der realen Zinssätze. Wenn beispielsweise die (einzelnen) Banken das Geld zu real negativen Zinsen erwerben könnten, dann würden sie nicht stark bemüht sein, damit möglichst effizient umzugehen sowie attraktive Zinssätze für die Ersparnisse der Anleger anzubieten. Die folgende Analyse der Zinsmarge der Kreditinstitute soll in diesen Fragen für eine bessere Aufklärung sorgen.

### *3.3.2.2. Zinsmarge der Kreditinstitute*

Wie bereits oben gesehen, hat ein relativ niedriges Sparverhalten der Bürger (begründet durch das niedrige Vertrauen in das Bankensystem) für die unkontrolliert steigenden Konsumentenpreise gesorgt. Dies wurde später dadurch bestätigt, dass der Anteil der Privathaushaltseinlagen in den Banken zurückging, obwohl die privaten Haushalte immer mehr Darlehen bei den Kreditinstituten in Anspruch nahmen. Eine zusätzliche Erklärung dafür könnte in den Zinsmargen der Banken (Differenz zwischen den Einlage- und Darlehenszinssätzen<sup>45</sup>) gefunden werden.

Die durchschnittliche Zinsmarge der Kreditinstitute in Russland nahm ähnlich der ZBR-Zinsmarge tendenziell ab (Abbildung 20). Im Jahr 2000 betrug sie mehr als 2000 Basispunkte und ging auf 500 Basispunkte zurück. Dabei wurde der Kreditzins bis zum Herbst 2007 hauptsächlich herabgesetzt (von über 30% auf 10%), während der durchschnittliche Einlagezins relativ stabil bei ca. 4% blieb. Nach dem Ausbruch der Finanzkrise sind die Kredit- und Einlagezinssätze (ähnlich wie die Geldmarktzinssätze) deutlich gestiegen. Die Lockerung der Geldpolitik im Jahr 2009 hat sich auf die Kreditzinssätze der Banken entsprechend ausgewirkt. Die Einlagezinssätze blieben dagegen auf erhöhtem Niveau und spiegelten den erhöhten Liquiditätsbedarf der Banken wieder.

Die betrachtete Zinsentwicklung sowie die relativ hohen Zinsmargen der Banken sprechen dafür, dass die Ersparnisse der Privathaushalte als Ressourcenquelle überwiegend keine große Bedeutung spielten. Dass die Darlehenszinssätze der Kreditinstitute bis zum Jahr 2007 unterhalb der Spitzenrefinanzierungsrate verliefen, lässt sich dadurch erklären, dass die

---

<sup>45</sup> Der Kreditzins der Banken – der durchgewichtete Zinssatz zu den Rubel-Krediten auf eine Frist bis zu 1 Jahr. Der Einlagezins der Banken – der durchgewichtete Zinssatz zu den Rubel-Einlagen der Privathaushalte (inklusive Sichteinlagen) auf eine Frist bis zu 1 Jahr. Quellen: ZBR.

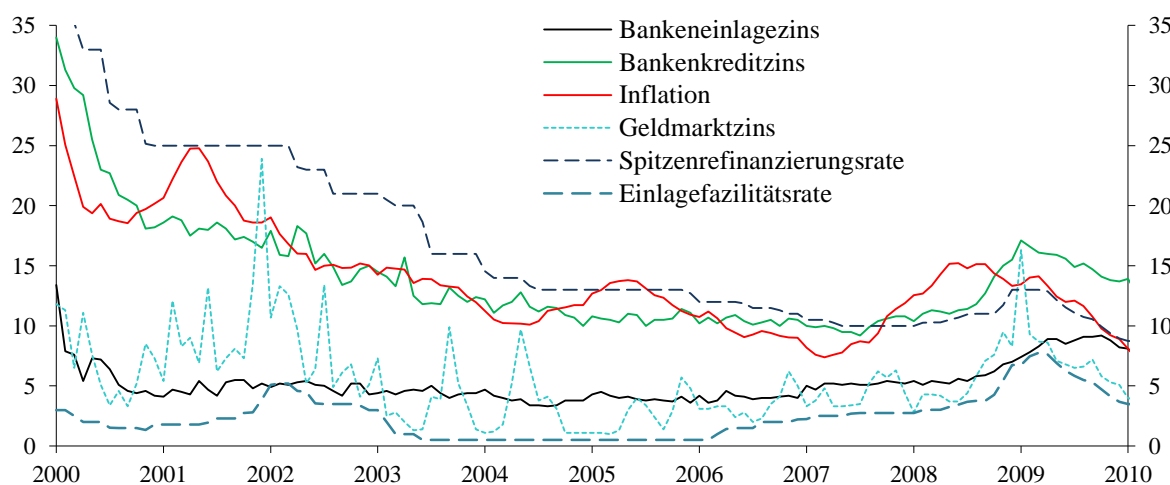
Overnight-Angebote der Notenbank weitgehend unbedeutend waren. Der Rückgang der Zinsmarge der Banken reflektierte die Verengung der Zinsmarge der Notenbank.

Die Kreditzinssätze der Banken entwickelten sich hauptsächlich entlang der Inflationslinie. Die realen Darlehenszinsen verliefen 2000-2007 rund um 0 Prozent. Die Inflationswellen im April 2001 und Mai 2005 haben auf die Zinspolitik der Kreditinstitute keine Auswirkung gehabt, da sie als vorübergehende Schwankungen antizipiert worden sind. In der Inflationswelle, die von August 2007 bis September 2008 andauerte, haben allerdings die Banken ihre Inflationserwartungen nach oben korrigiert und die Zinssätze angehoben.

Die Einlagezinssätze auf die Ersparnisse der Privathaushalte verliefen inflationsbereinigt in einem stark negativen Bereich. Berücksichtigt man, dass das Vertrauen in das Bankensystem in den 90-er Jahren extrem stark beschädigt wurde, ist dieser Zustand ein Paradoxon. Die Banken zahlen normalerweise eine gewisse Risikoprämie an die Anleger. Anzumerken ist allerdings, dass die realen Verluste der Sparer sich mit den Jahren verringert haben. Von einem Niveau von ca. -15% (p.a.) in den Jahren 2000-2001 bewegte sich der reale Einlagenzinssatz nach oben und erreichte erst Ende 2009 den Null-Wert. Es lässt sich feststellen, dass erst, wenn die Banken ihre Hauptliquiditätsquelle, nämlich die Deviseninterventionen der ZBR, verloren haben, die Verzerrungen auf dem Finanzmarkt behoben worden sind. Die Ersparnisse der Privathaushalte sowie die geldpolitischen Instrumente haben daraufhin an Bedeutung gewonnen. Solange die Kreditinstitute gut mit Liquidität versorgt waren, gab es für die Privathaushalte keinen Anreiz zu sparen.

Der bestehende Liquiditätsüberschuss auf dem Geldmarkt, der infolge der Deviseninterventionen der ZBR zustande kam und nicht ausreichend sterilisiert wurde, hat nicht nur die Zinspolitik der Kreditinstitute, sondern auch eine effektive Geldpolitik stark beeinträchtigt. Anhand der Zinsenentwicklung lässt sich zweifellos behaupten, dass die Zinspolitik der Notenbank nicht optimal geführt wurde. Auf die Frage, wie weit die Zinssätze von ihrem optimalen Niveau entfernt waren, wird im Folgenden näher eingegangen.

Abbildung 20. Zinsmarge der Banken im Vergleich zur Inflation, p.a. (2000-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken, Statistikberichte

### 3.3.2.3. Optimales Zinsniveau

Die Zinsentwicklung im Vergleich zum optimalen Niveau soll im Folgenden näher analysiert werden. Da die Berechnung eines optimalen Zinssatzes nicht zum Hauptthema dieser Arbeit gehört, wird von restriktiven Annahmen ausgegangen. Das Ziel ist dabei, eine Aussage darüber treffen zu können, ob die Zinsentwicklung weit vom optimalen Niveau entfernt war und in welche Richtung die Zinsen hätten gesteuert werden sollen.

Für einen optimalen Zinssatz wird der sog. Taylor-Zins (Taylor, 1993) genommen, der vereinfacht wie folgt berechnet wird:

$$i^t = 0,5 * (\pi - \pi^z) + 0,5 * \Delta y + \pi + 2$$

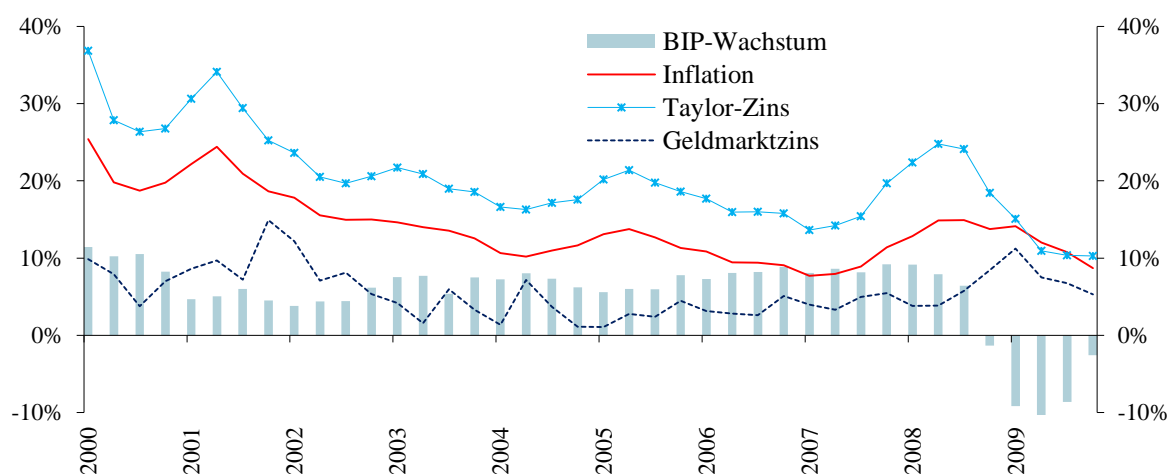
$i^t$  – Taylor-Zins;

$(\pi - \pi^z)$  – Inflationslücke, die Differenz zwischen tatsächlicher Inflationsrate und Inflationsziel der ZBR;

$\Delta y$  – Jahreswachstum des BIP (statt Outputlücke). Die Outputlücke könnte je nach der verwendeten Berechnungsmethode den Taylorzins um bis zu 200 Basispunkte verschieben.

$(\pi + 2)$  – ist ebenfalls eine grobe Annahme und spiegelt keineswegs einen neutralen Zinssatz für Russland wieder. Es ist sogar anzunehmen, dass der neutrale Zins für Russland angesichts einer überhitzenden Konjunktur nicht weniger sein sollte, als  $(\pi + 2)$ .

Abbildung 21. Zinsentwicklung im Vergleich zum Taylor-Zins, p.a. (2000-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken, Statistikberichte

Die Ergebnisse zeigen eindeutig, dass im gesamten Betrachtungs Jahrzehnt die Zinsen weit unter ihrem optimalen Niveau lagen. Insbesondere in der Inflationswelle 2007-2008 ist ein schlechtes Zinsmanagement der Notenbank offensichtlich. Bei einer Wirtschaftswachstumsrate von über 8% sowie zunehmender Inflationsrate steuerte die ZBR mit einer Zinsmarge zwischen 2% und 10% die Geldmarktzinsen im Bereich von 3-6%. Erst nach dem starkem Wirtschaftseinbruch infolge der Finanzkrise 2008 und dem gleichzeitig heftigen Zinsanstieg war der Abstand der Geldmarktzinsen zu ihrem optimalen Niveau am geringsten.

Die Analyse der Transmission der Geldpolitik hat ergeben, dass die Notenbank den zinspolitischen Kanal nicht aktiv verwendet hat (bzw. nicht verwenden konnte). Als Folge solcher Passivität kam es zu Fehlentwicklungen auf dem Finanzmarkt. Die Zinsen verliefen weit unter ihrem optimalen Niveau, was sich in einer Überschussliquidität und einer niedrigen Sparquote der Privathaushalte reflektierte. Da die Banken über eine „verlässliche“ Liquiditätsquelle auf dem Devisenmarkt verfügten, boomte die Kreditwirtschaft der Banken, was zur Erhöhung des Geldmultiplikators und teilweise zur Senkung der Geldumlaufgeschwindigkeit führte. Daraus resultierten eine Überhitzung und eine unkontrollierte Inflation. Die Geldpolitik der ZBR sowie die über die Transmission dieser Geldpolitik entstandenen Konsequenzen waren demzufolge allein auf die Wechselkurspolitik zurückzuführen.

### 3.4. Fazit zum Kapitel 3

Aus der durchgeführten Analyse der Geldpolitik in den Jahren 2000 bis 2009 geht hervor, dass das Hauptziel der ZBR (nämlich die Preisstabilität) nicht erreicht werden konnte, weil die Notenbank eine passive Zinspolitik geführt hat. Zum Teil wurde die Inflation zwar durch die außenwirtschaftlichen Entwicklungen, die zu expansiver Fiskalpolitik, das monopolisierte Preisbildungssystem, oder möglicherweise durch den Balassa-Samuelson-Effekt verursacht. Zum größten Teil lag die Ursache aber in der Geldpolitik, was sich aus der permanenten Verfehlung der monetären Ziele ablesen lässt. Weder die Geldmenge noch die Geldbasis verliefen in den geplanten Bandbreiten, obwohl die Notenbank ein ausreichendes geldpolitisches Instrumentarium in ihrer Hand hatte.

Die Analyse der Notenbank- und Geschäftsbankenbilanzen hat eindeutig gezeigt, dass die unkontrollierte Geldbasisbildung (die durch die Devisenmarktinterventionen der ZBR zustande kam) dazu führte, dass die Banken diese billigen Ressourcen in den Kreditwirtschaftskreislauf pumpten, ohne die Refinanzierungsangebote der Notenbank und die Ersparnisse der Privathaushalte nachzufragen. Die ZBR hat weder über die Geldbasissteuerung noch über die Zinspolitik darauf reagiert, obwohl ein großer Bedarf zur Zinsenerhöhung ganz offensichtlich war. Vor allem sollte der Einlagezinssatz der ZBR kräftig angehoben werden, was zur Verengung des Zinskorridors und einer geringeren Zinsvolatilität führen sollte. Die höheren Zinsen hätten die Sterilisation von Deviseninterventionen erhöht und die Überschussliquidität vermindert. Darüber hinaus nutzten die Kreditinstitute die Verschuldung im Ausland als eine zusätzliche Quelle für ihre boomenden Kreditgeschäfte.

Die Passivität der ZBR hatte letztendlich erhebliche Wohlfahrtsverluste zur Folge. Die Wiederherstellung des in den 90-er Jahren stark beschädigten Vertrauens in das Bankensystem sowie die Entwicklung eines gesunden Finanzsystems wurde stark beeinträchtigt. Die Inflationsrate konnte in einem einstelligen Bereich nicht gesichert werden und eine Wirtschaftsüberhitzung führte zur Entstehung von Immobilienblasen sowie zur falschen Einschätzung (Überschätzung) der Wirtschaftslage. Als im Herbst 2008 die „Blasen“ platzten (vor allem die Blase auf dem Ölmarkt) änderte sich einiges interessanterweise in die Richtung einer gesunden Entwicklung. Die Refinanzierungsinstrumente wurden nachgefragt und weiter entwickelt. Die Zinsen näherten sich ihrem optimalen Niveau an. Die realen Verluste der Sparer verringerten sich bis auf null. Die Überschussliquidität hinderte die Notenbank nicht, eine autonome Geldpolitik zu betreiben.

Daraus entstehen folgende Fragen, welche in den nächsten Kapiteln behandelt werden sollen: Wodurch war die geldpolitische Autonomie zuvor eingeschränkt? Warum hat die ZBR die Einlagezinsen nicht früher erhöht (bzw. nicht erhöhen können)? Warum wurde die Überschussliquidität, welche die erheblichen negativen Konsequenzen zur Folge hatte, nicht ausreichend sterilisiert? Warum konnten die Zinssätze erst nach einer Finanzkrise angehoben werden, und warum wurden sie während einer Liquiditätskrise eigentlich angehoben und nicht umgekehrt? Außerdem bleibt noch die interessante Frage offen, aus welchem Grund die Banken die Fremdverschuldung und nicht die Refinanzierungsangebote der ZBR als eine zusätzliche Ressourcenquelle in Anspruch genommen haben.

Die ZBR erklärte noch vor der Krise in den Hauptrichtlinien für das Jahr 2008, dass *eine schrittweise Aktivierung der Zinspolitik sowie des zinspolitischen Transmissionskanals (durch die Verengung des Zinskorridors) je nach der Entstehung der wirtschaftlichen Voraussetzungen eine prioritäre Aufgabe sein werde*. Unter den Voraussetzungen wurden *die Verringerung des Zahlungsbilanzüberschusses und dementsprechende Reduzierung von Devisenankäufen der Notenbank* genannt (ZBR, Hauptrichtlinien, 2007). Vor allem bei der Erhöhung des Einlagezinses sollten *die Risiken eines Kapitalzuflusses* eine besonders wichtige Rolle spielen.

Daraus lässt sich ablesen, dass die ZBR sich in ihrer geldpolitischen Handlung von den außenwirtschaftlichen Bedingungen (Kapital- und Handelsbilanz) abhängig machte und den wechselkurspolitischen Zielen eine übergeordnete Rolle schenkte. Die wechselkurspolitischen Strategien in den Jahren 2000-2009 sollen im folgenden Kapitel ausführlich beschrieben werden.

## **Kapitel 4. Wechselkurspolitische Strategie**

Im folgenden Kapitel soll die Wechselkursstrategie in den Jahren 2000 bis 2009 analysiert werden. Das Ziel ist dabei, die Gründe der wechselkurspolitischen Entscheidungen zu verstehen sowie zu versuchen, die Wechselkurspolitik der russischen Notenbank anhand bestimmter Kriterien zu bewerten. Die Mobilität des Kapitalverkehrs gehört zwar nicht unmittelbar zur Wechselkursstrategie, wird aber von den internen Entscheidungsträgern (Gesetzgeber, Regierung und ZBR) als wechselkurspolitisches Instrument benutzt. Es soll daher die Frage geklärt werden, inwiefern der Kapitalverkehr reguliert wurde und wie diese Regulierung im Laufe der zehn Jahre sich entwickelt hat. Darüber hinaus ist die Entwicklung der außenwirtschaftlichen Bedingungen für das Verständnis der Wechselkurspolitik von großer Bedeutung. Anhand der Zahlungsbilanzanalyse werden daher die Entwicklungen im Bereich des Handels und des Kapitalverkehrs beschrieben. Anschließend wird versucht, die wechselkurspolitischen Ziele herauszukristallisieren sowie deren Wandel im Laufe des betrachteten Zeitraums zu analysieren und einzuordnen.

### **4.1. Mobilität des Kapitalverkehrs**

Im Jahrzehnt zwischen 2000 und 2009 haben sich der Umfang und die Instrumente der Kapitalverkehrsregulierung erheblich geändert. Der stark regulierte und beschränkte Kapitalmarkt am Anfang des Jahres 2000 wurde stufenweise von Jahr zu Jahr liberalisiert. Zudem wird kurz auf die wichtigsten Änderungen von gesetzlichen Normen auf dem Weg zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs eingegangen.

#### **4.1.1. Liberalisierung des Kapitalverkehrs von 2000-2009**

Nach der Finanzkrise 1998 haben die Regierung und die Notenbank strenge Maßnahmen verfolgt, um den stark abwertenden Wechselkurs zu stabilisieren. Nahezu alle außenwirtschaftlichen Transaktionen wurden direkt oder indirekt reguliert. In erster Linie wurde Wert darauf gelegt, die Deviseneinnahmen aus dem Export zu maximieren und die Importe zu minimieren sowie alle Möglichkeiten der Kapitalausfuhr zu verhindern. Der gesamte Kapitalverkehr erfolgte ausschließlich mit Genehmigung der Notenbank und/oder Regierung. Investitionen in Russland (insbesondere langfristige) waren willkommen, wurden aber ebenso streng kontrolliert<sup>46</sup>.

Die seit Mitte 1999 bis Juli 2008 stets gestiegenen Energiepreise haben dafür gesorgt, dass die Notwendigkeit dieser Maßnahmen mit der Zeit verloren ging. Das Angebot auf dem Devisenmarkt nahm rasant zu, so dass es keinen Bedarf mehr gab, den Rubel gegen eine Abwertung zu schützen. Es wurden neue Ziele definiert, darunter die Entwicklung des inländischen Finanzmarktes, die Integration in den globalen Kapitalmarkt sowie die Erhöhung des Volumens ausländischer, insbesondere langfristiger Investitionen im Inland. Nach und nach wurden die Beschränkungen abgeschafft und die entsprechenden unterschiedlichen

---

<sup>46</sup> Die Aussagen stützen sich auf die Analyse von jeweiligen gesetzlichen Normen und Publikationen der ZBR.

Normen stufenweise abgesenkt. Geändert haben sich auch die Ansätze und Prinzipien der Devisenmarktregulierung.

Am 10. Dezember 2003 wurde das Gesetz, welches die Grundlage für die Devisenmarktkontrolle darstellt, in seiner neuen Fassung verabschiedet (in Kraft getreten am 18.06.2004)<sup>47</sup>. Wenn bei alten Normen das Hauptmotto lautete: „alles, was nicht erlaubt ist, ist verboten“, arbeitete der Gesetzgeber nun nach dem Prinzip „alles, was nicht verboten ist, ist erlaubt“ (ZBR, Jahresbericht, 2004). Nach dem neuem Gesetz wurde das bestehende strenge Verfahren der Notenbankgenehmigung für die Kapitalgeschäfte aufgehoben. Für die Kontrolle des Kapitalverkehrs wurden neue Instrumente eingeführt. Darunter fallen die Eröffnung von Spezialkonten und die Reservierungsverpflichtungen bei der Durchführung von bestimmten Kapitalgeschäften. Im späteren Zeitverlauf entsprachen auch die neuen Instrumente nicht mehr dem Ziel der Wirtschaftspolitik, möglichst mehr Investitionen nach Russland zu locken. Außerdem galten sie im Vorfeld der überschüssigen Devisenangebots nicht als notwendig, so dass sie in den darauf folgenden Jahren stufenweise abgeschafft wurden.

Das Jahr 2006 war entscheidend auf dem Weg zur Kapitalmarktliberalisierung. Mehrere Artikel wurden aus dem Gesetz radikal gestrichen, wonach die Anforderungen an Spezialkonten und Reservierungen teilweise ab 1. Juli 2006 und komplett ab 1. Januar 2007 abgeschafft wurden. Ab dem Jahr 2007 lässt sich Russland nach Meinung des Verfassers als ein Land mit freier unbeschränkter Kapitalverkehrsordnung einstufen.

Im Folgenden wird die Entwicklung der wichtigsten Instrumente der Kapitalverkehrskontrolle im Einzelnen detaillierter dargestellt. Die Instrumente werden in zwei Gruppen aufgeteilt: die Kontrolle der Handelsbilanztransaktionen und die Kontrolle der Kapitalbilanztransaktionen. Zusätzlich wird die Dynamik der Mindestreserveverpflichtungen beschrieben, welche nach Meinung des Verfassers ebenso eine Form der indirekten Kapitalbeschränkung darstellt.

#### 4.1.2. Kontrolle der Handelsbilanztransaktionen

Das Hauptziel der Regierung und der Notenbank bei den Maßnahmen zur Kontrolle der Leistungsbilanztransaktionen bestand insbesondere in den ersten Jahren nach der Krise 1998 in der Stabilisierung des Devisenmarktes und der Verhinderung der Kapitalflucht. Die wichtigsten Aufgaben waren daher die Sicherung des Zahlungseingangs von Deviseneinnahmen aus dem Export und die Verhinderung der Scheinimporte. Alle Maßnahmen auf diesem Gebiet waren hauptsächlich in zwei Richtungen ausgerichtet: die Kontrolle des Exports und Imports.

##### 4.1.2.1. Exportkontrolle

Als Hauptinstrument der Exportkontrolle dienten die Forderungen nach dem Verkauf von Exportdeviseneinnahmen (surrender requirements). Alle Exporteure (bis auf wenige Ausnahmen) waren gesetzlich verpflichtet, einen bestimmten Anteil von Deviseneinnahmen

---

<sup>47</sup> Devisenkontrollgesetz-neu, 2003.

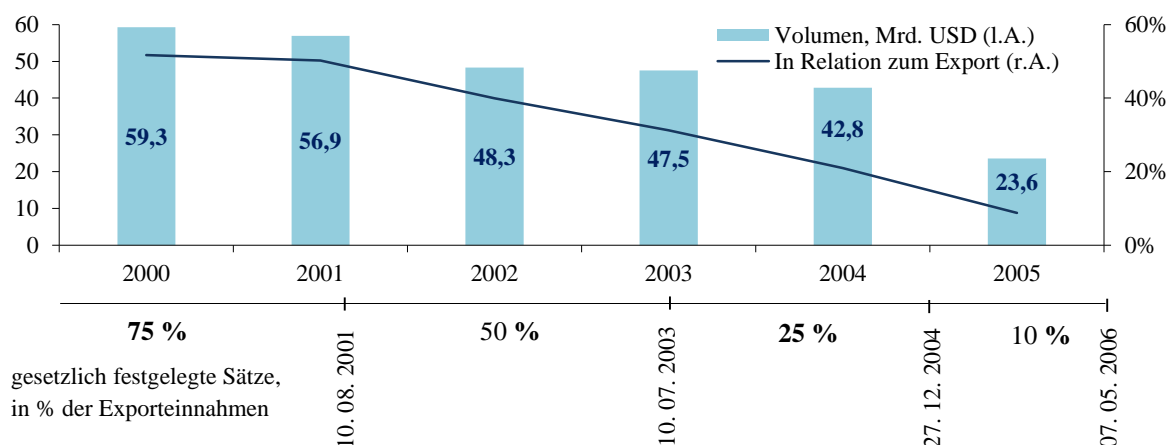


innerhalb einer bestimmten Zeit (sieben Werktagen nach Zahlungseingang) zu verkaufen<sup>48</sup>. Außerdem mussten die Exporteure dafür sorgen, dass die Einnahmen aus dem Exportgeschäft gemäß dem Vertrag fristgerecht geflossen sind (anderenfalls mussten sie nachweisen, dass sie dafür alles unternommen haben). Die Banken trugen ebenso die Mitverantwortung für die Kontrolle der fristgerechten Zahlungseingänge für den Export<sup>49</sup>. Von der Notenbank wurde zusammen mit dem Zollkomitee ein Überwachungssystem eingerichtet, mit welchem die tatsächlichen und angegebenen Fristen und Volumen von exportierten Gütern sowie deren Übereinstimmung mit den Zahlungseingängen kontrolliert werden konnten. Über dieses Kontrollsystem konnte 84% des Gesamtexportes im Jahr 2000 überwacht werden (ZBR, Jahresbericht, 2001). Durch solche strengen Maßnahmen sollte jeder Versuch der Kapitalflucht verhindert werden.

Nach der Krise 1998 wurde der gesetzlich festgelegte Anteil der zu verkaufenden Deviseneinnahmen auf 75% gesetzt, um den stark erhöhten Druck auf den Rubel-Wechselkurs zu mindern<sup>50</sup>. Diese Anforderung galt bis August 2001. Im Anschluss wurde sie auf 50% gesenkt<sup>51</sup>. Weitere Senkungen erfolgten im Juli 2003 (auf 25%) und im November 2004 (auf 10%). Erst ab 7. Mai 2006 wurden die Anforderungen zum Zwangsverkauf der Deviseneinnahmen abgeschafft<sup>52</sup>.

Laut Gesetz musste der Devisenzwangsverkauf zu einem *Wechselkurs erfolgen, der am jeweiligen Tag auf dem Binnendevisenmarkt zustande kam*<sup>53</sup>. Bis Ende 2002 durften die Devisen ausschließlich an die Banken verkauft werden<sup>54</sup>. Bei den in den Jahren 2000-2002 geltenden hohen Devisenverkaufsanforderungen (75% und 50%) hatte somit die ZBR einen starken Einfluss auf den Wechselkursverlauf.

Abbildung 22. Gesetzlich festgelegter Anteil der zu verkaufenden Deviseneinnahmen (2000-2005)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken, Statistikberichte

<sup>48</sup> Vgl. Devisenkontrollgesetz alt, 1992, i.d.F. vom 08.08.2001, Art 6(5).

<sup>49</sup> Vgl. Exporteinnahmekontrollverordnung, 1999, i.d.F. vom 22.12.1999, Art. 2(1) und 9(2).

<sup>50</sup> Vgl. Maßnahmenpaketgesetz, 1998, i.d.F. vom 02.01.2000, Art. 18.

<sup>51</sup> Vgl. Devisenkontrollgesetz-alt, 1992, i.d.F. vom 08.08.2001, Art 6(5).

<sup>52</sup> Vgl. Devisenkontrollgesetz-neu, 2003, Art 21(1).

<sup>53</sup> Vgl. Devisenzwangsverkaufsverordnung, 1992, i.d.F. vom 18.06.1999, Art 1

<sup>54</sup> Vgl. Devisenverkaufsverordnung, 2002, Art. 1.

In den Jahren 2000 und 2001 haben die Exporteure ihre Deviseneinnahmen in Höhe von über 50 Mrd. USD jährlich verkauft (ZBR, Jahresbericht, 2002). In den darauf folgenden Jahren sind mit der Senkung der Zwangsverkaufssätze die Devisenverkaufsmengen zurückgegangen, obwohl die ZBR die Interventionspolitik fortsetzte (Abbildung 22). So wurde zum Beispiel im Jahr 2005 (Zwangsverkaufssatz: 10%) nur noch 23,6 Mrd. USD über dieses Instrument verkauft, während die ZBR insgesamt Devisen in Höhe von 80,6 Mrd. USD auf dem Devisenmarkt gekauft hat (ZBR, Jahresbericht, 2006).

Der Hauptvorteil von Devisenverkaufsverpflichtungen im Vergleich zu den Devisenmarktinterventionen der Notenbank besteht in der Tatsache, dass sich ein Zwangsverkauf nicht zwingend auf den Wechselkurs auswirken muss. Bei einem freiwilligen Geschäftsablauf hat der Exporteur immer die Alternative, die Devisen zu behalten, und kann daher den Wechselkurs aushandeln bzw. den richtigen Zeitpunkt abwarten. Das Instrument der Devisenverkaufsverpflichtung hat deswegen der Notenbank geholfen, die Devisenhaltung seitens der privaten Akteure zu reduzieren und eigene Währungsreserven aufzubauen. Daher lassen sich nach Meinung des Verfassers die oben beschriebenen Maßnahmen zur Exportkontrolle als effektiv bewerten.

#### 4.1.2.2. Importkontrolle

Die Importkontrolle erfolgte anhand ähnlicher Regelungen und Prinzipien wie die Exportkontrolle. Besonders hohe Verantwortung wurde den Kreditinstituten gegeben. Die Banken (die über eine Genehmigung zur Ausführung von Devisengeschäften verfügten) wurden laut Gesetz zum sog. „*Devisenkontrollagenten*“ bevollmächtigt<sup>55</sup>. Die Banken waren verpflichtet, die Richtigkeit der von ihren Kunden getätigten Außenhandelstransaktionen zu überprüfen<sup>56</sup>. Die Importeure waren ihrerseits verpflichtet, die tatsächliche Einfuhr von vorausbezahlten Gütern zu garantieren<sup>57</sup>.

Mittels des durch die Notenbank und das Zollkomitee gebildeten Überwachungssystems kontrollierte die Notenbank die Übereinstimmung der angegebenen und tatsächlichen Daten. Insbesondere beim Import von Dienstleistungen mussten die Überwachungsorgane aufpassen, weil es äußerst schwierig war, den wahren Wert der importierten Dienstleistungen zu bestimmen. Um diese Lücke zu schließen, wurde ein Genehmigungsverfahren eingerichtet, nachdem die Dienstleistungsimporteure (falls sie dafür Devisen kaufen wollten) eine Zustimmung des Finanzministeriums über die Zweckmäßigkeit dieses Importes beantragen mussten. Als Folge ist der durchschnittliche Devisenkauf pro Monat zwecks des Dienstleistungsimports im Jahr 2000 etwa 3,4-fach im Vergleich zum Vorjahr gesunken (ZBR, Jahresbericht, 2001).

Die Grundlage der restlichen Lücke lag in den Importvorauszahlungen. Sie bestand darin, dass über die Scheinfirmen im Ausland die Scheinimporte durch die Vorauszahlungen finanziert werden konnten. Um dies zu verhindern, hat die ZBR bereits 1999 die Anordnung erlassen, dass die Importeure eine 100 %-ige Kautionsleistung der getätigten Vorauszahlungen leisten

<sup>55</sup> Vgl. Devisenkontrollgesetz-alt, 1992, i.d.F. vom 08.08.2001, Art. 11(3).

<sup>56</sup> Vgl. Devisenkontrollverschärfung, 1999, i.d.F. vom 23.08.1999, Art. 1.1.

<sup>57</sup> Vgl. Importzahlungskontrollverordnung-alt, 1995, i.d.F. vom 22.02.2000, Art. 2.1.

mussten<sup>58</sup>. Die Kautions wurde solange gesperrt, bis die tatsächliche Einfuhr auf das Gebiet Russlands bestätigt wurde. Die Verzinsung der Kautions wurde zwischen der Bank und dem Importeur verhandelt. Da es hier um eine Art der Zwangsdeponierung handelt, lässt sich vermuten, dass die Zinssätze nicht besonders hoch waren. Erst Anfang 2003 wurde die Höhe der Kautions auf 20% gesenkt<sup>59</sup>. Ab April 2004 wurde sie aufgehoben. Die ergriffenen strengen Maßnahmen zur Importkontrolle waren nach Meinung des Verfassers in der Zeit nach der Krise 1998 erforderlich. Nur auf diese Art und Weise hätten die anderen Maßnahmen zur Stabilisierung effektiv wirken können.

---

<sup>58</sup> Vgl. Devisenkaufordnung-alt, 1999, i.d.F. vom 28.06.99, Art. 3.2(2).

<sup>59</sup> Vgl. Devisenkaufordnung-neu, 2002, Art. 2.

#### 4.1.3. Kontrolle der Kapitalbilanztransaktionen

Die Betrachtung der Entwicklung von Kapitalverkehrsbeschränkungen lässt sich auf drei Zeiträume aufteilen:

- 2000 bis Juni 2004 (Geltung des alten Devisenkontrollgesetzes<sup>60</sup>)
- Juni 2004 bis Juni 2006 (Geltung des neuen Devisenkontrollgesetzes<sup>61</sup>)
- Juni 2006 bis 2009 (weitgehende Abschaffung der Kapitalkontrolle)

##### 4.1.3.1. Kapitalverkehrsbeschränkungen bis Juni 2004

Nach der Krise 1998 wurden die Kapitalverkehrsbeschränkungen verstärkt, so dass fast der komplette Kapitalverkehr durch die Regierung und die Notenbank streng kontrolliert wurde. Fast für jede Kapitaltransaktion war eine Genehmigung der Notenbank oder in einigen Fällen der Regierung erforderlich. Im Vergleich zum Jahr 1998, in dem die ZBR die Genehmigungen für die Ausführung der Kapitalgeschäfte auf eine Summe von 17,3 Mrd. USD erteilt hat (davon nur 18 Mio. USD für die Kapitalausfuhr) (ZBR, Jahresbericht, 1999), sank das Volumen von genehmigten Kapitalgeschäften im Jahr 1999 auf 6,5 Mrd. USD (Kapitalausfuhr: nur 7 Mio. USD) (ZBR, Jahresbericht, 2000).

Eine freie Eröffnung von Bankkonten im Ausland war streng reguliert<sup>62</sup>, genauso wie die Devisengeschäfte auf den Konten von Nicht-Residenten in Russland<sup>63</sup>. Besonders streng waren die Regelungen bei den Transaktionen der Banken in Offshore-Gebieten. Erlaubt war nur die Zusammenarbeit mit Kreditinstituten, die ein hohes Bonitätsrating (nicht geringer als Aa3 oder AA-) hatten. Darüber hinaus war eine mindestens 50-prozentige Kautions-Einlage für die Geschäfte mit den Banken in Offshore-Gebieten erforderlich<sup>64</sup>. Die Maßnahmen hatten eine effektive Wirkung. Im ersten Quartal 1999 (vor der Verschärfung der Offshore-Regelungen) wurde in einem Monat durchschnittlich ca. 1 Mrd. USD-Devisen in Offshore-Ländern überwiesen, was mehr als ein Drittel der Exportdeviseneinnahmen ausmachte. Zum Ende des Jahres (nach der Verschärfung der Regelungen) konnte dieser Betrag auf ca. 400 Mio. USD reduziert werden (Andreev, 2007).

Ab Juli 2001 wurde damit begonnen, die Kapitalbilanztransaktionen schrittweise zu liberalisieren. Unter anderem wurde erlaubt, ohne eine Genehmigung (nur mit Benachrichtigung): die Investitionen bis 10 Mio. USD in die GUS Länder zu tätigen<sup>65</sup>, mittel- und langfristige Kredite (über drei Monate) im Ausland aufzunehmen, Privathaushaltskonten in den 34 Ländern für die nicht unternehmerischen Zwecke zu eröffnen<sup>66</sup> und Geschäfte mit Wertpapieren in Fremdwährung zu tätigen.

---

<sup>60</sup> Vgl. Devisenkontrollgesetz-alt, 1992.

<sup>61</sup> Vgl. Devisenkontrollgesetz-neu, 2003.

<sup>62</sup> Vgl. Devisenkontrollgesetz-alt, 1992, i.d.F. vom 05.07.99, Art. 5.

<sup>63</sup> Vgl. Nichtresidentenkundenverordnung, 1999, i.d.F. vom 30.06.99.

<sup>64</sup> Vgl. Offshorezonenverordnung, 1999.

<sup>65</sup> Vgl. GUS-Investitionsverordnung, 2001, Art. 2.1.

<sup>66</sup> Vgl. Privatkundenverordnung, 2001, Art. 2.1.

Im weiteren Verlauf wurde der Kreis der Geschäfte, die man ohne eine Genehmigung, aber mit der Benachrichtigungsverpflichtung machen durfte, nach und nach erweitert. Die Zahl der von der Notenbank erteilten Genehmigungen hat von Jahr zu Jahr abgenommen, während das Volumen der Geschäfte mit dem Ausland und in den ausländischen Währungen rasant stieg. Am 10. Dezember 2003 wurde das Gesetz zur Devisenregulierung und -kontrolle in einer neuen Fassung verabschiedet, welche am 18. Juni 2004 in Kraft getreten ist<sup>67</sup>.

#### *4.1.3.2. Kapitalverkehrsbeschränkungen ab Juni 2004*

Das neue Gesetz hat das Genehmigungsverfahren weitgehend abgeschafft. Die Kapitaltransaktionen durften nun frei getätigt werden, ohne eine Genehmigung bei der Notenbank oder der Regierung zu beantragen. Die Kontrolle über die Geschäfte wurde jedoch fortgesetzt. Die Regulierung des Kapitalverkehrs erfolgte über andere Mechanismen. So wurde der Geschäftsablauf mit dem Ausland sowie die Kontoführung der Banken und der Unternehmen streng reglementiert. Es wurden unterschiedliche Spezialkonten eingeführt, über welche die Kapitaltransaktionen durchgeführt werden mussten<sup>68</sup>. Dadurch hatte die Notenbank die Möglichkeit, den Kapitalverkehr zu beobachten und bei Bedarf einschränkende Maßnahmen zu ergreifen.

Als weiteres wichtiges Beschränkungsinstrument dienten die Reservierungsverpflichtungen. Dabei musste ein bestimmter Anteil des aus dem Spezialkonto gebuchten Betrages auf einem Bankkonto auf bestimmte Zeit deponiert werden. Die Banken mussten diese Gelder unverzüglich an die ZBR überweisen. Die Höhe und Dauer der Reservierungsverpflichtungen wurden je nach Geschäftsart unterschiedlich diversifiziert. So wurden ab 1. August 2004 folgende Reservierungsanforderungen eingeführt:

- beim Kapitalzufluss mussten 3% des Transaktionsvolumens auf 1 Jahr deponiert werden;
- beim Kapitalabfluss waren 50% des Geschäfts auf 15 Tage zu deponieren (ZBR, Jahresbericht, 2005).

Schon im darauf folgenden Jahr wurden einige Erleichterungen dieser Normen vorgenommen. Ab Februar 2005 wurden die Reservierungsanforderungen auf jeweils 2% beim Kapitalzufluss und 25% beim Abfluss gesenkt. Zusätzlich wurde der Kreis der erlaubten Geschäfte mit den Wertpapieren stark erweitert (ZBR, Jahresbericht, 2006).

Das Jahr 2006 war aus Sicht der Kapitalbilanzliberalisierung ein entscheidendes Jahr. Die Anforderungen an die Spezialkonten und Reservierungen wurden abgeschafft. Ab dem Jahr 2007 lässt sich die Mobilität des Kapitalverkehrs nach Meinung des Verfassers als „sehr hoch“ bezeichnen. Die Notenbank und die Regierung hatten keine direkten Mechanismen mehr in der Hand, den Kapitalverkehr zu regulieren. Das einzige Instrument, mit welchem die Notenbank auf den zunehmenden Kapitalzufluss Einfluss nehmen wollte, waren die Mindestreserveanforderungen an die Banken.

---

<sup>67</sup> Einige Klauseln des Gesetzes, die die Kontoöffnung im Ausland betreffen, sind ein Jahr später am 19. Juni 2005 in Kraft getreten.

<sup>68</sup> Devisenkontrollgesetz-neu, 2003, i.d.F. vom 10.12.2003, Art. 8.

#### 4.1.4. Mindestreserven als Instrument der Kapitalverkehrskontrolle

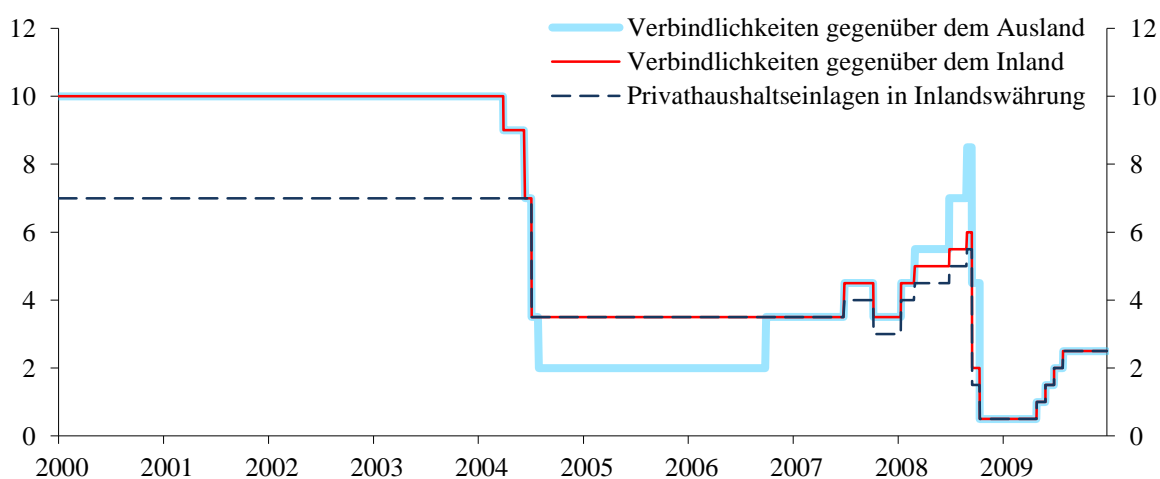
Das Instrument der „Mindestreserven“ wurde aktiv erst ab Ende 2006 verwendet. Bis zu diesem Zeitpunkt lässt sich die Entwicklung dieses Instrumentes in zwei verschiedene Perioden einteilen: bis Mitte 2004 und danach.

Bis Mitte 2004 waren die Mindestreserven für die Verbindlichkeiten der Banken in Fremdwährung auf einem konstanten Niveau von 10% festgesetzt, während für die Einlagen in Rubel der niedrigere 7 %-ige Satz galt (Abbildung 23). Der relativ höhere Satz auf die Fremdwährungsverbindlichkeiten lässt sich teilweise mit den Dedollarisierungsanstrengungen der Notenbank erklären. Insgesamt hohe Mindestreservesätze sind mit dem Inflationsziel der Notenbank und der Ineffizienz der anderen geldpolitischen Instrumente zu begründen.

Im Jahr 2004 wurde die Mindestreservpolitik neu überarbeitet und stark verändert. Der Grund dafür waren die Liquiditätskrise und die kurzfristige Kapitalflucht im Mai/ Juli 2004 (die zum Teil durch die Yukos-Affäre und die Schließung einiger Banken ausgelöst wurde). Um den Geldmarkt zu stabilisieren und den Kapitalabfluss zu bremsen, hat die ZBR die Mindestreservesätze stark gesenkt (auf 3,5%). Auf die Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken wurde der Satz sogar auf 2% heruntergestuft. Nach der Stabilisierung des Geldmarktes wurden die Mindestreservesätze vorerst nicht mehr angehoben. Die ZBR gab den anderen geldpolitischen Instrumenten eine relativ höhere Bedeutung.

Nachdem im Juli 2006 mehrere Kapitalverkehrsbeschränkungen abgeschafft wurden, nahm die Gefahr des Zuflusses des kurzfristigen Fremdkapitals zu. Die Notenbank reagierte darauf mit der Erhöhung der Mindestreservesätze auf die Verbindlichkeiten gegenüber den ausländischen Banken auf 3,5 %. Im Laufe der folgenden zwei Jahre (2007 und 2008) bis zur Krise 2008 wurden die Sätze schrittweise angehoben, mit dem Ziel, den zunehmenden Zufluss des kurzfristigen Fremdkapitals zu vermindern. Im September 2008 erreichte der Mindestreservesatz auf die Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken den Höchstpunkt von 8,5%. Nach dem Ausbruch der Finanzkrise und der massiven Kapitalflucht aus Russland wurden alle Mindestreservesätze auf 0,5% gesenkt.

Abbildung 23. Mindestreservesätze, in % p.a. (2000-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR

Im Zeitraum zwischen Oktober 2006 und September 2008 lässt sich das Instrument der Mindestreserven als der stärkste Mechanismus der Kapitalverkehrsregulierung bezeichnen. Die Effektivität dieses Instrumentes lässt sich nicht nachprüfen, da der Kapitalverkehr von anderen Faktoren (insb. Wechselkursserwartungen und Zinsen) viel stärker beeinflusst war.

Zusammenfassend zur Mobilität des Kapitalverkehrs lässt sich der betrachtete zehnjährige Zeitraum zwischen 2000 und 2009 auf drei Zeitperioden aufteilen, die anhand der Tabelle 8 dargestellt sind:

Tabelle 8. Kapitalverkehrskontrollmechanismen im Überblick

Zeitraum	Art der Kontrolle	Devisenzwangsverkauf beim Export	Reservierung bei der Importvorauszahlung	Kapitalbilanzregulierung	Mindestreserven	Mobilitätsgrad <sup>69</sup>
Januar 1999 – Juni 2004	Administrative direkte Mechanismen	bis Aug. 2001: 75% bis Juli 2003: 50% bis Jan. 2004: 25%	bis Jan. 2003: 100% bis Apr. 2004: 20%	Über Genehmigung der Notenbank und/ oder Regierung	10% konstant	Sehr niedrig
Juni 2004 – Juni 2006 (Inkrafttreten des neuen Gesetzes)	Marktwirtschaftliche Instrumente	10%	0%	Über Spezialkonten und Reservierung von: 1-3% – bei Einfuhr 12,5-50% – bei Ausfuhr	2% konstant	Mittel
Juni 2006 – Dezember 2009 (Abschaffung der Kapitalbeschränkung)	Keine	0%	0%	Keine Spezialkonten und Reservierung	0,5 – 8,5 % unterschiedlich	Hoch

Quellen: Eigene Darstellung aufgrund von rechtlichen Normen

Die Analyse hat gezeigt, dass die Verhinderung bzw. Verminderung von Kapitalbewegungen mittels administrativer Maßnahmen nicht ausschließlich auf die Kontrolle der Kapitalbilanztransaktionen beschränkt werden kann. Die bestehenden Möglichkeiten einer Kapitalausfuhr über die Dienstleistungsimporte, die Importvorauszahlungen und die Zahlungsverweigerung der Exporte machen deutlich, dass eine volle Kontrolle über die Devisenflüsse nicht möglich war. Sämtliche Versuche in diese Richtung sind mit hohem bürokratischem Aufwand verbunden und beeinträchtigen die international tätigen Unternehmen. Die Wohlfahrtsverluste

<sup>69</sup> Subjektive Einschätzung des Verfassers, begründet durch die oben durchgeführte Analyse.

entstehen darüber hinaus durch mangelnde Investitionen und den geringeren Wettbewerb (insbesondere während einer Privatisierung).

Nach Einschätzung des Verfassers können die kapitalverkehrsbeschränkenden Maßnahmen unter Umständen nur kurzfristig wirksam sein. Eine vollständige Verhinderung einer Flucht aus der Nationalwährung ist unmöglich. Selbst wenn alle Maßnahmen zur Kapitalverkehrsbeschränkung sowie zu Export- Importkontrolle getroffen werden, können trotzdem die Devisenbestände der Notenbank schnell ausgeschöpft werden. Der Grund dafür ist ein unkontrolliertes Verhalten der inländischen Sparer, die bei einer Krise die Geldaktiva in Nationalwährung auf Fremdwährung (Bankeinlagen oder Bargeld) umtauschen. Selbst in den Ländern mit einer hohen Währungsreservedeckungsquote (Währungsreserven / Geldmenge) könnte es daher zu einer Wechselkurskrise kommen. Im Jahr 1998 mussten die Banken 15,8 Mrd. USD Bargeld aus dem Ausland kaufen, um die inländische Nachfrage zu decken (Devisenbestand der ZBR war ca. 16 Mrd. USD). „*Das ist eine Form der versteckten Kapitalflucht*“ – hieß es im Jahresbericht der ZBR 1999.

Ähnliches Verhalten war in der nächsten großen Krise zu beobachten. Allein von September bis Dezember 2008 wurde durch die Banken die Fremdwährung in Form von Bargeld in Höhe von ca. 33 Mrd. USD an die Privathaushalte netto verkauft. Eine Wechselkursabwertung konnte selbst mit einer knapp 90-prozentigen Währungsreservedeckungsquote nicht verhindert werden. Der Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen als ein Teil der Wechselkursstrategie (und sogar der Geldpolitik) ist nach Meinung des Verfassers auf eine längere Frist nicht effektiv. Je nach den außenwirtschaftlichen Entwicklungen könnten diese Maßnahmen nur limitiert hilfreich werden. Außerdem sind die längerfristigen negativen Auswirkungen und die damit verbundenen Wohlfahrtsverluste zu berücksichtigen.

Im Folgenden wird aufgeführt, wie sich die Maßnahmen zur Kapitalverkehrskontrolle in den Handels-, Zahlungs- und Devisenbilanzen reflektierten, und wie sich die anderen außenwirtschaftlichen Komponenten entwickelt haben.



## 4.2. Außenwirtschaftliche Entwicklungen

Die außenwirtschaftlichen Komponenten des Devisenkreislaufs in Russland lassen sich anhand der Zahlungsbilanzanalyse relativ gut ablesen (Abbildung 24).

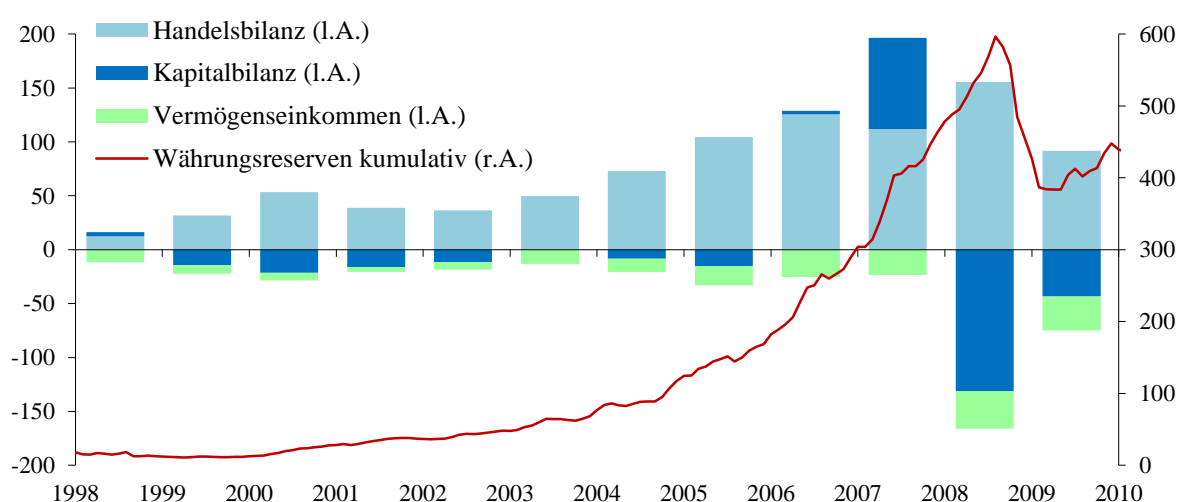
Zum einen war die Handelsbilanz von Waren und Dienstleistungen stets positiv und stellte die Hauptdevisenquelle dar. Der Handelsbilanzüberschuss nahm von 50 Mrd. USD in den Jahren 2000-2003 auf 150 Mrd. USD im Jahr 2008 zu.

Weiterhin beeinflusste die Kapitalbilanz netto betrachtet besonders in den Jahren 2007-2009 den Devisenmarkt spürbar. Nach einem Nettokapitalzufluss von ca. 85 Mrd. USD im Jahr 2007 wies in den Jahren 2008-09 die Kapitalbilanz einen negativen Wert von insgesamt 175 Mrd. USD auf.

Die stets negative Bilanz des Vermögenseinkommens spricht für Kapitalzuflüsse nach Russland, die mit den Jahren zunahm. Auf über 30 Mrd. USD stieg das ins Ausland gezahlte Nettovermögenseinkommen in den Jahren 2008 und 2009.

Generell ist nicht zu übersehen, dass in allen Jahren (bis auf das Jahr 2008) die Zahlungsbilanz Überschüsse auswies. Demzufolge haben die Währungsreserven der Notenbank stark zugenommen. Nichtsdestotrotz sind diese auf den ersten Blick für das Land als positiv zu bewertenden Ergebnisse nicht auf die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Produzenten und nicht auf die hohe Attraktivität des inländischen Kapitalmarktes zurückzuführen. Die Devisenzuflüsse waren für Russland (insbesondere für die Geldpolitik) nachteilig und führten zu einem verzerrten Bild der Lage. Um dies zu verdeutlichen, werden im Folgenden einzelne Komponenten der Zahlungsbilanz detaillierter analysiert.

Abbildung 24. Zahlungsbilanz und Währungsreserven, Mrd. USD (1998-2009)



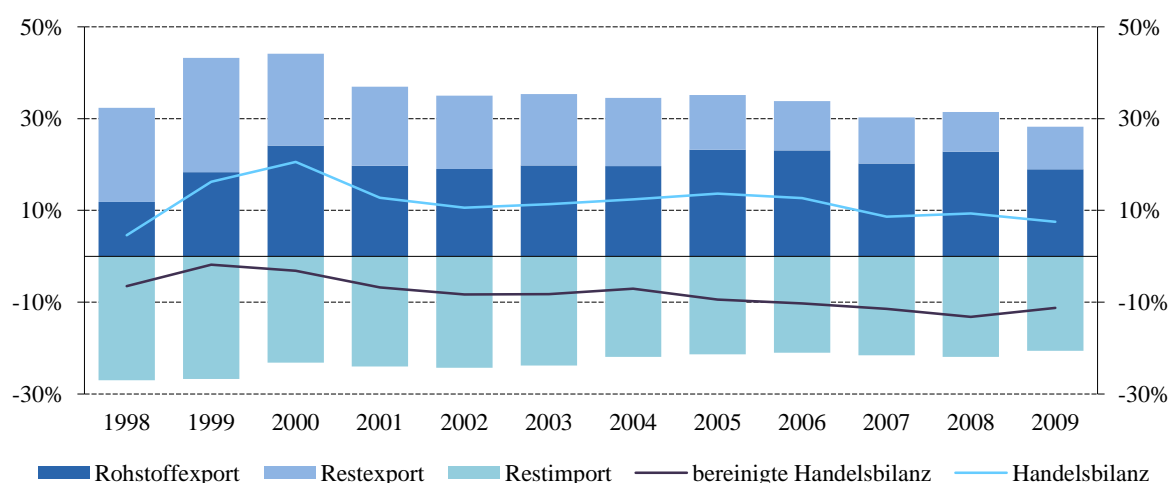
Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken, Statistikberichte

#### 4.2.1. Dynamik der Leistungsbilanz

Die Analyse der Leistungsbilanz beschränkt sich auf die Handelsbilanz von Gütern und Dienstleistungen (im Weiteren Handelsbilanz). Die Handelsbilanz war von den Rohstoffexporten und dementsprechend der Ölpreisentwicklung stark abhängig. Mit steigenden Rohstoffpreisen nahm der Anteil der Rohstoffeinnahmen am Gesamtexport von ca. 37% im Jahr 1998 auf 72% im Jahr 2008 zu. Das entspricht einem 12-fachen Anstieg (von ca. 32 Mrd. USD auf knapp 380 Mrd. USD)<sup>70</sup>, der einerseits auf die 8-fache Ölpreissteigerung und andererseits auf die Mengenzunahme zurückzuführen ist. Während sich im Exportvolumen von Erdgas kaum etwas geändert hat (ca. 200 Mio. Kubikmeter im Jahr), wies die Ausfuhr von Rohöl und Ölprodukten in zehn Jahren eine Mengenverdoppelung auf (von ca. 190 Mio. Tonnen auf ca. 370 Mio. Tonnen im Jahr)<sup>71</sup>.

Die Exporteinnahmen aus den anderen Gütern und Dienstleistungen sind zwar auch gestiegen (ca. 2,6-facher Zuwachs), nahmen aber in Relation zum Gesamtexport und zum BIP immer weiter ab. Ihr Anteil an der gesamten Wirtschaftsleistung des Landes schrumpfte von ca. 20% im Jahr 1998 auf nur ca. 9% im Jahr 2008. Im Vergleich zum Nichtrohstoffexport nahmen Importe stets mit höheren Zuwachsraten (etwa 5-faches Wachstum in zehn Jahren) zu. Besonders stark war die Importzunahme bei PKWs (31-fach), Investitionsgütern und LKWs (9-fach) sowie Textil- und Lederwaren (13-fach) zu beobachten. In Relation zum BIP hatte der Import zwar einen abnehmenden Trend, blieb aber höher als der Anteil von Nichtrohstoffexporten. Infolgedessen änderte sich die bereinigte Handelsbilanz von einem beinahe ausgeglichenen Zustand in den Jahren 1999/2000 in die defizitäre Richtung (ca. 13% zum BIP im Jahr 2008), obwohl die (nicht bereinigte) Handelsbilanz stets riesige Überschüsse (ca. 10% zum BIP und mehr) aufwies (Abbildung 25).

Abbildung 25. Leistungsbilanz, in % zum BIP (1998-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken, Statistikberichte

<sup>70</sup> Erdgas und Ölprodukte, inklusive Masut, Diesel und Benzin (Quelle: Statistikamt, Online-Datenbank)

<sup>71</sup> Ölprodukte, ohne Masut, Diesel und Benzin (Quelle: ZBR, Online-Statistiken)

Insgesamt hat Russland in den betrachteten zehn Jahren (2000-2009) Einnahmen aus dem Nettorohstoffexport in Höhe von ca. 1,7 Billionen USD erzielt. Der daraus resultierte Handelsbilanzüberschuss sorgte für einen massiven Devisenzufluss von insgesamt ca. 840 Mrd. USD. Ohne Rohstoffeinnahmen wäre Russland mit einer Devisenlücke in ähnlicher Höhe (ca. 815 Mrd. USD) konfrontiert gewesen. Bei einem Verlauf der Energiepreise auf dem konstanten Niveau des Jahres 1998 hätte Russland bei gleichen Exportmengen nach groben Schätzungen des Verfassers höchstens 600 Mrd. USD aus dem Rohstoffexport eingenommen. Dementsprechend würde die Handelsbilanz bei der Annahme der gleichgebliebenen Export-/Importmengen und Preisen ein Defizit von ca. 300 Mrd. USD. aufweisen.

Die Handelsbilanzüberschüsse stellten eine wichtige aber nicht die einzige Quelle auf dem Devisenmarkt dar. Die Kapitalbilanzänderungen beeinflussten zunehmend den Devisenkreislauf in Russland und sorgten für wesentlich größere Turbulenzen.

#### 4.2.2. Kapitalbilanz und Vermögeneinkommensbilanz

Die Zeit nach der Krise von 1998 bis 2002 war durch einen massiven Kapitalabfluss gekennzeichnet. Im Jahr 2000 wies die Kapitalbilanz einen negativen Betrag von ca. -8,3% des BIP (-22 Mrd. USD) auf. Ab dem Jahr 2002 flossen mit einer schrittweisen Liberalisierung des Kapitalverkehrs zunehmend Investitionen nach Russland. In der Zeit zwischen 2003 und 2006 war die Kapitalbilanz relativ ausgeglichen. Sowohl der Zufluss als auch der Abfluss des Kapitals nahmen zwar stark zu, blieben allerdings im Vergleich zum BIP auf einem relativ konstanten Niveau von ca. 7% (Abbildung 26).

Die Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen im Jahr 2006 hatte spürbare Auswirkungen auf den Kapitalmarkt. Der Zufluss des Kapitals nach Russland verdreifachte sich im darauf folgenden Jahr 2007 auf knapp 210 Mrd. USD oder ca. 16% zum BIP. Insbesondere der Privatsektor fand die Möglichkeit der Auslandsverschuldung lukrativer als die Verschuldung im Inland. Allein die Kreditverschuldung des Privatsektors ist in einem Jahr um mehr als das 5-fache gestiegen. Auch die Banken bevorzugten die Refinanzierungsmöglichkeiten im Ausland gegenüber den Angeboten der ZBR. Der Kapitalbilanzüberschuss ist in diesem Jahr 2007 auf die Rekordhöhe von 85 Mrd. USD gestiegen und betrug im Vergleich zum BIP ca. 6,5%. Zusammen mit dem Handelsbilanzüberschuss betrug der Devisenüberhang in diesem Jahr knapp 200 Mrd. USD (oder ca. 15% zum BIP).

Der Trend aus dem Jahr 2007 setzte sich im darauf folgenden Jahr fort. Ungefähr 140 Mrd. USD sind von Januar-August 2008 nach Russland geflossen. Der Ankauf von Devisenüberschüssen bereitete für die ZBR große Probleme mit deren Sterilisation vor. Während der Ankauf von Rohstoffexporteinnahmen relativ einfach organisiert werden konnte (aufgrund der geringen Zahl von Exporteuren und hoher staatlicher Beteiligung), war das Verhalten von Kapitalmarktteilnehmern unvorhersehbar und schwer abschätzbar. Ein zusätzliches Problem stellte die Kurzfristigkeit von Kapitaleinlagen dar.

Die im Herbst 2008 ausgebrochene Finanzkrise brachte eine dramatische Wende auf dem Devisenmarkt. Neben einem „Sudden Stop“ von jeglichen Geldanlagen in Russland, verließ das Kapital fluchtartig das Land. Allein von September-Dezember 2008 wies die Kapitalbilanz insgesamt einen negativen Betrag von 160 Mrd. USD auf (Abbildung 26). Davon entfielen etwa 40 Mrd. USD auf die kurzfristigen Verbindlichkeiten (insbesondere Kreditverschuldungen der Banken), die nicht (mehr) refinanziert oder verlängert werden konnten.

Innerhalb kürzester Zeit war die Kapitalbilanz somit doppelt belastet. Auf der einen Seite sollten Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Gläubigern erfüllt werden. Die Refinanzierungsbedingungen haben sich in dieser Zeit (aufgrund explodierender Risikoprämien) in dem Maß verschlechtert, dass eine Refinanzierung nicht in Frage kommen konnte. Auf der anderen Seite entstand eine Flucht aus Rubelaktiva. Erstmals nach einer sehr langen Phase des permanenten Devisenkaufs musste die ZBR die Währungsreserven massiv verkaufen. Selbst mit Hilfe der Währungsreserven von knapp 600 Mrd. USD, die etwa 20 Importmonate decken konnten oder mehr als das 3-fache größer waren als die gesamte kurzfristige Verschuldung des Landes, haben nicht ausgereicht, um die Lage auf dem Devisenmarkt im Griff zu halten.

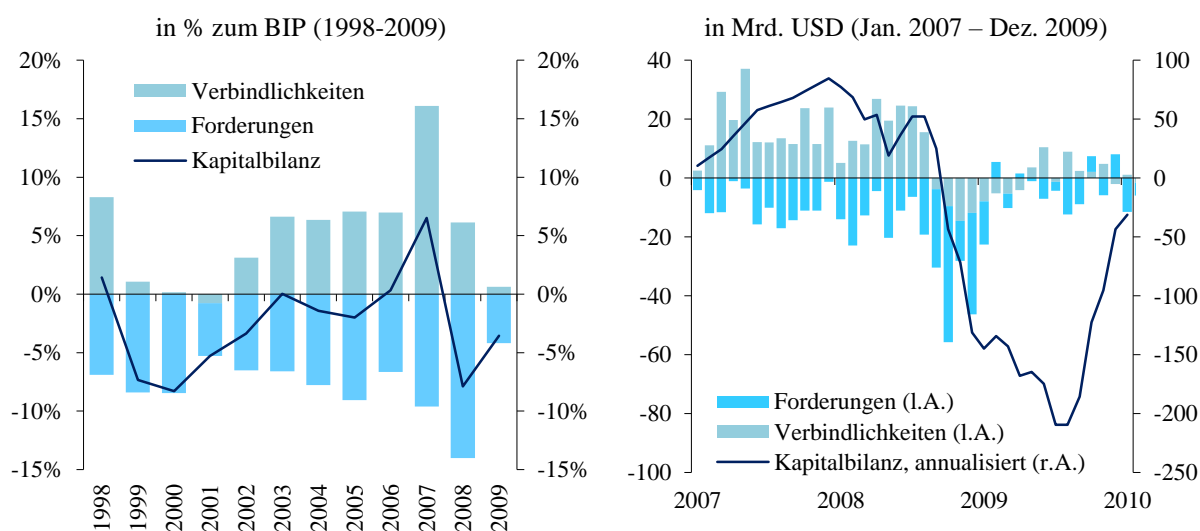
Im Vergleich zu den Kapital- und Handelsbilanzen spielte die Vermögenseinkommensbilanz eine nicht allzu große, aber auch keine unwesentliche Rolle auf dem Devisenmarkt. In den ersten Jahren nach der Krise 1998 bis zum Jahr 2001, in denen Russland als Investitionsobjekt nicht besonders attraktiv war, war die Vermögenseinkommensbilanz hauptsächlich durch die Zinszahlungen des Staates gekennzeichnet. Angefangen im Jahr 2002 nahmen die Investitionen des Privatsektors in Russland immer weiter zu, was sich in den Einkommensübertragungen (Dividenden usw.) widerspiegelte. Im Jahr 2008 spitzte sich die Gesamtsumme der ins Ausland ausgezahlten Investitionsgewinne des nichtfinanziellen Privatsektors auf die Rekordhöhe von 77 Mrd. USD (netto ca. 45 Mrd. USD) zu.

Insgesamt hat der Privatsektor in den zehn betrachteten Jahren von 2000-2009 die Einkommenszahlungen in Höhe von 291 Mrd. USD getätigt, was gemessen an dem in diesen Sektor zugeflossenen Kapital (ca. 463 Mrd. USD) etwa 63% ausmacht. Netto berechnet hat der Privatsektor knapp 190 Mrd. USD Einkommen ausgezahlt (Abbildung 27).

Wie oben erwähnt wurde, nutzten auch die Kreditinstitute den ausländischen Finanzmarkt als Kapitalquelle und mussten dementsprechend Renditezahlungen ausführen. Insgesamt haben die Banken in den zehn Jahren knapp 50 Mrd. USD Einkommen ausgezahlt und ca. 30 Mrd. USD Rendite erhalten. Gemessen an den Kapitalzu- und -abflüssen macht dies 36% an den Investitionen bei den russischen Banken und 23% umgekehrt aus.

Da die ZBR mittels Devisenmarktinterventionen permanent die Währungsreserven aufstockte, nahmen die Renditen der Notenbank aus deren Management deutlich zu. In zehn Jahren hat die ZBR knapp 60 Mrd. USD an Erträgen erhalten, was verglichen mit der gesamten Änderung der Währungsreserven etwa 15% ausmacht. Insgesamt zahlte das Land in zehn Jahren ca. 390 Mrd. USD als Renditezahlungen aus, während aus dem Ausland etwa 212 Mrd. USD eingenommen worden sind.

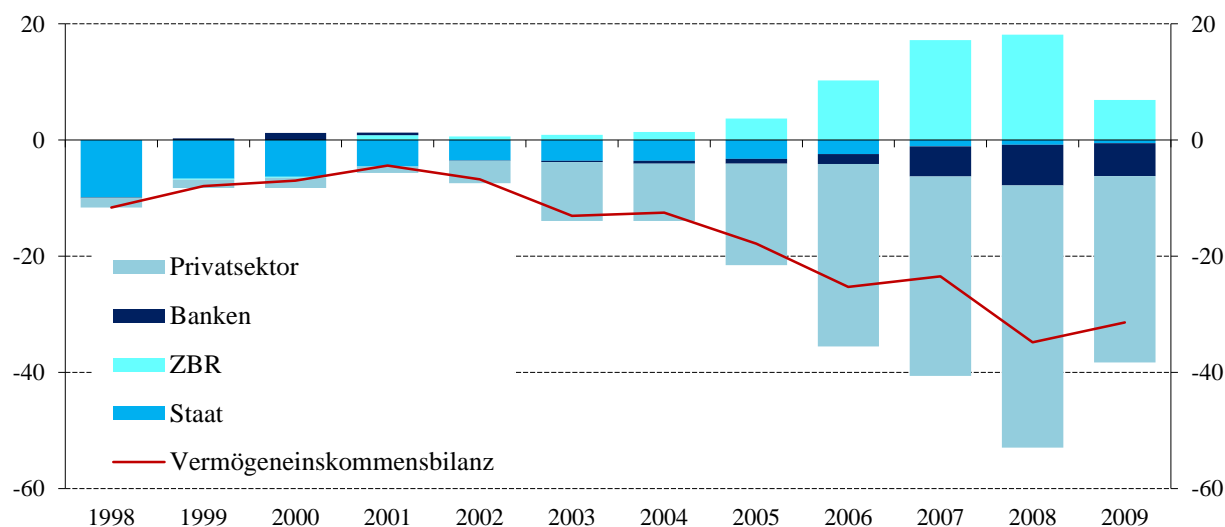
Abbildung 26. Entwicklung der Kapitalbilanz, in % zum BIP und Mrd. USD (1998-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken, Statistikberichte

Die durchgeführte Zahlungsbilanzanalyse hat die Gefahren der verzerrten Entwicklungen im Handel und bei den Kapitalbewegungen deutlich gemacht. Selbst mit einem sehr hohen Bestand an Währungsreserven kann eine Zentralbank infolge dieser Verzerrungen nicht immer in der Lage sein, die Wechselkursstabilität zu sichern. Während eine hohe Rohstoffpreisvolatilität auf dem Weltmarkt zu starken Schwankungen in der Handelsbilanz Russlands führte, haben die externen Faktoren die Kapitalbilanz und somit den Devisenmarkt innerhalb extrem kurzer Zeit stark destabilisiert. Im Folgenden soll auf die wichtigsten Faktoren, die auf die Entscheidungen der Kapitalanleger eine große Rolle spielten (Zinsentwicklung und Risikobewertung), kurz eingegangen werden.

Abbildung 27. Vermögenseinkommensbilanz, Mrd. USD (1998-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken, Statistikberichte

#### 4.2.4. Zinsdifferenz und Risikoprämie

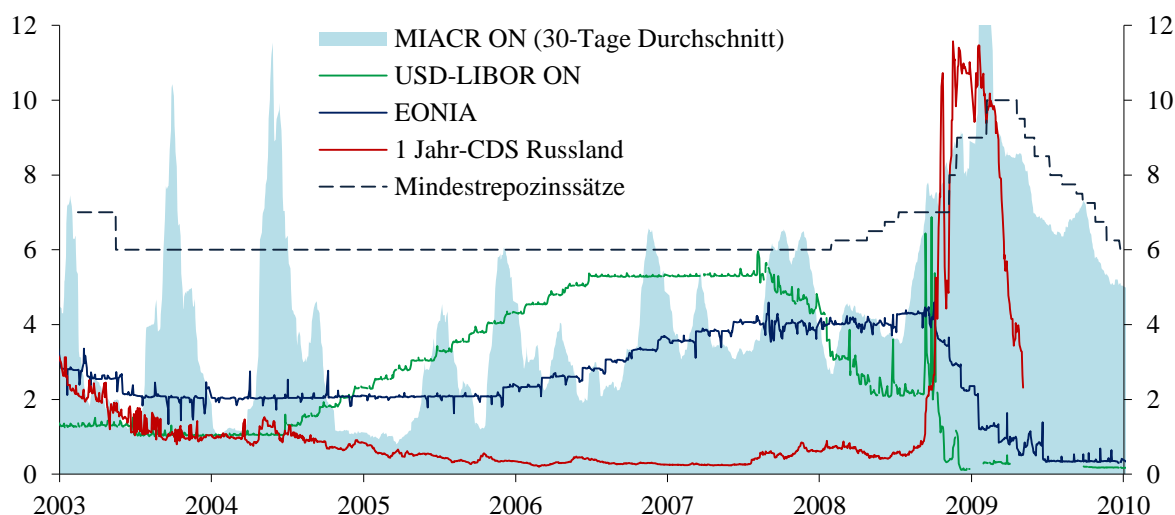
Zu den wichtigsten Faktoren einer Entscheidung über eine grenzüberschreitende Kapitalanlage und/oder Fremdverschuldung zählen neben den Wechselkursenerwartungen der Zinsenvergleich und die Risikoeinschätzung. Im Folgenden werden die Overnight-Geldmarktzinssätze in Russland (MIACR) mit EONIA und USD-LIBOR verglichen. Da die Kapitalverkehrsbedingungen erst ab dem Jahr 2004 gemildert wurden, ist der Zeitraum nach 2004 für die Analyse von Bedeutung.

Wie im Kapitel 3 beschrieben wurde, sind die Mindestzinssätze der ZBR zu den Repo-Geschäften als Leitzins der Notenbank zu betrachten. Verglichen mit den Mindestrepozinssätzen (die in den Jahren 2004-2007 konstant auf einem Niveau von 6,00% p.a. gehalten wurden) verliefen die durchschnittlichen Geldmarktzinsen in Russland meistens auf einem wesentlich niedrigeren Niveau. Interessanterweise entsprach bis Herbst 2008 der Trend der Entwicklung der Geldmarktzinssätze in Russland der Entwicklung von EONIA (Abbildung 28).

Nach einer sehr stabilen Phase der Zinsentwicklung in Europa in den Jahren 2004-2005 (ca.  $2,07 \pm 0,09\%$  p.a. (bundesbank.de)) folgte eine schrittweise Zinserhöhung in den darauf folgenden zwei Jahren um ungefähr 185 Basispunkte. Die durchschnittlichen Geldmarktzinsen in Russland, die jedoch eine viel höhere Volatilität aufwiesen, sind im gleichen Zeitraum ebenso um 180 Basispunkte gestiegen (von ca.  $2,7 \pm 2,2\%$  im Jahr 2005 auf ca.  $4,5 \pm 1,6\%$  p.a.).

Die USD-LIBOR-Sätze sind in diesen zwei Jahren ebenso um 180 Basispunkte gestiegen. Eine erhöhte Volatilität im Herbst 2007 sowie die darauf folgende drastische Absenkung von LIBOR-Sätzen hat eine ähnliche Auswirkung in Russland ausgelöst.

Abbildung 28. Geldmarktzinssätze und CDS, in % (2003-2009)



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Online-Statistiken, Statistikberichte

CDS – credit default swaps

Nach dem Ausbruch der Finanzkrise galt dieser scheinbare Übertragungseffekt der internationalen Zinsentwicklung auf die inländischen Zinssätze nicht. Während die Zinsen in den USA und in Europa drastisch gesenkt wurden, stiegen die MIACR-Sätze auf rekordhohe Ebenen. Den Hauptgrund dafür stellt eine erheblich erhöhte Risikoeinschätzung von Kapitalanlegern in Russland infolge der Finanzkrise dar. Dies lässt sich z.B. anhand der Entwicklung von CDS- (Kreditausfall-Swap-) Sätzen ablesen. Die Ausfallsätze für die einjährigen Kredite in Russland sind von einem Niveau von etwa 800 Basispunkten im Jahr 2000 auf einen Bereich unter 50 Basispunkten im Jahr 2005 gesunken und in den darauf folgenden Jahren stabil verlaufen. Innerhalb von wenigen Tagen und Wochen im September-November 2008 war der russische Finanzmarkt von einer dramatischen Erhöhung der CDS-Sätze um mehr als 1000 Basispunkte erschüttert worden. Die extrem billigen Finanzmittel auf den europäischen und US-amerikanischen Märkten waren infolgedessen für den in eine Liquiditätskrise geratenen Geldmarkt in Russland nicht mehr zugänglich.

Auf der anderen Seite hat solch eine starke Erhöhung der Risikoeinschätzung einen bisher nicht gegebenen zinspolitischen Spielraum für die ZBR gewährt. Nur infolge (bzw. dank) der Finanzkrise ist es möglich geworden, mit Hilfe z.B. der Repo-Zinsen auf die inländischen Zinssätze zu wirken. Hätte diese Risikoerhöhung nicht stattgefunden, wäre nach Meinung des Verfassers der russische Finanzmarkt höchstwahrscheinlich vom ausländischen Kapital „überflutet“ worden. Die stark unterschätzten Risikoprämien haben in der Zeit nach der Abschaffung von Kapitalverkehrshindernissen dazu geführt, dass die ZBR die Zinsautonomie de-facto verloren hat.

Anhand der Zahlungsbilanzanalyse wurden folgende wertvollen Erkenntnisse gewonnen: Die infolge der günstigen Preisentwicklung stark zugenommenen Rohstoffeinnahmen und die daraus resultierten Handelsbilanzüberschüsse waren nicht die einzigen Ursachen für die starken Schwankungen auf dem Devisenmarkt Ende 2008. Das Verhalten des Kapitalmarktes hat dazu geführt, dass innerhalb einiger Monate das Problem des Devisenüberschusses sich in das Problem des Devisendefizites verwandelte. Verantwortlich dafür war unter anderem der enorm starke Anstieg der Risikoprämien. Bis zur Krise war das Zinsniveau in Russland im Vergleich zum Ausland höher, so dass die Finanzierung in Fremdwährung lukrativer war. Ende 2008 nach der „Explosion“ der Risikoprämien war die ZBR dazu verpflichtet, während einer Wirtschaftskrise die Zinssätze sogar anzuheben, um der Flucht aus dem Rubel entgegen zu steuern.

Die Wechselkursereignisse stellen neben der Zinsdifferenz und der Risikoeinschätzung noch einen wichtigen Baustein bei der Entscheidungsbildung über eine Kapitalinvestition dar. Die Analyse der Wechselkurspolitik der ZBR sowie das Verständnis von tatsächlichen wechselkurspolitischen Zielen spielt daher eine außerordentliche Rolle. Im Folgenden werden diese Fragen detailliert beschrieben.



#### 4.4. Entwicklung der Wechselkurspolitischen Ziele 2000-2009

Der Wechselkurs spielte im (neuen) Russland stets eine außerordentliche Rolle. Der Grund dafür lag in der hohen Dollarisierung der Wirtschaft, die infolge der Hyperinflation zustande kam (s. ausführlich Kapitel 1). Ein weiterer Grund sind die innerhalb von zehn Jahren aufgetretenen zwei Wechselkurskrisen. Da die Preisstabilität nicht gesichert werden konnte, hat die nationale Währung kein volles Vertrauen gewinnen können. Je nach dem Grad der Dollarisierung erfüllte die Fremdwährung zum Teil die Funktionen der Wertaufbewahrung, der Recheneinheit und sogar des Zahlungsmittels.

Der Wechselkurs diente auch teilweise als psychologisches Maß für die Inflationswahrnehmung und –erwartung oder sogar für die wirtschaftliche Stabilität. Da nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion die Importabhängigkeit des Landes stark gestiegen war, war eine deutliche Veränderung des Wechselkurses über den sog. Exchange Rate Pass Through Effekt (ERPT-Effekt)<sup>72</sup> in erster Linie bei den Importkonsumpreisen direkt zu spüren. Die Übertragung von Wechselkursveränderungen auf importierte Investitionsgüter stellte daher einen weiteren Übertragungskanal auf die inländischen Preise dar. Die Abhängigkeit der inländischen Preisstabilität vom Wechselkurs war demnach das am häufigsten genannte Argument der geldpolitischen Entscheidungsträger für die Notwendigkeit der Wechselkursregulierung (Ulyukaev, 2009). Da die Importanteile im Laufe der betrachteten zehn Jahre noch weiter zugenommen haben, konnte das Problem der Wechselkursabhängigkeit nicht gelöst oder gemildert werden.

Auf der anderen Seite waren die geldpolitisch Verantwortlichen auch nicht bereit, die de-facto-Priorisierung der Wechselkurspolitik über die Zinspolitik offiziell festzulegen und ihre Wechselkursstrategie transparent offen zu legen. Formal war das Wechselkursregime Russlands als „*managed floating*“ definiert (IWF, AREAER, 2000-2009), obwohl eine konkrete feste Anbindung an die anderen Währungen deutlich zu sehen war. Erst während der Krise 2008 ist über die Wechselkurssteuerungsgrenzen offiziell gesprochen worden. Der Grund für solch eine „geheime“ Wechselkursstrategie waren die extrem schlechten Erfahrungen mit der Wechselkursbandpolitik in den 90-er Jahren (s. Kapitel 1). Diese schlechten Erfahrungen haben die Entscheidungsträger wohl so stark „eingeschüchtert“, dass eine offizielle Bindung an jegliche Wechselkursziele nicht mehr in der Diskussion stehen konnte. Eher wurde versucht, ein Signal zu geben, dass eine Wechselkurssteuerung nur eine vorübergehende Übergangslösung auf dem Weg zum „Free Floating“ sei (die allerdings nicht erreicht werden konnte).

Obwohl die konkreten Ziele der Wechselkurspolitik offiziell nicht formuliert wurden, lassen sie sich aus den Publikationen der ZBR (vor allem Jahresberichte und jährliche Haupttrichtlinien) sowie aus der Dynamik des Wechselkurses und dem Verhalten der Notenbank relativ gut ableiten. Die folgenden Beschreibungen der Wechselkursstrategie stützen sich daher auf die Schlussfolgerungen und Einschätzungen des Verfassers, die aber auch in vielen anderen Literaturquellen zu finden sind. Im Folgenden soll die Wechselkursstrategie der ZBR ausführlich beschrieben werden, wofür eine Einteilung in drei

---

<sup>72</sup> Exchange Rate Pass Through Effekt beschreibt die Auswirkung der Wechselkursänderung auf die Inflation über die Preise der importierten Güter.

Zeiträume sinnvoll ist: der Zeitraum bis 2003 (Dollar-Orientierung), bis 2008 (Korbwährungsstrategie) und das Management während und nach der Krise 2008.

#### 4.4.1. Wechselkurspolitische Ziele nach der Krise 1998 bis 2003

Nach der Finanzkrise 1998 standen für die Notenbank zwei Ziele im Vordergrund: erstens die Abbremsung der drastischen Abwertung des Rubels und zweitens die Aufstockung der fast erschöpften Währungsreserven. Als Hauptinstrumente dafür dienten überwiegend administrative Maßnahmen. Eine Steuerung des Wechselkurses mittels Interventionen war in dieser Zeit mangels Devisenreserven unmöglich. In gewissem Maß lässt sich diese Phase deswegen als ein „free Floating“ (oder free Falling) bezeichnen.

Ab Anfang 2000 (nachdem der USD-Wechselkurs im Vergleich zum August 1998 von ca. 6,5 RUB/USD auf 27 RUB/USD oder ca. um das 4-fache abwertete) hat die ZBR entschieden, den Wechselkurs wieder unter Kontrolle zu bekommen. Als Ziel wurden offenbar die Verhinderung der Abwertung-Inflationsspirale und die Stabilisierung des nominalen USD-Wechselkurses gesetzt. Dafür wurde in der ersten Arbeitswoche des Jahres zunächst eine 7-prozentige Abwertung vorgenommen. Anschließend wurde über das ganze Jahr hinweg eine leichte Aufwertung (bis zu 4,2%) kontrolliert durchgeführt. Diese Strategie hat sich gelohnt, denn die Tagesvolatilität im Jahr 2000 konnte im Rahmen von  $\pm 0,7\%$  gehalten werden (Abbildung 29). Gleichzeitig konnte mehr als eine Verdoppelung der Währungsreserven (auf ca. 28 Mrd. USD) erreicht werden. Die Aufstockung der Währungsreserven war auch deswegen wichtig, weil durch die erhöhte Zahlungsfähigkeit des Landes und ein dementsprechend höheres Landesrating bessere Konditionen bei der Umschuldung von Staatsschulden ausgehandelt werden konnten.

Die andere Seite der Medaille stellte das Problem der realen Aufwertung des Rubels dar. Da die Inflationsrate im Jahr 2000 trotz des Rückgangs im Vergleich zum Vorjahr bei 20% lag, wertete der realeffektive Wechselkurs um ca. 24% auf (Abbildung 29). Die Strategie im Jahr 2000 war zwar kurzfristig betrachtet erfolgreich, konnte aber nicht langfristig fortgesetzt werden, denn dadurch wären die Abwertungserwartungen wieder angestiegen.

Aus diesem Grund wurde zunächst an einem Tag Anfang des Jahres 2001 eine leichte Kurskorrektur vorgenommen (1,1% Nominalabwertung) und ab Juni 2001 die Strategie geändert. Der REWK wurde offenbar als Zielgröße ausgewählt. Der stabile REWK sollte (gemäß dem kaufkraftparitätischen Ansatz) durch die Sicherung der inländischen Wettbewerbsfähigkeit und der ausgeglichenen Handelsbilanz eine langfristige Stabilität bringen. Die Kontrolle der USD-Wechselkursvolatilität sowie die Aufstockung der Währungsreserven waren als zusätzliche Aufgaben weiterhin zu berücksichtigen.

Alle drei Ziele konnten in der Zeit bis Ende 2002 erreicht werden. Der REWK blieb seit Juni 2001 auf einem weitgehend konstanten Niveau (ca. 1,2% Aufwertung). Dafür musste der nominale USD-Wechselkurs kontrolliert und langsam abgewertet werden (ca. 9,2% Abwertung). Da die Tagesvolatilität dabei sehr gering war ( $\pm 0,5\%$  im Jahr 2001 und  $\pm 0,3\%$  im Jahr 2002), erfolgte diese Abwertung vorsichtig, um panische Reaktionen auf dem Markt zu vermeiden. Nur am Anfang des Jahres wurde der Kurs erneut mittels einer einmaligen 1,5-prozentigen Abwertung an einem Tag korrigiert. Gleichzeitig konnten die Währungsreserven

weiter aufgestockt werden (48 Mrd. USD am Ende 2002). Die Strategie schien erfolgreich zu sein und hätte auch langfristig weitergeführt werden können, wies aber einige Probleme auf.

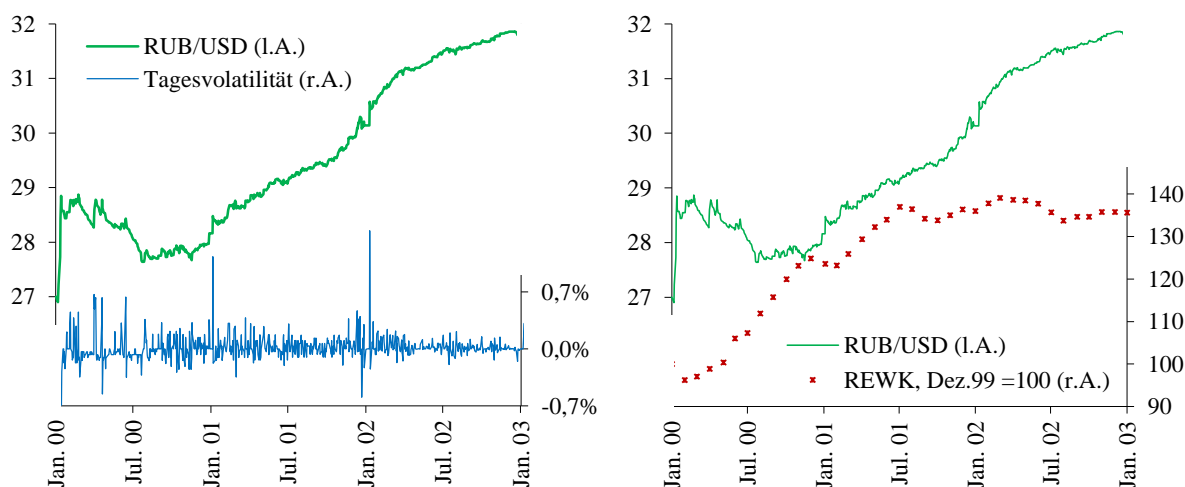
Eines der größten Probleme dieser Strategie ist die richtige Definition des Gleichgewichtswchselkurses, der die Wettbewerbsfähigkeit des Landes und die Handelsbilanz langfristig im Gleichgewicht halten sollte. Eine Überbewertung der eigenen Währung benachteiligt die Exportbranchen und erhöht die Importabhängigkeit des Landes. Dies hat Russland bereits in der Krise 1998 erlebt. Im Fall einer Unterbewertung (d.h. zu hohen Devaluation) würden sich die Importe (vor allem von Investitionsgütern) zu verteuern. Außerdem wäre die Verschuldung in Fremdwährung teurer.

Zu den technischen Problemen gehört auch die Tatsache, dass die Berechnung des REWK erst ex-post (nach der Veröffentlichung von Inflationsraten der wichtigsten Handelspartner) erfolgen kann. Die täglichen Entscheidungen sollen dementsprechend nur auf Prognosen basieren sowie die Korrektur der möglichen Prognosefehler in der Vergangenheit mitberücksichtigen. Das Verfahren ist relativ kompliziert und für die Öffentlichkeit nicht einfach nachvollziehbar.

Darüber hinaus würde diese Strategie im Fall Russlands aufgrund des hohen Anteils von Rohstoffeinnahmen nicht zu einer ausgeglichenen Handelsbilanz führen. Dies würde bedeuten, dass die ZBR die aus Rohstoffeinnahmen entstehenden Devisenüberschüsse immer abschöpfen müsste. Dies passte aber nicht mit dem langfristigen Wunschziel, nämlich dem Übergang zum „Free Floating“ und „Inflation Targeting“, überein.

Ein weiterer Aspekt ist der Balassa-Samuelson-Effekt, der für die Transformationsländer besonders zutreffend sein könnte. Gemäß diesem Effekt sollte eine gewisse Aufwertung des REWK zu keinen Wettbewerbsnachteilen führen, solange die Produktivitätsfortschritte im Land höher sind als in den Handelspartnerländern.

Abbildung 29. USD-Wechselkurs und der REWK (2000-2003)



Quellen: Eigene Darstellung und Rechnungen, ZBR, IFS

Der letztgenannte Grund scheint für den (nach Meinung des Verfassers falschen) Strategiewechsel im Jahr 2003 entscheidend gewesen zu sein. *Eine reale Aufwertung der Nationalwährung geht – nach Erklärung der ZBR – traditionell mit erfolgreichen Marktreformen in den Transformationsländern einher. Der Fortschritt in der Durchführung von strukturellen Reformen: erhöht die Attraktivität der in Nationalwährung dotierten Aktiva und zieht dadurch die Direkt- und Portfolioinvestitionen heran, stimuliert das Produktivitätswachstum sowie den Dedollarisierungsprozess und führt als Folge zu einer objektiv begründeten Aufwertung der Nationalwährung* (ZBR, Haupttrichtlinien, 2002).

Was in dieser Erklärung nach Meinung des Verfassers irrtümlich war, ist die Annahme, dass die Kapitalinvestitionen und die Dedollarisierung eine reale Aufwertung rechtfertigen dürften. Eine Dedollarisierung könnte zwar als ein Produktivitätsfortschritt des Finanzsektors betrachtet werden, wäre aber im Fall Russlands aufgrund des sehr geringen Anteils des Finanzsektors am BIP im Rahmen des BS-Effektes beinahe unbedeutend. Die auf dem Devisenmarkt entstandenen Überschüsse, die infolge der Dedollarisierung entstanden sind, weisen eher auf Portfolioumschichtungen hin.

Der Kapitalzufluss darf aus folgenden Gründen zur Berechnung des Gleichgewichtswechsellkurses nicht herangezogen werden: Erstens können die Kapitalzuflüsse nicht als nachhaltig betrachtet werden. Sie haben einen kurz- bis mittelfristigen Charakter. Eine Garantie auf dauerhaften Zufluss des Geldes aus dem Ausland gibt es nicht. Zweitens verfügen die Kapitalinvestitionen über den Charakter einer Fremdverschuldung, insbesondere in Verbindung mit der begrenzten Laufzeit und der Verzinsung. Selbst die Eigenkapitalinvestoren erwarten nach einer gewissen Zeit die vollständige Rückzahlung ihrer Investition inkl. Renditen. Nehmen wir an, in einem Zeitraum A fließt die Kapitalmenge X in ein Land. Dadurch wertet die Währung auf. Im Gleichgewicht wäre die Währung aber nicht, da im Zeitraum B ein Abfluss dieses Kapitals in Höhe von  $X+R$  ( $R$  - Rendite) die Währung abwerten lässt. Wird die Menge X aber refinanziert, könnte die Abwertung trotzdem im darauf folgenden Zeitraum stattfinden. Daher betrachtet der Verfasser die durch die Kapitalzuflüsse verursachte Aufwertung als eine Abweichung vom Gleichgewichtswechsellkurs. Diese Abweichung könnte allerdings (wie die Erfahrung zeigt) auch mehrere Jahre andauern (und negative Effekte haben).

Sowohl die Kapitalinvestitionen aus dem Ausland als auch die Portfolioumschichtungen im Inland sind somit nach Meinung des Verfassers für die Rechtfertigung der realen Aufwertung ungeeignet, weil sie per se keinen langfristigen Wettbewerbsvorteil schaffen. Nur sobald infolge der Investitionen Produktivitätsfortschritte erzielt werden und dadurch die Nettoexporte nachhaltig steigen, wäre eine Verschiebung des Gleichgewichtswechsellkurses akzeptabel.

#### 4.4.3. Wechselkursstrategien 2003-2008 und Übergang zum Währungskorb

Erstmals seit der Krise 1998 wurde im Jahr 2002 eine quantitative Zielgröße der Wechselkurspolitik genannt, indem die ZBR eine REWK-Aufwertung innerhalb einer Bandbreite von 4-6% für akzeptabel erklärte (ZBR, Haupttrichtlinien, 2002). *Dabei standen zwei gegenseitige und gegenseitig abhängige Aufgaben zur Erfüllung. Einerseits die Verminderung der Rubelaufwertung, die die Wettbewerbsfähigkeit des Landes beeinträchtigen könnte, und andererseits die Verhinderung des infolge der Deviseninterventionen entstehenden Rubel-Geldangebots, das zu inflationären Konsequenzen führen könnte* (ZBR, Jahresbericht, 2003).

Dieses Dilemma begleitete die Wechselkurspolitik der ZBR in den folgenden Jahren. Die Entscheidungsträger standen stets vor der Wahl: Inflation vs. Aufwertung. Die erklärten sog. akzeptablen Bandbreiten der REWK-Aufwertung wurden in den nächsten Jahren auf 0-10% erweitert, um einen größeren Handlungsspielraum zu gewinnen. Um eine relativ höhere Inflation zu verhindern, war die Politik somit wohl bereit, bis zu 10% der Wettbewerbsfähigkeit zu „opfern“ (eventuell in der Hoffnung auf einen Ausgleich durch den BS-Effekt). In den darauf folgenden sechs Jahren (2003-2008) ist der realeffektive Wechselkurs Russlands insgesamt um ca. 60% aufgewertet (Abbildung 30).

Durch die Erweiterung der Bandbreite für die REWK-Änderung ist die Relevanz des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts bei der Ausübung der Wechselkurspolitik weiter nach hinten gerückt. Als Primärziel blieb die Tagesvolatilität des nominellen USD-Wechselkurses. Später war eine leichte Änderung zu sehen. Den Grund dafür stellte die nach der Einführung des Barumlafs der Euro-Währung zugenommene Rolle der Eurowährung dar. Allein 2002 hat der Euro um 18,5% gegenüber dem USD aufgewertet. Infolgedessen hat der Rubel gegenüber dem Euro (folgend EUR-Wechselkurs) in einem Jahr um 25% nominal abgewertet (USD-Wechselkurs: 5,5% Abwertung). Solch eine starke Abwertung des Euro-Wechselkurses hat eine Debatte über den Anpassungsbedarf der Wechselkursstrategie ausgelöst und dies vor allem aus zwei Überlegungen heraus:

Erstens hatten in der Importstruktur Russlands die Länder der Eurozone einen wesentlichen Anteil (bis zu 50%). Die Abwertung des Euro-Wechselkurses führte zur entsprechenden Verteuerung der importierten Konsum- und Investitionsgüter. Das brachte einerseits den heimischen Herstellern gewisse Konkurrenzvorteile. Die steigende Nachfrage, insbesondere nach hochtechnologischen Produkten, konnte aber auf der anderen Seite durch die inländischen Produzenten nicht abgedeckt werden. Weiterhin exportierte Russland grundsätzlich die Rohstoffe traditionell in USD.

Zweitens erhöhte die Abwertung des Rubels gegenüber dem Euro den Rubel-Wert der in Euro dotierten Staatsschulden, deren größter Anteil 2003 fällig war. Der damalige Wirtschaftsminister erklärte, dass die Steigerung von Euro vis-à-vis US Dollar um 1 Cent zur Werterhöhung der russischen Schuldzahlungen um 100 Mio. Dollar führe (Gref, 2002).

Aus den oben genannten Überlegungen wurde die Wechselkursstrategie ab Anfang 2003 geändert. Obwohl die offizielle Erklärung zur USD-EUR-orientierten Wechselkurspolitik zum späteren Zeitpunkt nachgeholt wurde (2005), lässt sich zweifellos das Jahr 2003 als

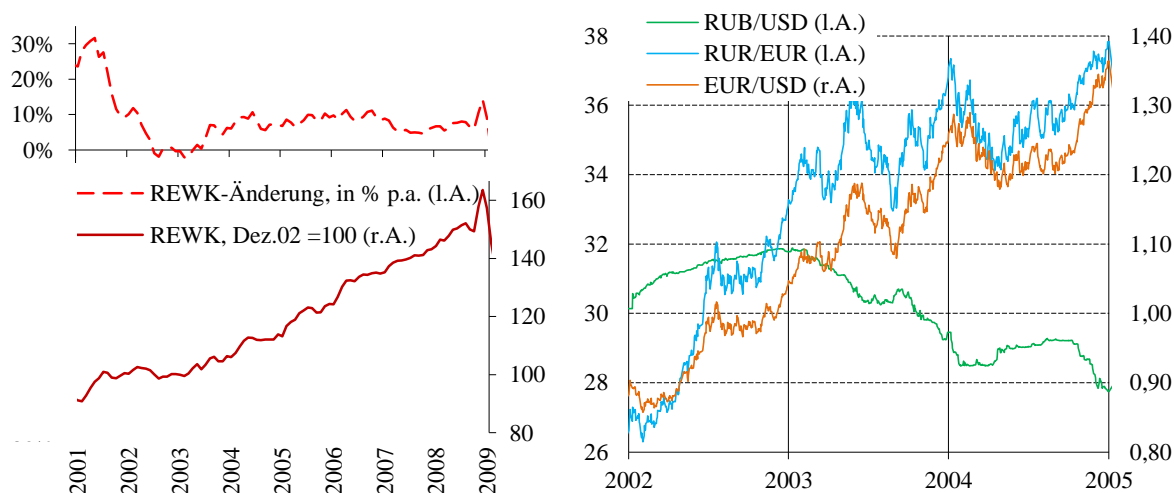
Wendepunkt zur Strategieänderung nennen. Der seit Mitte 2001 relativ konstant gehaltene REWK wurde im Jahr 2003 um 4,1% aufgewertet. Da im gleichen Jahr der Euro vis-à-vis dem USD um 20% aufwertete, konnte dadurch die Abwertungsrate des EUR-Wechselkurses verringert werden (11,2% – nominal und 1,1% – real). Dafür hat aber der Rubel gegenüber dem USD um 7,3% nominal und um 19% real aufwerten müssen (Abbildung 30).

Wäre die bisherige auf REWK orientierte Strategie weiter verfolgt worden, hätte die ZBR viel größere Interventionen auf dem Devisenmarkt vornehmen müssen, um dem Rubel gegenüber den USD und Euro abzuwerten. Der EUR-Wechselkurs hätte in einem Jahr um mehr als 20% abwerten müssen, da die Inflationsrate in Russland deutlich höher als im Euroraum war.

Nach Meinung des Verfassers waren die oben genannten Argumente für den Strategiewechsel kurzfristig gedacht. Der Euro ist im Jahr 2003 gegenüber dem USD um 21 Cent teurer geworden. Dies würde möglicherweise die Verschuldung Russlands (auf Grundlage der Aussage des Wirtschaftsministers) um ca. 2 Mrd. USD erhöhen. Diese Schuldenerhöhung hätte aber in Kauf genommen werden können, weil ein 4,1%-iger Wettbewerbsverlust des Landes aufgrund seiner nachhaltigen Wirkung viel teurer war. Das Argument der Importverteuerung trifft auch nur kurz- und mittelfristig zu. Während eine Abwertung des Euro-Wechselkurses den Import mittelfristig verteuert, erhöht seine Aufwertung langfristig die Importabhängigkeit.

Darüber hinaus ist anzumerken, dass in der Berechnung der REWK ein grober Fehler in der Gewichtung von einzelnen Wechselkursen lag. Da die Grundidee des REWK in der Sicherung des nachhaltigen außenwirtschaftlichen Gleichgewichtes liegt, sollten die Rohstoffexporte bei der Gewichtung außen vor gelassen werden. Eine Preissteigerung für Rohöl und Erdgas erhöht die Exportmengen und dadurch auch das Gewicht des US-Dollars in der Berechnung. Als Indikator für das außenwirtschaftliche Gleichgewicht hätte die Dynamik der bereinigten Handelsbilanz dienen müssen. Der mit der bereinigten Handelsbilanz berechnete REWK hätte eine höhere Aufwertung im Jahr 2003 aufgewiesen und auf eine fehlerhafte Entwicklung hingewiesen.

Abbildung 30. REWK, USD- und EUR-Wechselkurs (2003-2008)



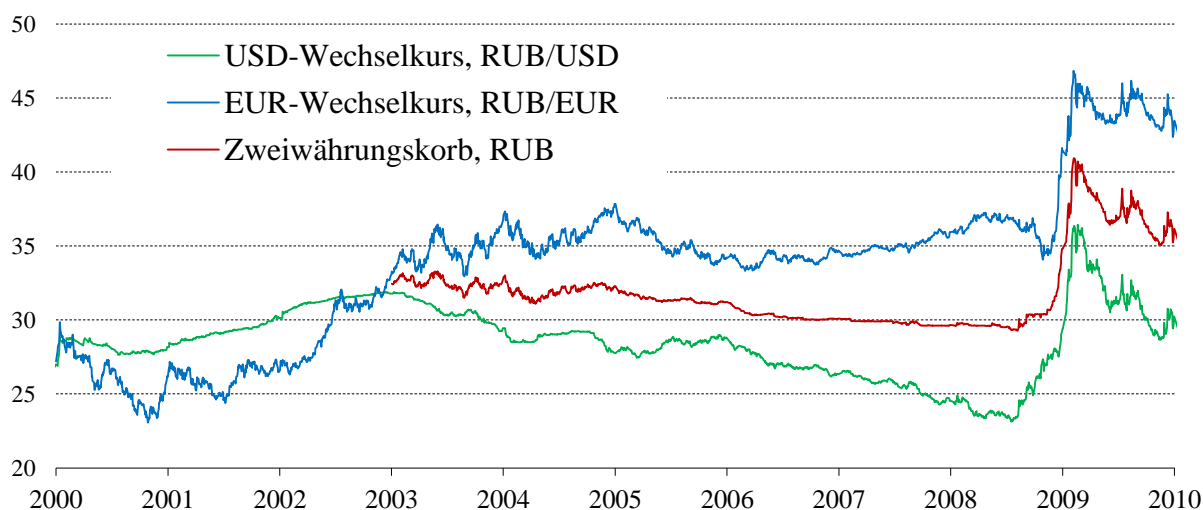
Quellen: Eigene Darstellung und Rechnungen, ZBR, IFS

Im darauf folgenden Jahr 2004 hat die ZBR eine ähnliche Wechselkurspolitik fortgesetzt. Dabei wurde versucht, eine „Mitte“ zwischen der Aufwertung des EUR-Wechselkurses und der Abwertung des USD-Wechselkurses gegenüber dem Rubel zu finden. Der nominale Euro-Wechselkurs hat um 2,7% abgewertet und der USD-Wechselkurs um 5,8% aufgewertet. Real gerechnet hat der Rubel gegenüber der europäischen Währung um 6% und der amerikanischen Währung um 14% aufgewertet. Die REWK-Aufwertung betrug 4,7%.

Weder in den Jahresberichten der Notenbank noch in den anderen Veröffentlichungen sind Hinweise darauf zu finden, ob die zuständigen Autoritäten eine bestimmte Regel in der von ihr durchgeführten Wechselkurspolitik verwendeten. Nach der Finanzkrise 1998 bis 2005 lässt sich die Wechselkurspolitik als „*Decision variant crawling peg*“ bezeichnen. Je nach Entwicklung wurden die Prioritäten und primären Zielsetzungen geändert: Bremsen der drastischen Abwertung (1998-1999) → Aufstockung der Währungsreserven (1999-2000) → Stabilität des Dollarwechselkurses (2000-2001) → konstanter realeffektiver Wechselkurs (2001-2002) → Euro-Dollar-Währungskorb (2003-2007).

Nachdem der Euro seine Position in der Weltwahrungsordnung bestätigte und einen deutlichen Aufwertungstrend aufwies, entschloss sich die ZBR, die auf USD-EUR orientierte Wechselkurspolitik offiziell anzukündigen. In der Pressemitteilung vom 4. Februar 2005 stand, dass die ZBR ab 01.02.2005 den Wert des Euro-Dollar-Währungskorbes als Orientierungsgröße der Wechselkurspolitik verwendet. Am Anfang betrug der Anteil des Euros 10% und dementsprechend des Dollars 90%. So betrug der erste offizielle Wert des Währungskorbes 29,0 Rubel = 36,6 Rubel/Euro X 10% + 28,1 Rubel/Dollar X 90%. Ob die Notenbank ein deutliches Ziel hatte, diesen Währungskorb konstant zu halten, oder um einen bestimmten Prozentsatz ab- oder aufzuwerten, wurde nicht bekannt gegeben.

Abbildung 31. USD-, EUR-Wechselkurse und Wahrungskorbwert\* in 2000-2009



Quellen: Eigene Darstellung und Rechnungen, ZBR

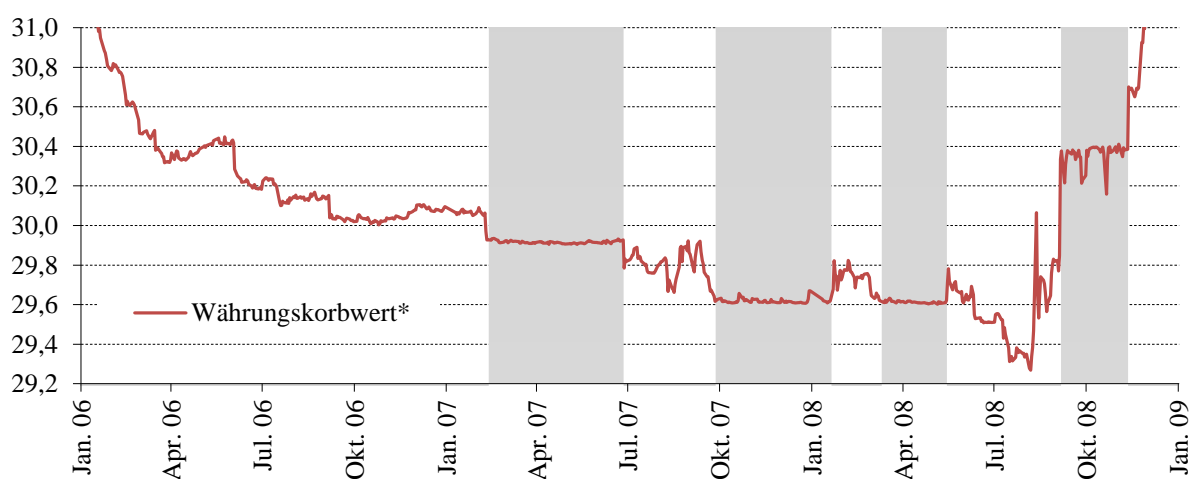
\* Berechnung des Währungskorbwertes mit den konstanten Wahrungsgewichten (USD: 55%; EUR: 45%)

Es lässt sich aber ex-post klar feststellen, dass versucht wurde, den Wert des Währungskorbes weitgehend stabil zu halten. Seit Einführung des Währungskorbes blieben tägliche Schwankungen beider Währungen gegenüber dem Rubel im 1-prozentigen Bereich, während der Euro-Dollar Wechselkurs stärker (um mehr als 1%) innerhalb eines Tages schwankte (Abbildung 33).

Der 10-prozentige Anteil des Euros im Währungskorb hatte zu Beginn einen geringen Einfluss auf das Ergebnis. Der Anteil wurde zunächst auf 40% (Ende 2005) und später auf 45% (2007) erhöht. Seit Einführung des Währungskorbes verlief sein Wert ohne große Schwankungen mit einem Trend zur Senkung (Aufwertung) 2005 und 2006 (Abbildung 31). Seit Anfang 2007 bis Mitte 2008 blieb der Wert des Korbes in einem sehr engen Band zwischen 29,5 und 30,0 Rubel, während sich die Euro- und Dollarwechselkurse gegenüber dem Rubel symmetrisch in gegenseitige Richtungen bewegten. So lässt sich anhand der Datenanalyse feststellen, dass die ZBR im Zeitraum von 2007 bis Mitte 2008 weitgehend eine feste Wechselkursstrategie mit dem Währungskorbwert  $29,8 \pm 1\%$  verfolgte. Offiziell wurde dieser Zielkorridor nicht bekannt gegeben.

Allerdings hat es bei der Festwechselkursstrategie an Konsistenz gefehlt. In der Abbildung 32 ist nicht zu übersehen, dass es sich hier um ein „*trial and error*“- Verfahren handelte. So kam es in der Zeit zwischen 13. Februar 2007 und 26. Juni 2007 zu einer ersten Testphase einer fixen Wechselkurssteuerung. Der Wert des Währungskorbes wurde bei  $29,9 \pm 0,06$  RUB gehalten. Nach einer dreimonatigen Pause (in welcher der Wert des Korbes um 1% aufwertete) hat die ZBR wieder stark interveniert. Von 27. September 2007 bis 19. Januar 2008 dauerte die zweite Phase (bei 29,6 RUB). Die nächste Interventionsphase erstreckte sich über den Zeitraum vom 12. März 2008 bis 14. Mai 2008 (bei 29,6 RUB).

Abbildung 32. Verlauf des Währungskorbwertes und seine Steuerung (2006-2008)



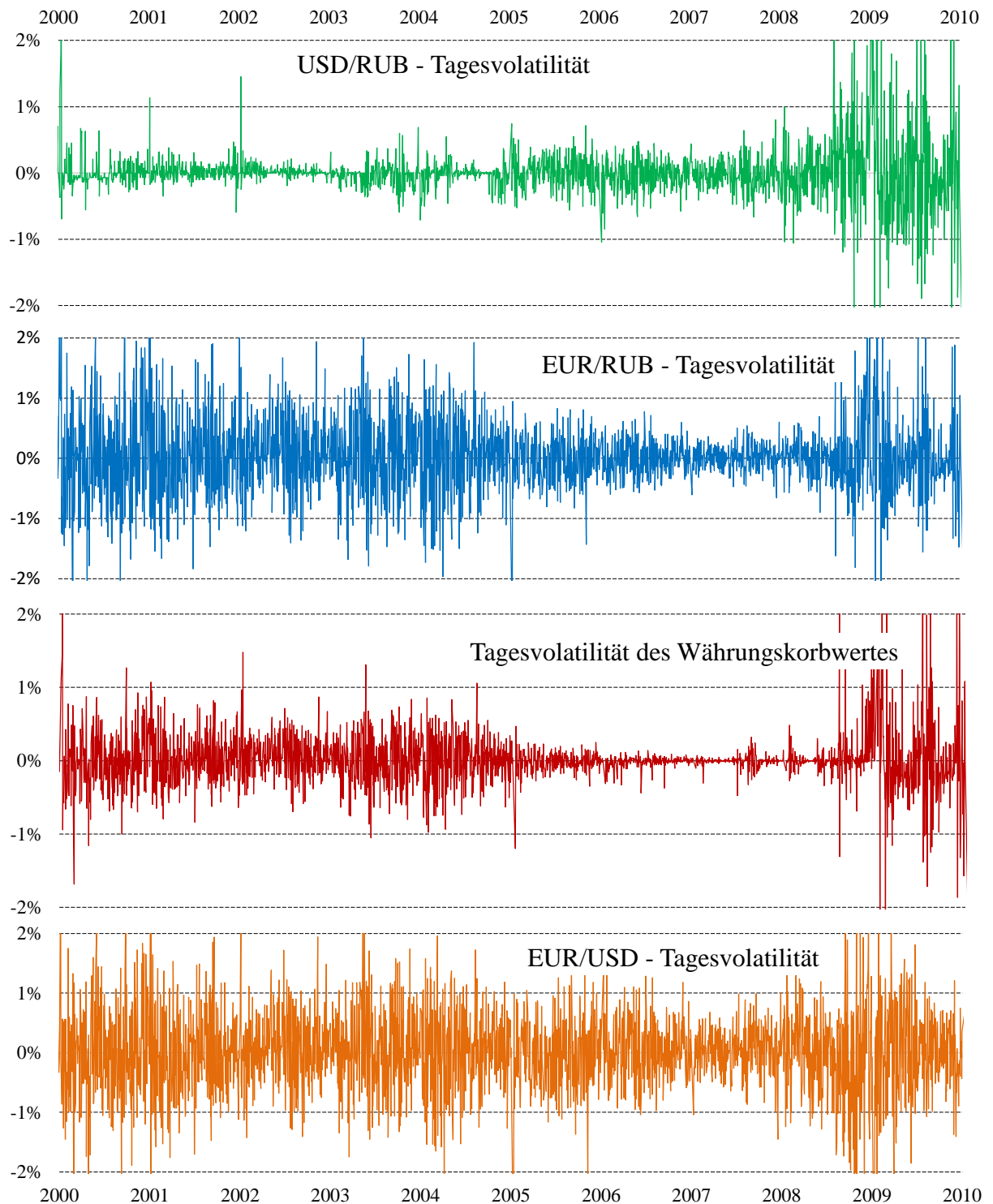
Quellen: Eigene Darstellung und Rechnungen, ZBR

\* Berechnung des Währungskorbwertes mit den konstanten Währungsgewichten (USD: 55%; EUR: 45%)



Es ist deutlich zu beobachten, dass in der Zeit bis zum 6. August 2008 die Interventionen der ZBR überwiegend gegen den enorm starken Aufwertungsdruck ausgerichtet waren. Seit Anfang 2007 bis Juli 2008 haben deshalb die Währungsreserven um knapp 300 Mrd. USD zugenommen. Zur Erinnerung betrug der Nettokapitalzufluss in diesem Zeitraum rund 120 Mrd. USD.

Abbildung 33. Tagesvolatilitäten der Wechselkurse (2000-2009)



Quellen: Eigene Darstellung und Rechnungen, ZBR

Das Hauptziel der Wechselkurspolitik in der Zeit 2003-2008 war schlussfolgernd eine geringere Wechselkursvolatilität. Dieses Ziel wurde bis zum Ausbruch der Krise relativ gut erreicht. Bis 2005 stand die Volatilität des USD-Wechselkurses im Mittelpunkt. Im Zeitraum von 2005 bis Mitte 2008 diente die Volatilität des Währungskorbwertes als Kerngröße (Abbildung 33).

Um das Ziel der Wechselkursstabilität zu erreichen, war die Notenbank sogar bereit, die anderen wichtigeren Ziele (wie die Preisstabilität) zu opfern. Das Ziel dahinter könnte möglicherweise darin bestehen, durch die geringere Volatilität der Wechselkurse eine höhere Stabilität der Wechselkurserwartungen zu erreichen. Dies sollte wiederum einen positiven Effekt auf die Finanzmarktstabilität oder sogar die Preisstabilität (über den Kanal der Importpreise) haben und die langfristigen Investitionen anlocken. Wie es sich herausgestellt hat, hat diese Strategie überwiegend das kurzfristige Kapital (sog. Hot Money) angelockt. Die Folgen zeigten sich in der Zeit der Finanzkrise 2008.

#### 4.4.5. Wechselkurspolitik während und nach der Finanzkrise 2008

Sofern es bei den oben beschriebenen wechselkurspolitischen Handlungen unter anderem darum ging, die Wechselkurserwartungen zu steuern oder eine Glaubwürdigkeit auf dem Markt zu gewinnen, um die Wechselkursspekulationen bekämpfen zu können, dann ist diese Strategie sicherlich gescheitert. Aus den Fehlern der 90-er Jahre haben die Wechselkursstrategen wohl kaum etwas gelernt. Fast auf den Monat genau zehn Jahre nach dem Ausbruch der Finanzkrise 1998 wurde erneut eine Finanzkrise ausgelöst. Erneut musste die ZBR zusehen, wie der „übergeordnet wichtige“ Wechselkurs außer Kontrolle geriet und stark abwertete.

Am 06. August 2008 erreichte der bisher unter dem Aufwertungsdruck stehende Währungskorbwert seinen historischen Tiefpunkt von 29,27 RUB. Bis zu diesem Tag war die ZBR lediglich darum bemüht, die Aufwertung zu bremsen bzw. unter Kontrolle zu halten. Ab diesem Tag hat sich der Wind in die andere Richtung gedreht. Die ZBR war dafür offenbar unvorbereitet. Im Gegensatz zu der Krise 1998 verfügte die ZBR über Währungsreserven von knapp 600 Mrd. USD. Möglicherweise galten sie als ausreichend genug, um jeglichem Abwertungsdruck Stand zu halten. Das Beispiel Russlands zeigt eindeutig, dass selbst sehr hohe Währungsreserven schnell aufgebraucht werden können, wenn es sich um eine Spekulation des Marktes zur Abwertung der Währung handelt.

Im Zeitraum vom 6. September bis 12. November 2008 hat es einen Versuch gegeben, die Abwertung zu verhindern. Binnen mehr als zwei Monaten wurde der Währungskorbwert bei ca. 30,4 RUB gehalten (Abbildung 32). Mehr als 100 Mrd. USD musste die ZBR auf dem Markt an Devisen dafür verkaufen. Möglicherweise hätte die Notenbank dies noch weitere Monate fortsetzen können (über 300 Mrd. USD an Devisen waren noch in den Reserven vorhanden). Infolge dieser Devisenverkäufe vergrößerte sich jedoch die Liquiditätslücke im Inland, die durch die fiskalischen Interventionen zum Teil geschlossen werden mussten.

Nach der endgültigen Aufgabe des festen Wechselkursregimes nahm der Wechselkurs seinen natürlichen Lauf. Der Währungskorbwert wertete binnen der nächsten drei Monate um weitere 33% auf 40,47 RUB (Höchststand am 25.02.2009) ab. Im Vergleich zum historischen Tiefpunkt 203 Tagen zuvor (06.08.2008) machte dies eine 38%-ige Abwertung aus. Der USD-Wechselkurs wertete um 54% ab. Die Abwertung gegenüber dem Euro betrug 26%.

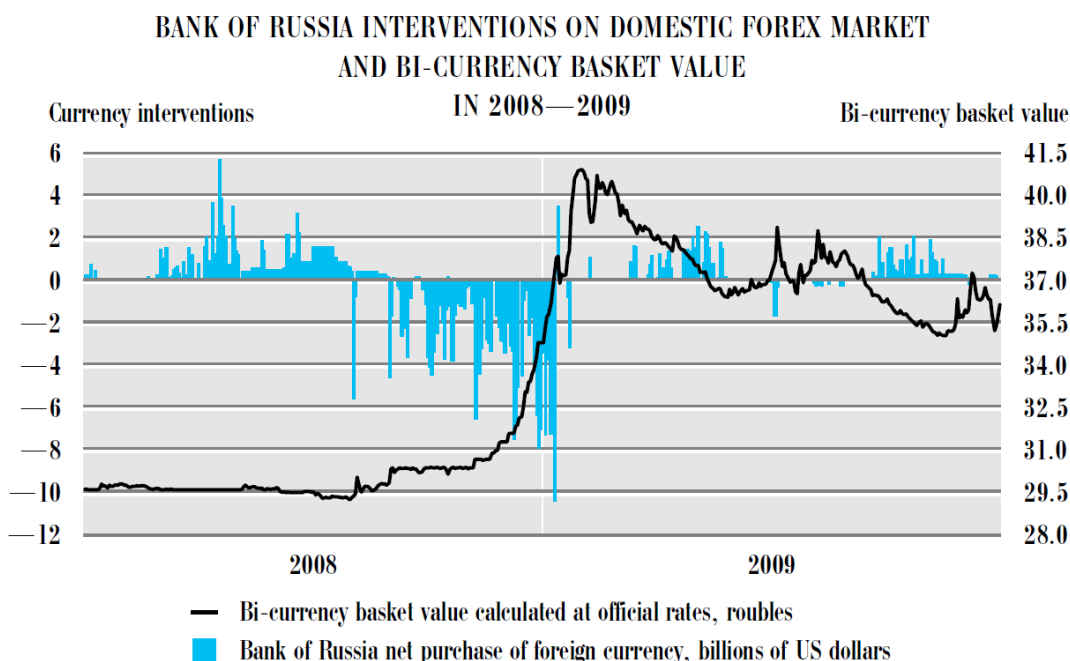
Die Phase ab 12. November 2008 bis Ende 2009 lässt sich nach Meinung des Verfassers (ähnlich wie nach der Krise 1998) als ein dem „Free Floating“ ähnelndes System bezeichnen. Die Interventionen der ZBR wurden zwar weiterhin durchgeführt. Sie hatten jedoch auf den Verlauf des Wechselkurses keinen entscheidenden Einfluss. So hat der Währungskorbwert von seinem Höchststand (40,47 RUB) Ende Februar bis Ende Mai 2009 um 10% (auf 36,48 RUB) aufgewertet, ohne dass die ZBR nennenswert viel intervenieren musste. Die deutlich höhere Tagesvolatilität der Wechselkurse ist ein weiteres Indiz für die fehlende Wechselkurssteuerung im darauf folgenden Zeitraum bis Ende 2009. Der Währungskorbwert entwickelte sich mit deutlichen Schwankungen und einem Aufwertungs-trend in Richtung 35 RUB.

Die Aufwertung war zu einem großen Teil auf die Entwicklung des Ölpreises zurückzuführen. Der Preis für Rohöl ist von einem Wert von etwa 140 USD/Barrel im Juli 2008 auf 34 USD/Barrel Ende Dezember 2008 abgestürzt. Das Erreichen des Tiefpunktes des Ölpreises und seine steigende Entwicklung im Laufe des Jahres 2009 (Anstieg auf 75 USD/Barrel) waren die Hauptursachen für die Entwicklung des Wechselkurses.

In Abbildung 34 ist interessanterweise deutlich zu sehen, dass die Interventionen der ZBR von 2008-2009 und die Entwicklung des Wechselkurses eine gegenläufige Dynamik zeigen. Während der massiven Devisenverkäufe Ende 2008 hat der Wechselkurs abgewertet. In der Zeit der Devisenzukäufe im Jahr 2009 zeigte der Wechselkurs eine aufwertende Tendenz. Die Maßnahmen in den Jahren 2008-2009 waren eher auf die vergebliche Schadensbegrenzung ausgerichtet. An wechsellkurspolitischer Glaubwürdigkeit hat die ZBR erneut deutlich verloren.

Die Wechselkursstrategie in den Jahren 2000-2009 lässt sich generell nach Meinung des Verfassers als „*Decision variant crawling peg*“ oder besser als „*trial and error*“ bezeichnen. Ordnet man die Maßnahmen innerhalb der nach IFW definierten Wechselkurssysteme, war wohl in diesem zehnjährigem Zeitraum von jedem System etwas zu beobachten: Managed Floating, Crawling Band und phasenweise Basket Fix. Darüber hinaus erklärt der Verfasser die Wechselkursstrategie als gescheitert. Die Strategie ging mit sehr hohen Kosten einher (höhere Inflation, Wettbewerbsverlust, Verzerrung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichtes), wohingegen der Nutzen sehr gering war. Erreicht hat man wohl nur die Verringerung der Tagesvolatilität zunächst für den USD-Wechselkurs, später für dem Währungskorbwert. Eine langfristige Stabilität des Wechselkurses konnte nicht erreicht werden.

Abbildung 34. Interventionen der ZBR und der Währungskorbwert (2008-2009)



Quelle: ZBR, Jahresbericht, 2010, S. 69.

Im zehnjährigen Zeitraum kommt lediglich die Wechselkurspolitik im Zeitraum von Mitte 2001 bis Ende 2002 dem optimalen Zustand am nächsten. Grund dafür ist die Orientierung an dem realeffektiven Wechselkurs, der nach Meinung des Verfassers als Kerngröße für das außenwirtschaftliche Gleichgewicht verwendet werden kann. Im Jahr 2003 wurde nach Meinung des Verfassers der Beginn für eine falsche Wechselkursstrategie gesetzt, die nachhaltige negative Konsequenzen für die Wettbewerbsfähigkeit des Landes hatte. Ein Indiz dafür ist die bis 2008 zu beobachtende jährliche Zunahme des bereinigten Handelsbilanzdefizites. Ein weiteres Indiz ist die natürliche Wechselkurskorrektur nach dem Ölpreisfall und die Aufgabe der vermeintlichen Wechselkurssteuerung Ende 2008. Nicht erreicht wurde die Milderung der Abhängigkeit der Wechselkursentwicklung von der Ölpreisentwicklung.

Im Laufe eines Jahrzehnts konnte trotz der massiv aufgebauten Währungsreserven die wechselkursstrategische Glaubwürdigkeit nicht gewonnen werden. Erster Grund ist die fehlende mittel- und langfristige Wechselkursstrategie. Der zweite Grund ist die mangelnde Transparenz und Konsistenz der wechselkurspolitischen Entscheidungen. Die ZBR agierte in der Zeit nach 2003 mehr als „Feuerlöscher“. Bis zum Ausbruch der Finanzkrise 2008 stand die Milderung der Währungsaufwertung im Mittelpunkt. Diese Versuche hatten nach Meinung des Verfassers nur einen kurzfristigen Effekt. Nach dem sich „der Wind gedreht hat“, war die ZBR bemüht, die Abwertung zu bremsen. Die erreichte Verzögerung der Abwertung hatte ebenfalls keinen positiven Effekt (außer, dass die Investoren geringere Verluste tragen mussten).

#### 4.5. Fazit zum Kapitel 4

In diesem Kapitel wurden die Politik zur Beschränkung der Kapitalmobilität, die Wechselkurspolitischen Strategien sowie die außenwirtschaftlichen Entwicklungen beschrieben. Hinsichtlich der Entwicklung der Kapitalmobilität lässt sich der zehnjährige Betrachtungszeitraum in drei Phasen aufteilen:

Phase I (2000-2004) war durch den Einsatz von administrativen Mechanismen und eine sehr geringe Kapitalmobilität gekennzeichnet. Die Wechselkurspolitik war in dieser Phase überwiegend auf den realeffektiven Wechselkurs orientiert und konnte von den außenwirtschaftlichen Entwicklungen (wie etwa der Preis- und Zinsentwicklung im Ausland) relativ unabhängig geführt werden. Die Auswirkung auf die Wettbewerbsfähigkeit des Landes ist mehr oder weniger positiv zu bewerten. Im Jahr 2004 verringerte sich das um die Rohstoffe bereinigte Handelsbilanzdefizit.

In der Phase II (2004-2006) wurden die administrativen Mechanismen durch die marktwirtschaftlichen Instrumente ersetzt. Die Kapitalmobilität hat sich zwar leicht erhöht. Auf die Wechselkurspolitik hatte die Zinsentwicklung im Ausland keine entscheidende Auswirkung. Die reale Aufwertung des Rubels erfolgte hauptsächlich infolge der stark gestiegenen Rohstoffeinnahmen. Die Deviseninterventionen der ZBR hatten überwiegend den Effekt, die Tagesvolatilität der USD- und EUR-Wechselkurse zu mindern.

Die Phase III (2006-2009) ist der für die Zwecke dieser Arbeit am interessanteste Zeitraum (insb. das Jahr 2007). Die Kapitalmarktbeschränkungen waren weitgehend abgeschafft. Folglich war die Kapitalmobilität hoch. Die Wechselkursentwicklung war nicht nur durch die Ölpreisentwicklung, sondern auch durch die Zinsentwicklung und die Risikoeinschätzung im Ausland stark beeinflusst. Mehr als die Rohstoffeinnahmen haben die Devisenzuflüsse des Kapitalmarktes das Gleichgewicht gestört. Die ZBR war herausgefordert, eine optimale Kombination der Zins- und Wechselkurspolitik zu finden sowie die Wechselkurserwartungen des Kapitalmarktes zu steuern. Dies ist der russischen Notenbank nicht gelungen. Die ZBR war zu viel (aber auch nicht ausreichend viel) auf die Wechselkurssteuerung konzentriert, und die Zinspolitik wurde vernachlässigt.

Interessanterweise hat die ZBR dem Ausbruch der Finanzkrise 2008 einiges zu verdanken. Erstens verminderte der Preisverfall der Ölpreise den Devisenzufluss. Zweitens erfuhr der Wechselkurs eine natürliche Korrektur (positive Auswirkung der Rubel-Abwertung auf die Wettbewerbsfähigkeit des Landes). Drittens war das Problem der überschüssigen Liquidität und der daraus resultierenden Inflation temporär gelöst. Viertens hat die ZBR endlich die Gelegenheit bekommen, die geldpolitischen Instrumente zu implementieren. Fünftens verminderte die Aufgabe der Wechselkurssteuerung in Kombination mit den erhöhten Risikoprämien Russlands den Zufluss des spekulativen kurzfristigen Kapitals.

Das Beispiel Russlands zeigt eindeutig, dass es bei einer Wechselkurspolitik (und hoher Kapitalmobilität) um die Steuerung der Wechselkurserwartungen gehen soll. Hier gilt das Prinzip „entweder richtig oder gar nicht“. Die Art und Weise, wie die ZBR es getan hat, nämlich eine Wechselkurssteuerung ohne Definition von langfristigen Zielen, dazu intransparent und inkonsistent (nach dem Motto „weder Fisch noch Fleisch“) ist nicht zielführend.

Die Handlungen der ZBR auf dem Devisenmarkt waren für die Kapitalmarktteilnehmer anhand der Entwicklung des Ölpreises relativ leicht vorhersehbar. Die Interventionen der Notenbank waren für sie sehr vorteilhaft (nicht aber für die Wirtschaft). Denn die Minderung der Tagesvolatilität und die Verzögerung einer Ab- oder Aufwertung haben lediglich die Risiken für die Kapitalanleger reduziert. Die mittel- und langfristige Entwicklung der Wechselkurse verlief überwiegend nach den Erwartungen des Marktes und korrelierte stark mit der Ölpreisentwicklung.

Zusammenfassend ist also festzustellen, dass die Zentralbank Russlands bei der Ausübung der Wechselkurspolitik innerhalb eines Jahrzehnts an der Erreichung der zwei nach Meinung des Verfassers für jede Notenbank wichtigsten Ziele gescheitert ist. Erstens konnte die Aufwertung der Nationalwährung und der daraus resultierende Wettbewerbsverlust des Landes nicht verhindert werden. Zweitens ist es der ZBR nicht gelungen, durch die Wechselkursstrategie an Glaubwürdigkeit auf dem Kapitalmarkt zu gewinnen, um dadurch die Entkopplung der Wechselkursenerwartungen von der Ölpreisentwicklung zu erreichen.

## Kapitel 5. Beschreibung der Problematik und Alternativen

In den Kapiteln 1 bis 4 wurde die wirtschaftliche Entwicklung in Russland im zehnjährigen Zeitraum von 2000 bis 2009 analysiert. Der Schwerpunkt der Analyse lag in der Bewertung der Zins- und Wechselkurspolitik der Notenbank Russlands. Die Probleme, welche die ZBR in den einzelnen Bereichen im Laufe des Jahrzehnts zu lösen hatte, wurden ausführlich beschrieben. Im Folgenden wird die Problematik zusammenfassend erläutert. Es wird deutlich gemacht, dass es hier um die Lösung eines Problems mit vier konträren Zielen handelt.

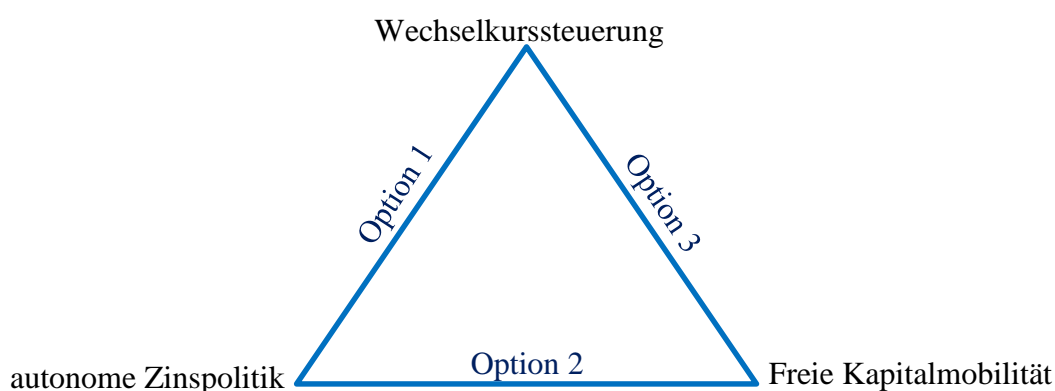
### 5.1. Rohstoffmanagement, Geld- und Wechselkurspolitik

In den vorangegangenen Kapiteln wurde an mehreren Stellen darauf hingewiesen, dass die Rohstoffeinnahmen einen maßgeblichen Einfluss auf die Geld- und Wechselkurspolitik der ZBR hatten. Darüber hinaus hat der aufmerksame Leser bemerkt, dass die ZBR sich bei der Ausübung seiner Aufgaben im Rahmen des bekannten „unmöglichen Dreiecks“ (Impossible Trinity)<sup>73</sup> bewegte. Die Herausforderungen der ZBR werden zunächst anhand des Modells des „unmöglichen Dreiecks“ beschrieben. Anschließend wird das Modell um einen weiteren Faktor ergänzt.

#### 5.1.1. Impossible Trinity

Das Impossible-Trinity-Modell besagt, dass in einem Land drei Ziele gleichzeitig auf Dauer nicht verfolgbar sind. Dies sind die freie Kapitalmobilität, die autonome Zinspolitik sowie die aktive Wechselkurssteuerung (Abbildung 35).

Abbildung 35. Das Impossible-Trinity-Modell



Quellen: Eigene Sarstellung, in Anlehnung auf Krugman, 2012.

<sup>73</sup> Vgl. Krugmann (2012), Mundell (1968)



Demnach stehen einer Notenbank lediglich drei Handlungsalternativen zur Verfügung:

Option 1: autonome Zinspolitik und Wechselkurssteuerung, aber geringe Kapitalmobilität

Option 2: Wechselkurssteuerung und freie Kapitalmobilität, aber mangelnde zinspolitische Autonomie

Option 3: autonome Zinspolitik und freie Kapitalmobilität, aber ein freies Wechselkurssystem

Die wirtschaftliche Entwicklung Russlands könnte als ein deutlicher empirischer Nachweis für diese Theorie dienen. Der erste Versuch, drei Ziele gleichzeitig zu verfolgen, endete mit einer schweren Krise 1998. Eine etwa drei Jahre andauernde Wechselkursbandpolitik musste aufgegeben werden. In der darauf folgenden Zeit bis Ende 2009 sind auch weitere Versuche, die drei Ziele gleichzeitig zu erreichen, gescheitert.

Das betrachtete Jahrzehnt lässt sich grob in zwei Zeitabschnitte unterteilen:

- Im ersten Zeitraum (2000-2006) war die Kapitalmobilität sehr gering, so dass eine autonome Geldpolitik und eine Wechselkurssteuerung möglich waren (Option 1).
- Im zweiten Zeitabschnitt (2006-2009) wurden die Kapitalverkehrsbeschränkungen weitgehend abgeschafft. Die ZBR stand vor dem Dilemma: Wechselkurssteuerung vs. Geldpolitik. Priorität hatte daraufhin die Wechselkurspolitik (Option 2).

Die Zeit nach April 2009 kommt Option 3, in welcher der Wechselkurs nicht so stark gesteuert wird, sehr nahe. Dieser Zeitabschnitt wird in dieser Arbeit nicht betrachtet.

#### *5.1.1.1. Zeitraum I (2000-2006): geringe Kapitalmobilität*

Wie im Kapitel 4 ausführlich beschrieben wurde, war die Zeit zwischen 2000 und 2006 durch die hohen Kapitalmarktbeschränkungen gekennzeichnet (diese wurden allerdings nach und nach aufgeweicht und Mitte 2006 im Wesentlichen abgeschafft). Der Einfluss der Kapitalmarktflüsse auf den Devisenmarkt war in diesem Zeitabschnitt marginal. Die Geldpolitik war ebenfalls von den Entwicklungen im Ausland nicht beeinflusst. Es ist gelungen, die Inflationsrate von einem überzwanzigprozentigen Niveau auf den niedrigen zweistelligen Bereich zu reduzieren (Abbildung 36). Dies korrespondierte mit dem Rückgang der Geldbasis- und Geldmengenwachstumsraten von einem Niveau über 60% p.a. im Jahr 2000 auf zunächst etwa dreißigprozentiges Wachstum im Jahr 2003. Die realen Geldmarktzinssätze sind als Folge in dieser Zeit angestiegen (s. Kapitel 3).

Durch die geringe Kapitalmarktmobilität verfügte demnach die ZBR über einen ausreichenden Spielraum, um eine autonome Geld- und Wechselkurspolitik zu verfolgen. Nach Meinung des Verfassers wurde der Spielraum nicht effektiv genug ausgenutzt. Trotz des Anstiegs der Realzinssätze blieben sie dennoch in einem negativem Bereich und deutlich unterhalb des optimalen Niveaus (s. Abbildung 21 auf S. 67). In der Zeit nach 2003 hat sich die Geldbasis- und Geldmengenbildung wieder beschleunigt. Die Inflationsrate ist angestiegen.

Die Richtung der Wechselkurssteuerung war nur bis 2003 optimal, denn sie war am realeffektiven Wechselkurs orientiert. Danach war der Spielraum durch den Faktor der „Ölpreisentwicklung“ eingeschränkt.

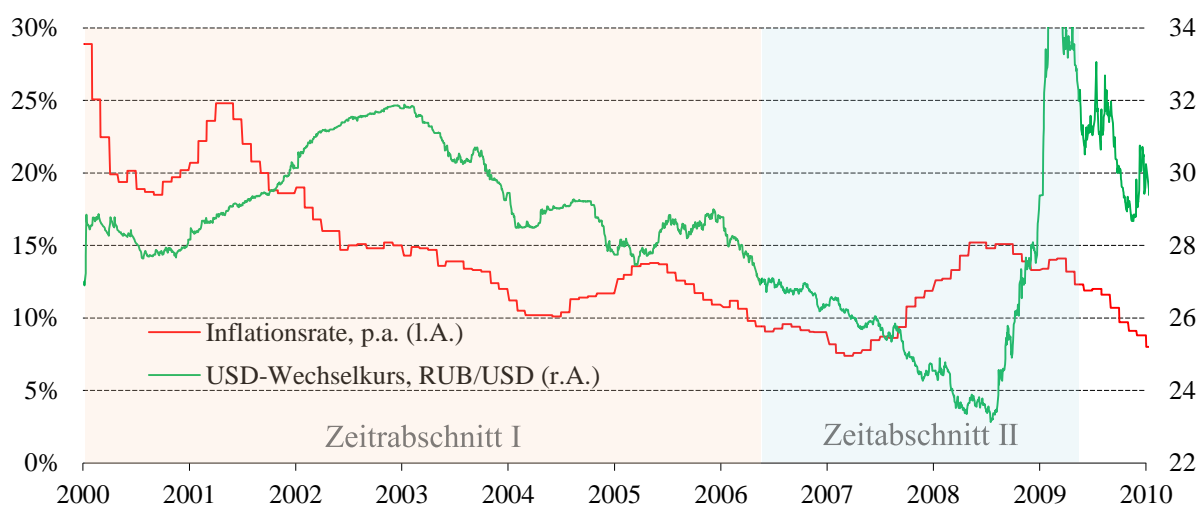
#### 5.1.1.2. Zeitraum II (2006-2009): freie Kapitalmobilität

Der Zeitraum II ist der für die Zwecke dieser Arbeit interessanteste Abschnitt. Er begann mit der weitgehenden Abschaffung der Kapitalverkehrskontrollen Mitte 2006 und endet etwa Mitte 2009. Bei einer freien Kapitalmobilität konnte die Geld- und Wechselkurspolitik nicht mehr ohne Berücksichtigung der Zinsentwicklung im Ausland durchgeführt werden. Das relativ hohe Nominalzinsniveau in Russland in Kombination mit den Aufwertungserwartungen des Rubels lockten das Kapital an. Katalysierend wirkten sich die historisch geringen Risikoprämien auf die Investitionen in Russland aus (Abbildung 28 auf der S. 87).

Die höhere Priorität ihrer Handlungen hat die ZBR de-facto auf die Wechselkurssteuerung gesetzt (s. Kapitel 4). Phasenweise wurde die feste Wechselkurssteuerung verfolgt. Der Wert des Währungskorbes wurde zunächst im Jahr 2007 etwa fünf Monate lang bei 29,9 RUB gehalten. Nach einer leichten Aufwertungspause hielt die ZBR den Währungskorbwert etwa sieben Monate lang bis Mai 2008 oberhalb von 29,6 RUB (Abbildung 32) und gab danach wieder auf.

Die Zinspolitik wurde in dieser Zeit weitgehend vernachlässigt. Die durch die Deviseninterventionen der Notenbank entstandene Überschussliquidität konnte nicht ausreichend sterilisiert werden. Das Zinsniveau war dafür viel zu gering (im Durchschnitt lag der reale Geldmarktzinssatz im Jahr 2007 bei etwa -5%). Die Inflationsrate stieg in den zweistelligen Bereich an (Abbildung 36). Die ZBR hat die Notwendigkeit der Zinsanhebung zwar gesehen, konnte aber diese nicht umsetzen. Der Grund lag in der Gefahr der Verstärkung des Kapitalzuflusses und des Anstiegs der Devisenankäufe der Notenbank. Die Überschussliquidität wäre weiter angestiegen.

Abbildung 36. Entwicklung der Inflationsrate und des USD-Wechselkurses in 2000-2010



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR

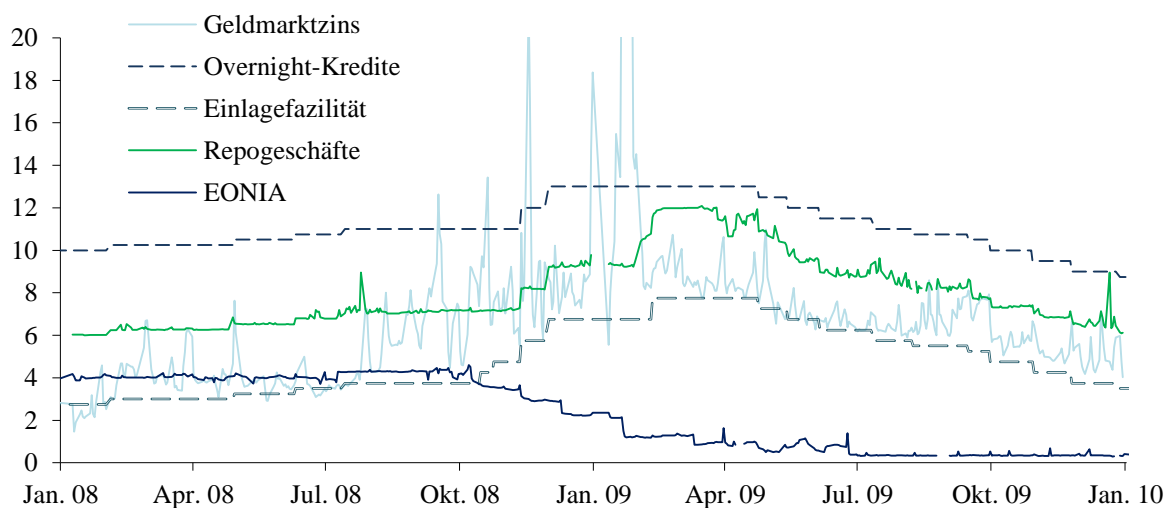
Die Möglichkeit des geringeren Devisenzukaufs konnte aufgrund der Aufwertungsgefahr nicht verfolgt werden. Die Aufwertung des Rubels hätte neben dem verstärkenden Effekt des Zuflusses des kurzfristigen Kapitals ebenso eine langfristige Wirkung auf die Wettbewerbsfähigkeit des Landes gehabt. Die Wechselkurspolitik hatte (leider nur) das Ergebnis, dass die Aufwertung des Rubels abgebremst wurde. Für die Anleger des kurzfristigen Kapitals (currency carry trader) war solch eine Wechselkurspolitik sehr günstig, denn die Richtung des Wechselkurses war relativ gut anhand der Ölpreisentwicklung vorhersehbar (ebenso gut vorhersehbar waren auch die Handlungen der ZBR, obwohl eine öffentliche Kommunikation nicht stattfand).

Nach dem Ölpreisverfall im August 2008 ging es nicht mehr darum, dem Aufwertungsdruck Stand zu halten. Die primäre Aufgabe der ZBR bestand darin, die Rubel-Abwertung zu verhindern bzw. abzubremsen. Es gab im Oktober und November 2008 einen vergeblichen Versuch, den Wechselkurs zu verteidigen. Dies musste aber aus geldpolitischen Gründen aufgegeben werden, da die Verteidigung des Wechselkurses vor seiner Abwertung mit massiven Devisenverkäufen verbunden war. Diese verschärften wiederum das Liquiditätsproblem.

Als Reaktion auf die Liquiditätskrise hätte die ZBR die Zinsen senken können / müssen. Dies hätte aber den Kapitalabfluss beschleunigt, was wiederum den Abwertungsdruck erhöht hätte. Die ZBR griff deshalb zunächst zu einem anderen Mittel. Die Zinssätze wurden erhöht, um den Kapitalabfluss zu bremsen (Abbildung 37). Zum Beispiel wurde der Zinssatz für die Einlagefazilität von 3,25% im Juni 2008 schrittweise auf 7,75% im Februar 2009 angehoben. Der Zinssatz für die Repo-Geschäfte der Zentralbank verdoppelte sich von etwa 6% auf 12%.

Man könnte diese Zinsanhebung auch anders interpretieren. Der Wegfall des Aufwertungsdrucks (und damit der Notwendigkeit der Devisenankäufe durch die Notenbank) sowie der Anstieg der Risikoprämie (von 0,6% auf 11%) haben den Spielraum für die zinspolitischen Handlungen, welche schon längst überfällig waren, endlich geöffnet. Das Zinsniveau war bisher viel zu gering (Inflationsrate war zweistellig).

Abbildung 37. Zinspolitik der Notenbank und externe Faktoren 2008-2009



Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, EZB

Obwohl eine feste Wechselkurssteuerung nicht mehr verfolgt wurde (weil dies nicht mehr möglich war), lässt sich dennoch feststellen, dass die wechselkurspolitischen Argumente eine übergeordnete Rolle gespielt haben. Erst nachdem die Wechselkursabwertung seine Spitze im Februar 2009 erreicht hat und der Rubel im weiteren Verlauf aufwertete, wurden die Zinssätze allmählich gesenkt. Außerdem haben sich die Liquiditätsknappheit sowie der Wirtschaftseinbruch auf die Preisentwicklung dämpfend ausgewirkt.

Nach Abschaffung der Kapitalverkehrsbeschränkungen stand die ZBR im klassischen Dilemma Geld- vs. Wechselkurspolitik. Welche Alternativen hatte die Notenbank? Wäre die (von der IWF befürwortete) Option mit freiem Wechselkurssystem besser? Um dies zu beantworten, soll zunächst das Modell des „unmöglichen Dreiecks“ um einen weiteren Faktor (zusätzliches Eck) ergänzt werden. Der Faktor „Rohstoff“ hatte einen entscheidenden Einfluss auf die Handlungen der Notenbank.

## 5.1.2. Impossible Trinity und Rohstoffpreis

Die Zusammenhänge zwischen dem Problem des unmöglichen Dreiecks und der Rohstoffpreisentwicklung werden ebenfalls in zwei Zeitabschnitten untersucht.

### 5.1.2.1. Zeitraum I (2000-2006): geringe Kapitalmobilität

Im Zeitraum I hat sich die ZBR bis 2003 bei der Wechselkurssteuerung weitgehend am realeffektiven Wechselkurs orientiert. Der Ölpreis bewegte sich vergleichsweise stabil etwa um die Marke von 30 USD/Barrel. In den drei Jahren 2000 bis 2002 betrug die Einnahmen aus dem Rohstoffexport ungefähr 54 Mrd. im Jahr (Tabelle 9). Der REWK wertete zunächst leicht auf, verlief aber beinahe unverändert, während der USD-Wechselkurs inflationsbedingt anstieg. Die nominale Abwertung des Rubels führte aber dazu, dass die ZBR eine größere Menge an Rubel produzieren musste, um Devisen abzukaufen. In drei Jahren haben die Währungsreserven der Notenbank um den Faktor 2,8 zugenommen. Um den gleichen Faktor ist die Geldbasis gestiegen. Den geldpolitischen Entscheidungsträgern war bewusst, dass die Einhaltung der monetären Ziele (u.a. die Geldbasiswachstumsrate) bei steigenden Ölpreisen zunehmend schwierig wird.

Tabelle 9. Ausgewählte Zahlen im Überblick (2000 – 2006)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ölpreis, Jahresdurchschnitt USD/Barrel	28,3	24,4	25,0	28,9	38,3	54,4	65,4
Rohstoffexporte, Mrd. USD	53	52	56	74	100	149	191
Deviseninterventionen, Mrd. USD	19	16	17	33	50	72	118
Währungsreserven der Notenbank, Mrd. USD	18	29	44	74	122	183	304
Haushaltsausgaben, Mrd. USD	89	106	128	151	188	251	309
Nettostaatsforderungen der Notenbank, Mrd. USD	9	6	7	1	-22	-65	-131
Geldbasiswachstum, in %	65%	32%	28%	52%	27%	26%	36%
Geldmengenwachstumsrate, in %	58%	36%	34%	38%	34%	36%	41%
Inflationsrate, in %	20%	19%	15%	12%	12%	11%	9%
REWK Änderung, in %	24%	10%	0%	6%	7%	10%	9%
NEWK Änderung, in %	13,9%	-2,1%	-9,0%	-1,0%	-0,4%	2,5%	3,3%
Wechselkurs, RUB/USD	28,2	30,1	31,8	29,5	27,8	28,8	26,3

Quellen: ZBR, Eigene Rechnungen

In den darauf folgenden vier Jahren 2003 bis 2006 hat sich der Ölpreis verdoppelt (auf 60 USD/Barrel). Die Einnahmen aus dem Rohstoffexport haben mengenbedingt noch stärker zugenommen. Im Jahr 2006 hat das Land ca. 191 Mrd. USD aus dem Rohstoffexport eingenommen. Ähnlich stark sind die Devisenkäufe der ZBR gewachsen. In den vier Jahren haben sich die Währungsreserven von 44 Mrd. USD auf 304 Mrd. USD vergrößert. Etwa 60% der Rohstoffeinnahmen gingen an den Fiskus, der von den steigenden Ölpreisen besonders profitierte und den Großteil dieser überplanmäßigen Steuereinnahmen ausgab. Die Staatsausgaben nahmen innerhalb von vier Jahren (2003-2006) preisbereinigt um 60% zu.

Trotz der erhöhten Ausgaben konnte das Finanzministerium Haushaltsüberschüsse erzielen. Anfang 2004 wurde für diese Zwecke ein Rohstofffonds geschaffen. Ende 2006 hatte das Finanzministerium auf seinen Sparkonten bei der Notenbank (inkl. Rohstofffonds) insgesamt 131 Mrd. USD, was etwa 43% im Verhältnis zu den Währungsreserven ausmachte. Der Rest ging in den Wirtschaftskreislauf. Die Geldbasis- und Geldmengenwachstumsraten haben sich beschleunigt.

Als Antwort darauf hätte die ZBR mit erhöhten Zinssätzen reagieren müssen, aber der zinspolitische Transmissionskanal der Geldpolitik war zu diesem Zeitpunkt für die ZBR ganz neu. Im Vordergrund der Geldpolitik standen die monetären Größen: die Geldbasis- und Geldmengenwachstumsraten. Darüber hinaus verfügte die ZBR nicht über die ausreichende Entscheidungsautonomie, um mit einer harten Geldabschöpfungspolitik die fiskalische Expansion kontrahieren zu können. Aus der Sicht der ZBR befand sie sich vor einem Dilemma: entweder Wechselkurssteuerung oder Geldpolitik, bzw.: Preisstabilität vs. Währungsaufwertung.

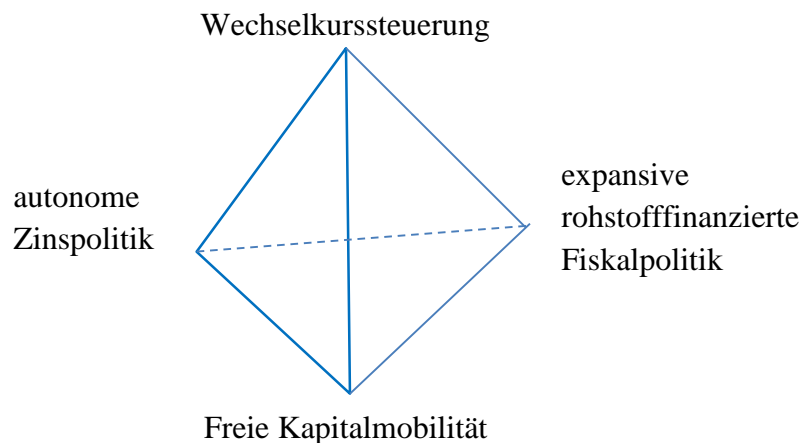
Die ZBR traf nach Meinung des Verfassers eine falsche Entscheidung. Sie entschied sich für einen Mittelweg (so etwas wie: ein bisschen Pest, ein bisschen Cholera). Ab 2003 wurde auf die weitgehende Stabilität des nominaleffektiven Wechselkurses abgestellt. Der REWK wertete in 2003 um ca. 8% auf (um 35% innerhalb von vier Jahren). Die Inflationsrate blieb auf relativ hohem Niveau (ca. bei 11% im Durchschnitt). Die von den Entscheidungsträgern genannten Argumente gegen die nominale Abwertung waren unter anderem, dass die Währungsabwertung die Preise der Importgüter verteuert, die in Euro dotierte Schuldenlast des Landes erhöht und durch den Produktivitätsfortschritt kompensiert wird (BS-Effekt).

Das Hauptproblem in diesem Dilemma bestand in der Tatsache, dass die Notenbank auf die externen Faktoren, nämlich die Ölpreisentwicklung und die Fiskalpolitik, angewiesen war. Die Problematik verschärfte sich umso stärker, je höher der Ölpreis anstieg oder je mehr das Finanzministerium von den Rohstoffeinnahmen ausgab. Das Problem des „unmöglichen Dreiecks“ lässt sich deshalb um einen zusätzlichen Faktor ergänzen. Es entsteht eine dreieckige Pyramide (Abbildung 38).

Das Verhalten der ZBR lässt sich im Rahmen dieser Pyramide erläutern. Obwohl bis 2006 der Kapitalverkehr stark eingeschränkt war, konnte die Notenbank die geld- und wechselkurspolitischen Ziele nicht gleichzeitig verfolgen. Bei der unterbundenen Kapitalmobilität (bis 2006) bewegte sich die ZBR innerhalb eines Dreiecks mit drei Eckpunkten oder Extremszenarien:

- 1) Autonome Zinspolitik und Wechselkurssteuerung, aber dafür Verzicht auf die Ausgabe der Rohstoffeinnahmen durch die Fiskalpolitik
- 2) Autonome Zinspolitik und expansive rohstofffinanzierte Fiskalpolitik, aber starke Wechselkursaufwertung
- 3) Wechselkurssteuerung und expansive rohstofffinanzierte Fiskalpolitik, aber hohe Inflation

Abbildung 38. Das ergänzte Impossible Trinity Model



Quellen: Eigene Darstellung

Da drei Extremszenarien inakzeptabel waren, wurde ein Mittelweg gewählt. Das Finanzministerium gab einen Teil der Rohstoffeinnahmen aus. Die Inflation blieb im zweistelligen aber niedrigen Bereich. Die Währung wertete kontrolliert auf. Eine Lösung für dieses Dreiecksproblem haben die Verantwortlichen nicht gefunden. Mit der Abschaffung der Kapitalverkehrsbeschränkungen ab Mitte 2006 hat die Problematik eine neue Dimension dazu gewonnen.

#### 5.1.2.2. Zeitraum II (2006-2008): freie Kapitalmobilität

Nach der Öffnung der Kapitalmarktgrenzen konnte sich die ZBR nicht mehr im Rahmen der oben beschriebenen drei Extremszenarien bewegen. Selbst bei einem Verzicht auf den Verbrauch der Rohstoffeinnahmen durch die Fiskalpolitik hätte die Notenbank nach der Theorie des „Unmöglichen Dreiecks“ keine Möglichkeit mehr, sowohl die Zinsen als auch den Wechselkurs zu steuern. Da das Finanzministerium nicht auf die Einnahmen aus der günstigen Ölpreisentwicklung verzichtete, war die Notenbank in ihren Handlungsoptionen zusätzlich eingeschränkt (denn von vier Ecken der Pyramide konnten nur zwei ausgewählt werden). Wenn vorher die ZBR von der Haushaltspolitik stark abhängig war, musste das Verhalten des Kapitalmarktes zusätzlich berücksichtigt werden. Die Öffnung des russischen Kapitalmarkts wurde vom internationalen Kapitalmarkt sehr gut aufgenommen.

Dies ließ sich im Jahr 2007 und in der ersten Hälfte 2008 deutlich beobachten. Im Folgenden wird anhand einer Analyse des Geldkreislaufs im Jahr 2007 die Problematik mit Zahlen veranschaulicht. Vor allem werden die Dimensionen der einzelnen Geldflüsse, welche die Handlungen der Notenbank entscheidend beeinflusst haben, sowie ihre Relationen zueinander deutlicher.

Der Geldkreislauf ist in der Abbildung 39 grobschematisch dargestellt. Alle Beträge wurden in USD umgerechnet und auf fünf Milliarden grob aufgerundet. Zwecks der Vereinfachung wurden einige Annahmen getroffen. Alle Angaben sind gerundete Beträge. Die rotfarbigen Zahlen, Kästen und Pfeile bedeuten die Bestände und Flüsse in Fremdwährung. Die blaufarbigen Zahlen, Kästen und Pfeile sind Rubel-Beträge (umgerechnet in USD).

Angefangen wird mit den Devisenflüssen (rotfarbige).

Im Jahr 2007 haben **alle Sektoren ohne Finanzinstitute und Zentralregierung** Nettoeinnahmen aus dem Rohstoffexport in Höhe von 220 Mrd. erhalten. Zum Vergleich betrug das BIP 1.300 Mrd. Die rohstoffbereinigte Handelsbilanz des Privatsektors wies ein Defizit von 110 Mrd. auf. Zusammen betrug also der Leistungsbilanzsaldo des Landes +110 Mrd.

Die Kapitalbilanz betrug -5 Mrd. Dieses Defizit kommt zustande durch die Nettokapitalzuflüsse (50 Mrd.) minus Nettorenditezahlungen (35 Mrd.) und minus sonstige Transfers (20 Mrd.). Insgesamt wurde ein Devisenbilanzüberschuss in Höhe von 105 Mrd. erzielt. Dieser Betrag wurde auf dem Devisenmarkt durch den Finanzsektor in Rubel umgetauscht.

Zusätzlich zu den 105 Mrd. flossen die Devisen über den Kapitalmarkt in den **Finanzsektor** in Höhe von 35 Mrd. netto (Nettokapitalzufluss: 40 Mrd. minus Nettorenditezahlung: 5 Mrd.). Damit betrug die Devisenbilanz des Finanzsektors +140 Mrd. Dies wurde wiederum von der Notenbank in Rubel abgekauft.

Zu den Einnahmen aus den Devisenankäufen der **Notenbank** kamen noch die Renditeeinnahmen aus der Verwaltung von Währungsreserven in Höhe von 20 Mrd. hinzu. Von den 160 Mrd. tauschte die ZBR 20 Mrd. mit dem Finanzministerium und 60 Mrd. mit dem **Rohstofffonds** um. Unter dem Strich erzielte die Notenbank somit einen Zuwachs der Nettoauslandsforderungen in Höhe von 90 Mrd.

Insgesamt betrug der **Devisenüberschuss aller Sektoren 150 Mrd.**

Es ist interessant, wie dieser Devisenüberschuss sich auf den Rubel-Kreislauf (blaufarbig) auswirkte.

Der **Wirtschaftsbereich (ohne Finanzinstitute und Zentralregierung)** hat zusätzlich zu den Einnahmen aus dem Devisenüberschuss und deren Verkauf an den Finanzsektor (105 Mrd.) Kredite in Höhe von 160 Mrd. aufgenommen. Durch den Staat wurden Investitionen und Ausgaben in Höhe von 235 Mrd. getätigt. Insgesamt machte der Gesamtbetrag des Geldes im Kreislauf der Wirtschaftssektoren etwa 500 Mrd. aus.



Nach Abzug von Steuern (190 Mrd.) und rohstoffbezogenen Sonderabgaben (115 Mrd.) hatten die Wirtschaftssektoren 195 Mrd. zusätzlich in diesem Jahr zur Verfügung. Die Geldmenge erhöhte sich um 165 Mrd. oder 43% zum Vorjahr. Darunter betrug der Zuwachs an Bargeld 40 Mrd. Der Restbetrag sind die Staatsanleihen (10 Mrd.) und Beteiligungen am Kapital des Finanzsektors (20 Mrd.).

Für den **Finanzsektor** dienten die Devisenzuflüsse als Refinanzierungsquelle. Dies war vor allem der Devisenüberschuss des privaten Sektors in Höhe von 105 Mrd. Zusätzlich nutzte der Finanzsektor auch selbst die ausländischen Refinanzierungsquellen in Höhe von 35 Mrd. Der Gesamtbetrag der Devisen von 140 Mrd. wurde von der Notenbank abgekauft. Unter Ausnutzung des geldmultiplizierenden Effektes konnte der Finanzsektor 160 Mrd. an Darlehen vergeben. Da die Notenbank mehr mit der Sterilisation der Interventionen bemüht war, stand der Finanzsektor mit der Notenbank netto in einer Gläubigerposition. Die Nettoforderungen des Finanzsektors gegenüber der Notenbank erhöhten sich um 10 Mrd.

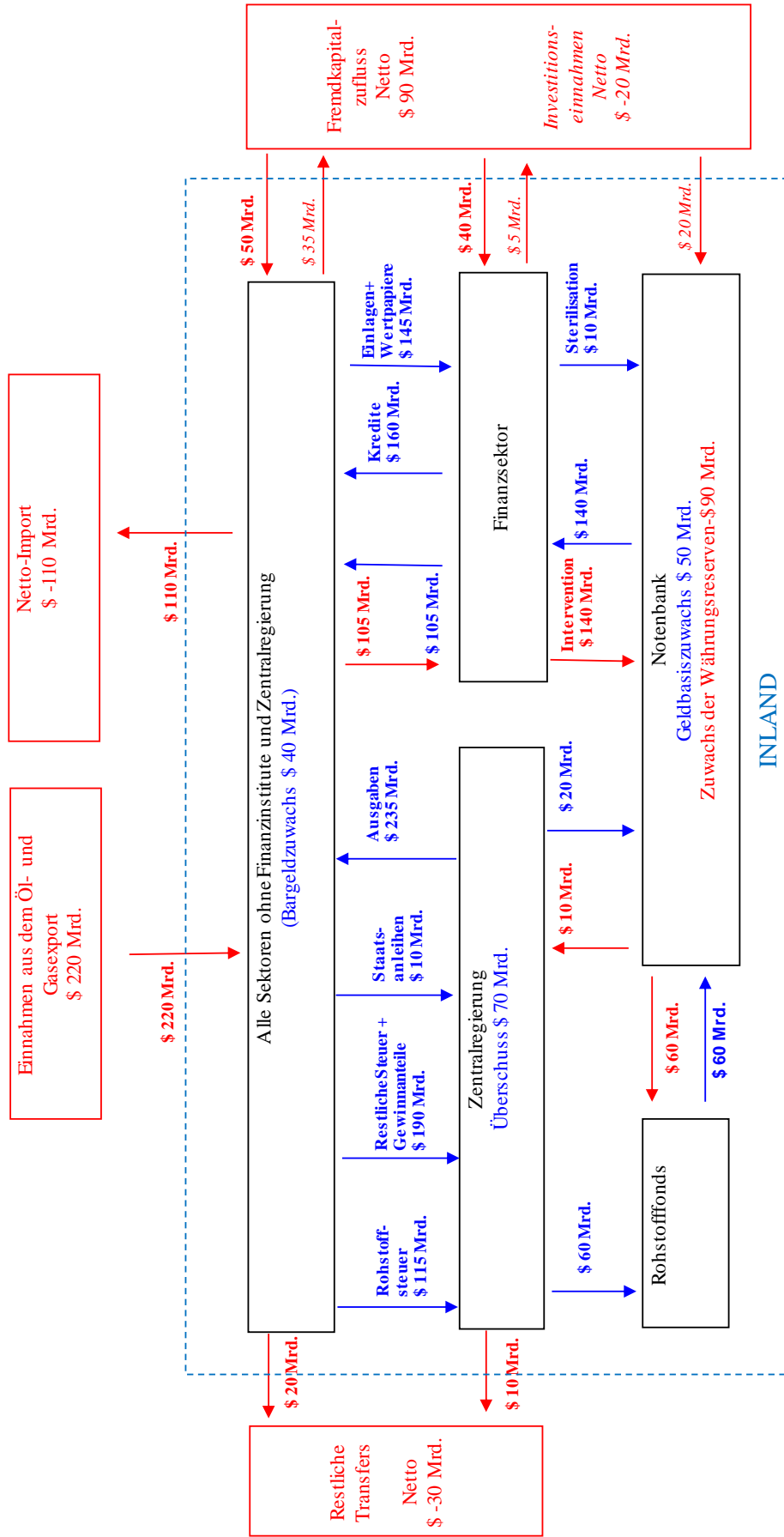
Die Devisenankäufe in Höhe von 140 Mrd. konnte die **Notenbank** nur geringfügig über die geldpolitischen Instrumente neutralisieren (nur 10 Mrd.). Eine viel stärkere Rolle bei der Sterilisierung der Interventionen spielten die haushaltspolitischen Mechanismen, insb. Rohstofffonds. Der Zuwachs der Geldbasis betrug dennoch 50 Mrd. (oder 34% p.a.).

Im **Bundeshaushalt** wurde ein Überschuss von 70 Mrd. erzielt. Die Gesamteinnahmen betragen 305 Mrd., daraus stammten 115 Mrd. aus den rohstoffbezogenen Sonderabgaben. Die Gesamtausgaben beliefen sich auf 235 Mrd. (Anstieg im Vergleich zum Vorjahr um 40%). Das bedeutet, die Zentralregierung gab von den rohstoffbezogenen Steuerquellen 45 Mrd. oder ca. 40% aus. Von dem erzielten Überschuss wurden 60 Mrd. in Fremdwährung umgetauscht und im Rohstofffonds deponiert.

Insgesamt ist also festzustellen, dass der überproportionale Anstieg der Geldbasis um 34% (50 Mrd.) und der Geldmenge um 43% (165 Mrd.) im Jahr 2007 auf den Devisenzufluss zurückzuführen ist. Der Devisenzufluss war bedingt durch die Rohstoffeinnahmen in Höhe von 220 Mrd. und den Nettokapitalzufluss in Höhe von 30 Mrd.

Die Rohstoffeinnahmen in Höhe von 220 Mrd. wirkten auf den Geldkreislauf wie folgt: Knapp ein Drittel oder 70 Mrd. wurden durch die haushaltspolitischen Mechanismen (Rohstofffonds) neutralisiert. Es hätte aber mehr erreicht werden können. Immerhin hat das Finanzministerium von den rohstoffbezogenen Abgaben in Höhe von 115 Mrd. mehr als ein Drittel oder 45 Mrd. ausgegeben. Der restliche Betrag in Höhe von 105 Mrd., den die Rohstoffunternehmen zur Verfügung hatten und ausgaben, hatte rein technisch betrachtet keine Auswirkung auf die Inlandsliquidität. Denn dieser Betrag war durch den Nettoimport in Höhe von 110 Mrd. abgedeckt.

Abbildung 39. Geldkreislauf im Jahr 2007, schematische Darstellung.



Die rot dargestellte Linien und Zahlen sind Devisenströme, die blauen Linien und Zahlen sind Rubel-Ströme. Alle Zahlen sind in USD zum Durchschnitts wechsellkurs 25.56 RUB/USD nominiert und bis zu \$ 5 Mrd. abgerundet.

Quellen: Eigene Darstellung, ZBR, Bundesstatistikamt, Finanzministerium

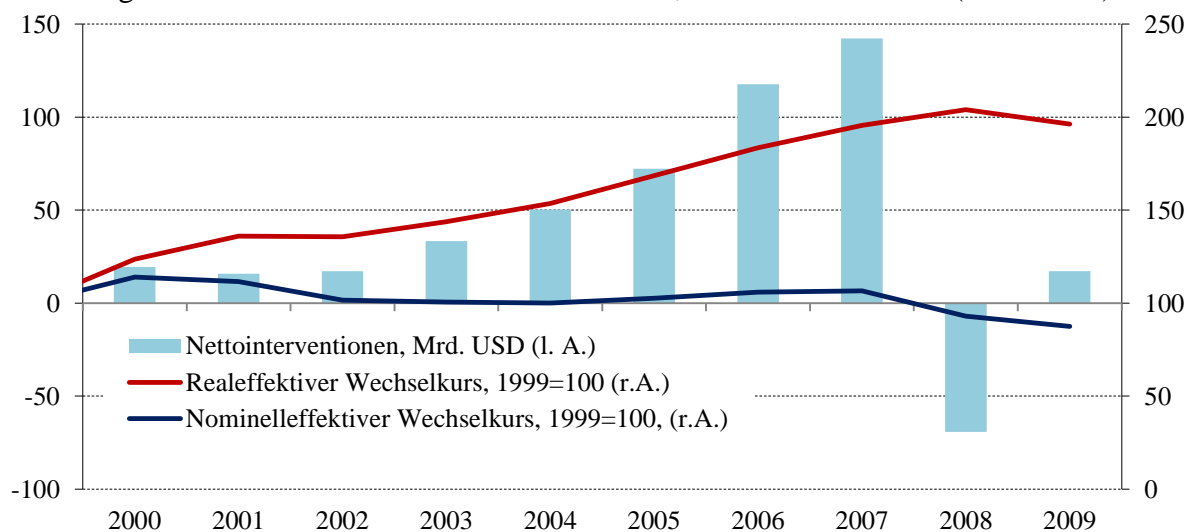
Falls der Anstieg der Haushaltsausgaben z.B. 20% (statt 40% oder +70 Mrd.) gewesen wäre, dann wäre das Problem für die Notenbank um 35 Mrd. kleiner und der Rohstofffonds um diesen Betrag reicher gewesen. Aus dieser Perspektive lässt sich stark vereinfacht behaupten, dass das Problem der Notenbank durch die zu expansive Fiskalpolitik ausgelöst wurde. Dies bestätigte selbst der damalige Finanzminister des Landes. Nach seiner Meinung waren eine expansive Fiskalpolitik und die daraus resultierten realnegativen Zinssätze die wichtigsten Ursachen für die Inflationswelle und die Überhitzung im Jahr 2007. Dies stimulierte den Kapitalzufluss. In den drei Jahren 2005 bis 2007 hat die Fremdverschuldung des Privatsektors um das 4,5-fache zugenommen (Kudrin, 2009).

Wie bereits beschrieben, war der Zinssatz der Geldabschöpfungsinstrumente der Notenbank nicht hoch genug. Der Anstieg der Zinssätze bei unveränderter Wechselkurspolitik hätte keinen positiven Effekt gehabt. Denn, wie wir gesehen haben, hat sich der Finanzsektor bevorzugt im Ausland verschuldet und zum Teil bei der Notenbank angelegt. Eine Zinsanhebung durch die Zentralbank (ohne eine entsprechende Wechselkursabwertung) hätte den Carry Trade Zufluss nur noch weiter beschleunigt.

Was die Wechselkurspolitik angeht, soll angemerkt werden, dass trotz der Devisenankäufe durch die Notenbank in Höhe von 140 Mrd. (das ist mehr als 10% des BIPs) der nominale USD-Wechselkurs um 7% aufgewertet hat. Der reale effektive Wechselkurs wertete um 6,7% auf (Abbildung 40). Es steht also fest, dass für eine Abwertung des NEWK die Deviseninterventionen der Notenbank in viel größerem Umfang erforderlich gewesen wären.

Der Kapitalzufluss, der zum Teil durch die Wechselkursaufwertungserwartungen begünstigt wurde, führte wiederum zur stärkeren Währungsaufwertung. Interessanterweise ist hier eine sich selbst verstärkende Tendenz zu sehen. In einer Volkswirtschaft mit diversifizierter Exportstruktur käme es dazu kaum. Eine Währungsaufwertung würde die Leistungsbilanz belasten und so die Erwartungen zur Währungsabwertung verstärken. In einer relativ kurzen Zeit wäre die Devisenbilanz wieder ausgeglichen.

Abbildung 40. Devisenmarktinterventionen der ZBR, REWK und NEWK (2001-2009)



Quellen: eigene Darstellung und Rechnungen, ZBR, Jahresberichte, 2001-2010

Im Fall Russland nahmen die Importe zwar zu, und das bereinigte Leistungsbilanzdefizit verschlechterte sich. Allerdings wurde dieses Defizit durch die noch stärker steigenden Rohstoffeinnahmen kompensiert. Solange der Ölpreis einen steigenden Trend hatte und die Handelsbilanz (inkl. Rohstoffe) einen deutlichen Überschuss aufwies, blieben die Wechselkurserwartungen in eine Richtung ausgerichtet.

In sieben Monaten von Januar bis Juli 2008 betrug der Nettokapitalzufluss des Privatsektors und der Banken etwa 36 Mrd. USD. Nach Ausbruch der Krise floss das Kapital in fünf Monaten von August bis Dezember 2008 netto in Höhe von ca. 159 Mrd. USD ab (ZBR-Online Statistik, eigene Rechnungen). Zum Vergleich betrug die Leistungsbilanz im Jahr 2008 knapp 104 Mrd. USD. Die Kapitalflüsse in solchen Dimensionen hatten viel stärkeren Einfluss auf die Wechselkursentwicklung als die Deviseneinnahmen der Rohstoffunternehmen. Die ZBR war nicht in der Lage, dieses Problem zu lösen.

Aus der bisherigen Analyse sind zusammenfassend zwei Schlussfolgerungen zu ziehen: Erstens kann das Problem des spekulativen Kapitalzuflusses nur durch die Wechselkursabwertung gelöst werden. Die zinspolitischen Instrumente der Notenbank wären hier nicht ausreichend. Zweitens waren die Mengen der Devisenzuflüsse, die durch den Ölpreisanstieg verursacht worden sind, derart groß, dass die Lösung dieser Problematik durch die Notenbank alleine ohne Unterstützung durch den Fiskus unmöglich gewesen wäre.

Wie wäre es, wenn die ZBR den Wechselkurs gar nicht gesteuert hätte (wie oft aus den IFW-Berichten herauszulesen war)? Welche anderen Alternativen hatte die Notenbank? Und schließlich, welche Politik verspricht die höchsten Erfolge? Mit diesen Fragen wird sich im Folgenden beschäftigt.

## 5.2. Alternativszenarien für Wechselkurs- und Zinspolitik in Russland

Als Antwort auf die oben geschilderte Problematik empfahl der IWF in seinen jährlichen Besuchsberichten, die Wechselkurssteuerung aufzugeben (IWF, 2004 - 2010). So schrieb der IWF im Jahr 2010 *„The increased exchange-rate flexibility is welcome, as it reduces the scope for conflict between the exchange rate and inflation and deters speculative capital flows. Indeed, a flexible exchange rate should be the first line of defense against volatile capital flows”* (IWF, 2010b).

Daraus ergeben sich die folgenden Fragen, welche mithilfe eines Modells in diesem Kapitel beantwortet werden sollen. Hätte Russland bei einem flexiblen Wechselkurssystem kein Problem mit den Kapitalzu- und -abflüssen gehabt? Hätte ein unkontrollierter Wechselkurs die Kapitalmärkte abgeschreckt? Und was ist mit der realen Wechselkursaufwertung und deren Auswirkung auf die Wettbewerbsfähigkeit?

### 5.2.1. Beschreibung des Modells

Die Grundlage des Modells besteht vor allem aus den kaufkraft- und zinsparitätischen Theorien. Es wird angenommen, dass die nominelle Wechselkursveränderung durch den Devisenbilanzsaldo auf dem Markt definiert wird. Der Saldo auf dem Devisenmarkt kommt durch die Leistungs- und Kapitalbilanz sowie Nettointerventionen der Notenbank zustande. Die Leistungsbilanz wird wiederum auf die Rohstoff- und Handelsbilanz aufgeteilt (Handelsbilanz beinhaltet auch die Dienstleistungsbilanz).

Die Rohstoffbilanz kommt durch die Preis- sowie Mengenentwicklung der Rohstoffe zustande. Die Handelsbilanz wird durch die Kaufkraftparitätstheorie (KKP) erklärt. Sie reagiert auf die Abweichung des REWK von seinem KKP-Gleichgewichtszustand. Das bedeutet: bei einer positiven Inflationsdifferenz soll der nominale Wechselkurs entsprechend abwerten. Wertet der nominale Wechselkurs nicht ab, ist die Handelsbilanz negativ.

Die Kapitalbilanz wird durch die Zinsparitätstheorie definiert. Die Differenz in den nominalen Zinssätzen abzüglich der Risikoprämie und der erwarteten Wechselkursveränderung entscheiden darüber, ob das Kapital zu- oder abfließt. Die Kapitalverkehrsbeschränkungen werden nicht berücksichtigt (Annahme: freie Kapitalmobilität). Es wird zusätzlich berücksichtigt, dass die Reaktionszeit der Kapitalbilanz wesentlich kürzer ist als die Reaktionszeit der Handelsbilanz.

Bei der Bildung der Funktion für die Wechselkurerwartungen macht der Verfasser vom Ansatz der „Fundamentalisten“ und „Chartisten“ Gebrauch. Es wird angenommen, dass die Fundamentalisten ihre Wechselkurerwartungen auf die Abweichung des REWK von seinem KKP-Niveau bestimmen. Das heißt: je höher die Aufwertung des REWK, umso stärker erwarten die Fundamentalisten eine Abwertung des NEWK. Bei den Chartisten wird unterstellt, dass sie anhand der Höhe des Rohstoffpreises und dessen letzter Änderung ihre Erwartungen bilden. Bei hohen und steigenden Rohstoffpreisen wird eine Aufwertung erwartet. Geht der Rohstoffpreis stark zurück oder ist er auf einem niedrigen Stand, erwarten die Chartisten eine entsprechend starke Abwertung.

Die Veränderung des Wechselkurses wird definiert als:

$$\Delta E_t = f (Int - RB - HB - KB)_t$$

$\Delta E$	Veränderung des nominaleffektiven Wechselkurses („+“ Abwertung; „-“ Aufwertung).
$Int$	Volumen der Devisenmarktinterventionen der Notenbank.
$RB$	Devisenbilanz aus dem Rohstoffkauf und -verkauf.
$HB$	Bilanz der Exporte und Importe ohne Rohstoffe.
$KB$	Devisenbilanz aus dem Kapitalzu- und -abfluss (ohne Staat und Notenbank).

$$RB_t = x P^R_{t-1}$$

$$HB_t = -g (REWK_t - REWK_{KKP}), \quad REWK_t - REWK_{KKP} = \sum_{k=0, t=0}^{k=t} ((\pi - \pi^*) - \Delta E)_{t-k}, \quad HB_0 = 0$$

$$KB_t = y (i - i^* - \rho - \Delta E^e)_t$$

$$\Delta E^e_t = -\varphi (REWK_t - REWK_{KKP})_{t-1} - \gamma (P^R)_{t-1}$$

$P^R$	Rohstoffpreis
$\pi - \pi^*$	Differenz in den Inflationsraten im Inland und Ausland
$i - i^*$	Differenz im Zinsniveau im Inland und Ausland
$\rho$	Risikoprämie
$\Delta E^e$	Erwartete Wechselkursveränderung („+“ Abwertung; „-“ Aufwertung).

Fasst man alles zusammen, ergibt sich:

$$\Delta E_t = f [Int_t - x P^R_{t-1} - g (REWK_{t-1} - REWK_{KKP}) - y (i_t - i^*_t - \rho_t + \varphi (REWK_{t-1} - REWK_{KKP}) + \gamma (P^R)_{t-1})]$$

$$\Delta E = F [Int, -P^R, -(REWK - REWK_{KKP}), -(i - i^* - \rho)]$$

Der Wechselkurs soll demnach aufwerten, wenn der risikobereinigte Zinssatz im Inland ansteigt, der REWK unterbewertet ist (z.B. infolge hoher Inflationsraten) oder der Rohstoffpreis zunimmt. Dagegen führt zu einer Abwertung: ein Rohstoffpreisrückgang, die überwertete Währung oder ein Anstieg der Risikoprämie.

Von Bedeutung sind die dynamischen Eigenschaften dieses Modells, da die Abweichung des REWK von seinem KKP-Gleichgewicht von der Wechselkursentwicklung in der Vergangenheit abhängt. Außerdem ist die Auswirkung eines zehnjährigen Zyklus des Rohstoffpreises auf das Modell entscheidend. Zuerst wird das Szenario des Free Floatings betrachtet.

## 5.2.2. Free Floating

Beim Free Floating (d.h.  $Int = 0$ ) wird der Wechselkurs durch die Zins- und Inflationsdifferenzen sowie die Rohstoffpreisentwicklung bestimmt. Im ersten Schritt wird das Modell ohne Auswirkung der Rohstoffbilanz (d.h.  $RB = 0$ ) kurz erläutert.

Es wird zusätzlich unterstellt, dass für alle Notenbanken die gleiche Regel zur optimalen Zinssatzsteuerung gilt, welche lautet:  $i = \pi + k$  ( $k$  – Konstante). Die Auswirkungen der Fiskalpolitik werden zunächst nicht betrachtet.

### 5.2.2.1. Free Floating ohne Rohstoffeffekt

Ohne den Rohstoffeffekt soll sich dieser Fall von einem „normalen“ Free Floating nicht unterscheiden. Dafür müssen folgende Bedingungen erfüllt sein: Der Wechselkurs bleibt unverändert, wenn:  $\pi \approx \pi^*$  und  $i \approx i^* + \rho$  ( $\rho \approx 0$ ). Der REWK soll sich unter diesen Bedingungen mittelfristig entlang seines KKP-Gleichgewichtes bewegen.

Ist die Inflationsrate deutlich höher als im Ausland (wie im Fall Russland: ca. 30%), soll der Wechselkurs entsprechend abwerten ( $\Delta E \approx \pi - \pi^*$ ). Da der nominale Zinssatz ebenfalls deutlich höher sein sollte als im Ausland, könnte kurzfristig ein Kapitalzufluss (carry trade) ausgelöst werden ( $KB \uparrow$ ). Dies hätte die notwendige Abwertung verhindert und so möglicherweise den weiteren Zufluss begünstigt. Die Währung wäre überbewertet ( $REWK_t > REWK_{KKP}$ ). Als Konsequenz daraus würde die Handelsbilanz mittelfristig ein zunehmendes Defizit aufweisen ( $HB \downarrow$ ). Die Abwertungserwartungen hätten zugenommen. Schlussendlich wären die Abwertungserwartungen früher oder später stärker als die Zinsdifferenz. Nach diesem „Sudden Stop“ wäre es zu einer Wechselkurskorrektur und zwar zu dem zinsparitätischen und danach kaufkraftparitätischen Niveau gekommen.

Wie lange eine Carry Trade Phase dauert und wann genau es zu einem „Sudden Stop“ kommt, hängt von vielen Faktoren ab und lässt sich nicht abschätzen. Eine mildernde Rolle könnte eine relativ hohe Risikoprämie spielen (in den Ländern mit hohen Inflationsraten könnte man dies vermuten). Handelt es sich um ein Land in einer Transformationsphase mit einer schnellen Entwicklung des Finanzsystems oder der Verwendung von risikomindernden Mechanismen (z.B. Verpfändung der Aktiva, Bürgschaften, Staatsgarantien oder latente Staatsunterstützung), könnte solch eine Phase auch länger dauern.

Es ist somit festzustellen, dass allein wegen einer hohen Inflationsdifferenz ein Land kurz- bis mittelfristig spürbare Wechselkursschwankungen erleben kann. Da hier angenommen wird, dass die Notenbank des betroffenen Landes anhand einer optimalen Zinssteuerung die Inflationsdifferenz abbaut, wären die Wechselkursschwankungen zeitlich begrenzt (fatal wäre deswegen, auf einen Kapitalzufluss mit einer Zinssenkung zu reagieren). Im Gegensatz dazu hat die Notenbank auf die Rohstoffpreisentwicklung keinen Einfluss.

### 5.2.2.2. *Free Floating mit Rohstoffpreiseffekt*

Im Folgenden wird die Auswirkung eines langfristigen Rohstoffpreisyklus am Beispiel der betrachteten zehnjährigen (2000-2009) Ölpreisentwicklung analysiert. Der Ölpreis bewegte sich in der Zeit von 2000 bis 2004 etwa auf einem stabilen Niveau von 30 USD/Barrel. Ab Anfang 2004 bis Juli 2008 (55 Monate) nahm der Ölpreis mit einem erkennbaren Trend auf 130 USD/Barrel zu. Innerhalb der 6 Monate (ab August 2008 bis Februar 2009) stürzte der Preis auf 35 USD/Barrel ab. Wie reagiert das Modell auf solch eine Entwicklung des Rohstoffpreises, bei welchem der Preis über die 55 Zeiteinheiten (z.B. Monaten) hinweg stets ansteigt und innerhalb von 6 Zeiteinheiten auf Status-quo zurückkehrt? Dabei wird eine hohe Inflationsdifferenz am Anfang unterstellt, die durch die entsprechende Hochzinspolitik langsam zurückgefahren wird.

Mit jedem Rohstoffpreisanstieg erhöht sich in erster Linie der Rohstoffbilanzsaldo ( $RB \uparrow$ ). Dies generiert einen Devisenbilanzüberschuss und eine Wechselkursaufwertung ( $\Delta E \downarrow$ ). Darüber hinaus steigen die Aufwertungserwartungen der Chartisten ( $\Delta E^e \downarrow$ ) an. Das motiviert sie dazu, in die Inlandswährung zu investieren, was wiederum die Aufwertung verstärkt. Nicht zu vergessen sind an dieser Stelle die höheren Zinssätze im Inland. Nach dem zinsparitätischen Gesetz hätte der Wechselkurs abwerten müssen.

Bei den Fundamentalisten nehmen dagegen die Abwertungserwartungen zu. Nach einer gewissen Verzögerung reagiert die Handelsbilanz auf die aufgewertete Währung mit einem Defizit. Die Lage hätte sich in Folge dessen stabilisiert, wenn der Rohstoffpreis auf einem Niveau bliebe. Da der Preis allerdings stets ansteigt, wertet die Währung weiter auf. Die Abweichung des REWK von seinem KKP-Gleichgewicht erhöht zwar den Abwertungsdruck, kann aber die durch die Rohstoffbilanz erzeugte Aufwertung nicht kompensieren, so dass die Währung für den Kapitalmarkt attraktiv bleibt.

Im Zeitpunkt  $t_{55}$  ist der REWK deutlich aufgewertet, die Handelsbilanz ist stark defizitär, und die Abwertungserwartungen der Fundamentalisten sind enorm hoch. Nachdem der Rohstoffpreis rasch auf den Status-quo abgestürzt ist, entstand kein Devisenüberschuss aus der Rohstoffbilanz mehr ( $RB=0$ ). Die Chartisten versuchen, das Kapital (das in den letzten 55 Zeiteinheiten investiert wurde) möglichst schnell abzuziehen. Es entsteht in kürzester Zeit ein enormes Devisenbilanzdefizit. Dieses Defizit ist umso größer, je länger die Aufwertungsphase gedauert hat (umso stärker ist auch die Abwertungsrate der Währung).

Die Wechselkursabwertung verschärft sich, sobald im Zeitpunkt  $t_{55}$  zusätzlich die Risikoprämien stark ansteigen (analog dem Anstieg der CDS-Raten für Russland im Aug. 2008). Eine unkontrollierte und starke Abwertung erfolgt sehr schnell und kann für die Finanz- und Wirtschaftsstabilität des Landes weitreichende Konsequenzen haben. Das Ziel der Preisstabilität könnte ebenfalls insbesondere über den ERPT-Effekt gefährdet werden. Die Konsequenzen der langen Aufwertungsphase für die rohstoffunabhängigen Industrien wären weitaus schlechter. Der über die Jahre andauernde Wettbewerbsverlust der Unternehmen ist selbst nach einer Wechselkurskorrektur nicht einfach zu korrigieren.

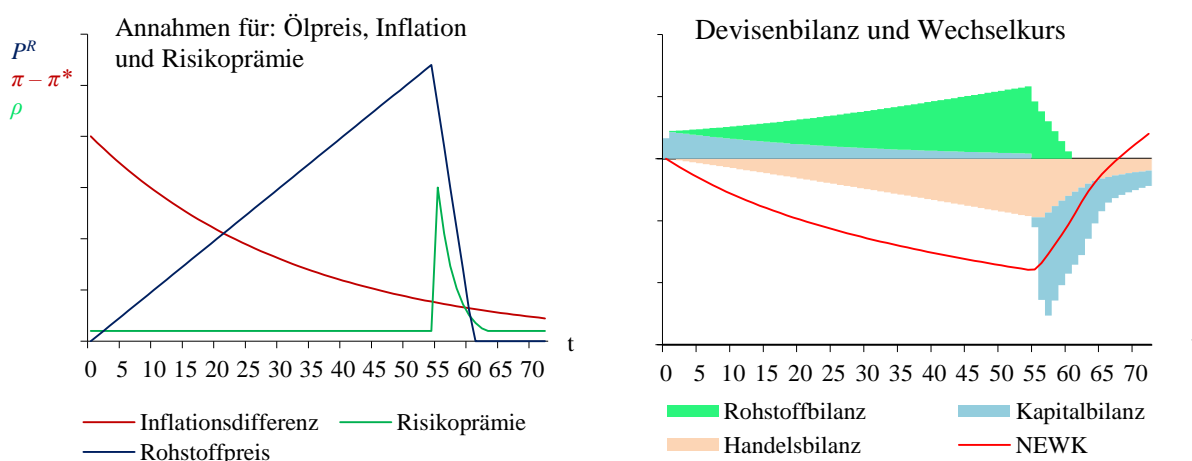


In Abbildung 41 hat der Verfasser versucht, die beschriebene Entwicklung graphisch darzustellen. Dabei ist es im Rahmen dieser Arbeit kein Ziel, ein genaues Simulationsmodell zu bilden. Von Bedeutung ist die Entwicklung der Devisenbilanz bei den gegebenen Annahmen. Die Werte auf den Vertikalachsen sind daher nicht relevant. Der Verfasser ist der Überzeugung, dass bei einem Free Floating die Entwicklung der Devisenbilanz in Russland in etwa wie dargestellt ausgesehen hätte. Selbst bei der Annahme der erfolgreichen Antiinflationpolitik der Notenbank hätte das kurzfristige Kapital („Hot Money“) das Finanzsystem und die gesamte Volkswirtschaft stark destabilisiert.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass das Free Floating für Russland keine gute Option wäre. Der erste Grund ist die starke Inflation, die eine entsprechende Hochzinspolitik erfordert. Der zweite Grund ist der angestiegene Trend der Ölpreise, der etwa 3,5 Jahre hielt. Der dritte Grund ist die kurze Reaktionszeit des Kapitalmarktes. Selbst wenn man annimmt, dass für den Kapitalmarkt das Investitionsrisiko in Russland zu hoch gewesen wäre, hätte der Wechselkurs allein wegen der Rohstoffüberschüsse aufgewertet. Die 3,5 Jahre dauernde Währungsaufwertung und der daraus resultierende Wettbewerbsverlust hätten für die Wirtschaft verheerende Konsequenzen gehabt.

Für ein rohstoffreiches Land mit hoher Inflation ist demnach die Wechselkurssteuerung unerlässlich. Ohne eine koordinierte Wechselkurs- und Zinspolitik wird die Erreichung des Preisstabilitätsziels erschwert. Gleichwohl ist der Verfasser der Meinung, dass die in Russland verfolgte Wechselkurssteuerung (die auf die Aufwertungsbremsung ausgerichtet war) noch schlechtere Auswirkungen hatte.

Abbildung 41. Devisenbilanz beim Free Floating



Quelle: eigene Darstellung und Rechnung, es handelt sich hier um ein grobes Modell zur Abbildung eines allgemeinen Bildes mit groben Annahmen des Verfassers.

### 5.2.3. Managed Floating

Als Ziel des Managed Floatings definiert der Verfasser eine weitgehend stabile Steuerung des realeffektiven Wechselkurses auf seinem KKP-Niveau ( $REWK_t - REWK_{KKP} \approx 0$ ). Dadurch soll die inländische Industrie vor Wettbewerbsverlust geschützt werden. Gleichzeitig wird vorausgesetzt, dass die Zinssteuerung autonom und als erste Priorität der Notenbank anhand der oben angenommenen (und für alle Notenbanken gleich geltenden) Formel ( $i = \pi + k$ ,  $k$  – Konstante) erfolgt. Die Annahme der uneingeschränkten Kapitalmobilität gilt nach wie vor. Gemäß der Theorie des „Unmöglichen Dreiecks“ wäre das Managed Floating und die Zinssteuerung nicht möglich.

Die Zielsetzung des stabilen realeffektiven Wechselkurses ( $REWK_t - REWK_{KKP} \approx 0$ ) bedeutet, dass eine Veränderung des nominalen Wechselkurses sich an der Inflationsdifferenz orientieren muss ( $\Delta E \approx \pi - \pi^*$ ). Bei diesen Annahmen ergibt die Auflösung der Gleichung nach den Interventionen, welche von der Notenbank bestimmt werden:

$$(\pi - \pi^*)_t = f [Int_t - x P^R_{t-1} - y ((\pi - \pi^*)_t - \rho_t + \gamma (P^R)_{t-1})]$$

$$Int = L [P^R, \pi - \pi^*, -\rho, ]$$

Die weitere Analyse der Modelleigenschaften beim Managed Floating erfolgt (analog zu oben) zunächst ohne und danach mit dem Rohstoffeffekt.

#### 5.2.3.1. Managed Floating ohne Rohstoffeffekt

Ohne einen Rohstoffeffekt wären in einem „normalen“ Fall die Deviseninterventionen kaum notwendig, da der Wechselkurs auch ohne sie weitgehend im Gleichgewicht verlaufen sollte.

Wie oben betrachtet wurde, könnte jedoch eine hohe Inflationsdifferenz einen spekulativen Kapitalzufluss verursachen. Dabei meint der Verfasser nicht zwingend das Verhalten der sog. „Finanzspekulant“ aus dem Ausland, sondern die Beeinflussung des gleichgewichtigen Wechselkurses durch die Inländer. Beispiel: die Inflationsrate sei im Inland 25% und im Ausland etwa 3%; der Refinanzierungszins der Notenbank sei 27% und der Zinssatz für die Einlagefazilität sei etwa 25%. Die großen Banken könnten sich im Ausland z.B. zum Zinssatz 5% verschulden, die Devisen auf dem Markt verkaufen und bei der Notenbank zum Zinssatz von 25% anlegen. Die Banken hätten Gewinne erzielt, wenn die Abwertungsrate des Wechselkurses weniger als 20% beträgt. Den Gewinn hätten die Banken nicht zwingend in die Devisen umtauschen müssen. Sie hätten ihre Verbindlichkeiten im Ausland verlängert und den Gewinn wieder angelegt. Verhalten sich die Banken Monat für Monat auf diese Art und Weise, resultiert daraus auf dem Devisenmarkt ein dauerhafter Kapitalbilanzüberschuss. Das Beispiel könnte auf die Unternehmen und die Privathaushalte erweitert werden. Für die Unternehmen wäre eine Finanzierung im Ausland günstiger. Die Privathaushalte hätten bei einer geringen Wechselkursabwertungsrate oder sogar dessen Aufwertung ihre Ersparnisse von der Fremdwährung (denn bei hohen Inflationsraten ist eine hohe Dollarisierungsrate zu erwarten) in die Nationalwährung umgetauscht. Folglich käme es zu einer Abweichung des Devisenangebots vom KKP- Gleichgewicht.

Bei einem Managed Floating kämen die Spekulationen auf dem Kapitalmarkt nicht zustande. Die Notenbank hätte mittels Interventionen auf dem Devisenmarkt den Wechselkurs entsprechend (im Beispiel oben um 22%) abgewertet. Die hohe Zinsdifferenz wäre durch die Abwertungsrate abgedeckt. Jede spekulative Attacke wäre die Notenbank in der Lage abzuwenden, denn beim Devisenkauf sind die Möglichkeiten einer Notenbank unbegrenzt (beim Devisenverkauf nicht). Die erfolgreiche Abwendung der spekulativen Attacken erhöht die Glaubwürdigkeit der Notenbank und erleichtert damit die weitere Wechselkurssteuerung. Im Idealfall wäre allein eine Ankündigung der gezielten Wechselkursveränderungsrate ausreichend.

Für die Glaubwürdigkeit der Zentralbank ist bei der Wechselkurssteuerung die konsequente Zinspolitik entscheidend. In keinem Fall darf die Zinspolitik den wechselkurspolitischen Zielen unterworfen werden. Selbst eine leichte Zinssenkung (mit dem Ziel, den Kapitalzufluss abzubremesen und die Interventionen der Notenbank zu reduzieren) könnte die Erreichung der beiden Ziele gefährden. Die Zinssätze müssen hoch genug sein, um die durch die Devisenkäufe entstehende Überschussliquidität zu absorbieren.

Für den Erfolg des Managed Floatings ist eine Erwartungssteuerung und -erfüllung von höchster Bedeutung. Die Gleichungen  $\Delta E^e = \Delta E$  und  $\pi^e = \pi$  müssen weitgehend erfüllt werden. Die Qualität der Offenlegung, die Transparenz sowie die Kommunikationspolitik der Notenbank spielen hier eine große Rolle.

Managed Floating ist dann möglich, wenn folgende Gleichungen erfüllt sind:

$$i = \pi + k \quad \text{und} \quad \Delta E = \pi - \pi^*$$

$$\text{bei:} \quad i^* = \pi^* + k \quad \text{und} \quad \rho \approx 0$$

$$\text{oder} \quad i = i^* + \rho + \Delta E^e \rightarrow \text{bei} \quad \Delta E^e = \Delta E \rightarrow i - \pi = i^* - \pi^*$$

Im Beispiel oben wäre (bei  $k = 2$ ,  $\pi = 25\%$  und  $\pi^* = 3\%$ ):  $i = 27\%$ ;  $\Delta E = 22\%$

Bei einem starken Anstieg der Risikoprämie könnte das Managed Floating jedoch gefährdet werden. Gegenüber dem Kapitalabfluss und dem Abwertungsdruck wäre der Spielraum der Notenbank durch die Währungsreserven eingeschränkt. Überhöhte Risikoprämien sollten allerdings in einem Normalfall nicht von langer Dauer sein. Die Quellen des lang andauernden Anstiegs wären mit politischen Mitteln zu bekämpfen. Befindet sich das Land relativ lang z.B. in einer politischen Krise, wäre ein Managed Floating nicht zu empfehlen.

Es ist somit festzustellen, dass eine Wechselkurssteuerung (im Rahmen des betrachteten Modells bei gegebenen Annahmen) neben einer Zinssteuerung möglich ist. Sie wäre sogar in den Ländern mit hohen Inflationsraten ausdrücklich zu empfehlen. Wichtig ist für den Erfolg die konsequente Umsetzung der Zins- und Wechselkurspolitik.

Im Fall Russlands bedeutet das für die Jahre 2000-2001 eine Hochzinspolitik und eine starke Abwertung des Rubels. Selbst wenn eine solche Politik für viele Wirtschaftsbereiche schmerzhaft wäre, würde der spätere Nutzen in Form der Preisstabilität und der hohen Glaubwürdigkeit der Notenbank in der Umsetzung ihrer wechselkurspolitischen Ziele die Kosten überkompensieren. Die Absenkung der Inflationsrate muss als Primärziel definiert werden. Je geringer die Inflations- und Zinsdifferenz ist, desto weniger stark ist das Land von den Kapitalmarktschwankungen betroffen.

### 5.2.3.2. *Managed Floating mit Balassa-Samuelson-Effekt*

In den vorangegangenen Kapiteln wurde erwähnt, dass infolge des BS-Effektes verursachte Realaufwertung nicht zum Wettbewerbsverlust führt. Deshalb wirft sich die Frage auf, ob der BS-Effekt das Managed Floating Model aus dem Gleichgewicht bringen könnte?

Der Gleichgewichtswechselkurs (GGWK) ist nicht mehr mit dem KKP-Gleichgewicht identisch. Die Handelsbilanzfunktion wird ergänzt:

$$HB_t = -g \sum_{k=0, t=0}^{k=t} (\pi - \pi^* - BS - \Delta E)_{t-k}, \quad HB_0 = 0$$

Wird dieser Effekt von der Notenbank nicht berücksichtigt, entsteht beim Managed Floating ein Handelsbilanzüberschuss. Der daraus resultierende Devisenbilanzüberschuss erhöht den Aufwertungsdruck und damit den Interventionsbedarf der Notenbank. Wirkt der BS-Effekt über mehrere Jahre, ist die Zentralbank mit dem ständigen und zunehmenden Aufwertungsdruck konfrontiert. Im Worstcase (hohe Inflationsraten, geringe Glaubwürdigkeit) könnte eine spekulative Attacke des Kapitalmarktes entstehen. Wie wäre es, wenn die Wechselkurssteuerung auf GGWK abgestellt worden wäre?

$$\Delta E = \pi - \pi^* - BS,$$

$$\text{daraus wäre } i - i^* - \rho - \Delta E > 0, \quad \text{bei: } i = \pi + k, \quad i^* = \pi^* + k \quad \text{und} \quad \rho \approx 0$$

Je nach Stärke des BS-Effektes wäre die gesteuerte Abwertungsrate geringer als die Zinsdifferenz. Die Investitionen im Inland wären profitabel. Die Notenbank wäre mit dem Kapitalzufluss dauerhaft beschäftigt. Beispiel:

$$\text{bei } k = 2, \quad \pi = 25\%, \quad \pi^* = 3\%, \quad i^* = 5\% \quad \text{und} \quad BS = 5\% \quad \text{wäre: } i = 27\%, \quad \text{aber } \Delta E = 17\%$$

Eine Investition hätte unter diesen Bedingungen eine sichere Rendite von 5% gebracht. Das Gleichgewicht wäre gestört. Die Schlussfolgerung daraus: die Gleichung  $i - i^* - \rho - \Delta E = 0$  darf nicht aufgeweicht werden. Nur eine koordinierte Zins- und Wechselkurspolitik bringt den Erfolg.

Es ist somit festzustellen, dass ein starker und dauerhafter BS-Effekt das Managed Floating beeinträchtigt. Wie sollte damit umgegangen werden? Erstens zweifelt der Verfasser daran, dass ein Land über mehrere Jahre ein deutlich stärkeres Produktivitätswachstum erzielen kann

als die Handelspartnerländer. Falls doch, dann sollte die Notenbank nach Meinung des Verfassers diese in einer hochinflationären Phase nicht berücksichtigen. Erst wenn die Inflationsrate gesenkt wird (und  $i \approx i^*$  gilt), könnte eine Wechselkurskorrektur vorgenommen werden. Zweitens hätten die durch den BS-Effekt entstehenden Handelsbilanzüberschüsse keine nachhaltig starke negative Wirkung auf die Wirtschaft, da diese durch den Produktivitätsfortschritt entstanden sind.

### 5.2.3.3. *Managed Floating mit Rohstoffeffekt*

Analog zu oben wird im Folgenden eine Rohstoffpreisentwicklung angenommen, bei welchem der Preis 55 Zeiteinheiten in Folge ansteigt und danach innerhalb der 6 Zeiteinheiten auf Status-quo zurückgeht. Bei den oben unterstellten Annahmen (dass mit einer Hochzinspolitik eine unbegrenzte Menge an Überschussliquidität absorbiert werden kann) wäre selbst bei solch einer Rohstoffpreisentwicklung ein Managed Floating möglich, da eine Notenbank Devisenkäufe uneingeschränkt durchführen kann.

Betrachten wir das Managed Floating am Beispiel des Jahres 2007 im Falle Russlands.

$$\pi = 12\% \rightarrow i = \pi + k = 14\%$$

$$\pi^* = 6\% \rightarrow i^* = \pi^* + k = 8\%$$

$$\Delta E = \pi - \pi^* = 6\%$$

$$RB = 220 \text{ Mrd. USD}$$

(Zur Info: HB = -110 Mrd. USD, KB = 30 Mrd. USD, Int = 140 Mrd. USD,  $\Delta E = -0,5\%$ ,  $\Delta REWK = 6,6\%$ )

Die ZBR sollte dem Modell nach den Zinssatz etwa auf 14% anheben (zur Information: der Geldmarktzinssatz lag etwa bei 3%). Der NEWK sollte um ca. 6% abgewertet werden (statt Aufwertung um 0,5%). Welche Menge an Devisen die ZBR dafür auf dem Markt hätte kaufen müssen, lässt sich nicht abschätzen. Da der Wechselkurs trotz der Interventionen in Höhe von 140 Mrd. USD um 0,5% aufgewertet hat und die Rohstoffbilanz etwa 220 Mrd. USD betrug, lässt sich behaupten, dass die ZBR etwa 200 bis 300 Mrd. USD an Devisen hätte kaufen müssen. Umgerechnet macht dies etwa 5.600 bis 8.400 Mrd. RUB. Zum Vergleich betrug die Geldbasis Ende 2006 etwa 4.100 Mrd. RUB. Im zehnjährigen Zeitraum betrug die Rohstoffbilanz insgesamt 1.400 Mrd. USD. Die ZBR hätte diese Deviseneinnahmen im Rahmen des Managed Floatings im vollen Umfang abkaufen müssen.

Es stellt sich die Frage, ob so ein starkes Geldangebot durch die Hochzinspolitik der ZBR neutralisiert werden könnte? Dabei wird an die stark expansive Fiskalpolitik erinnert. Die Haushaltsausgaben nahmen in den zehn betrachteten Jahren preisbereinigt um 12% p.a. zu. Der Verfasser zweifelt daran, dass der durch die Nettoexportüberschüsse und die stark expansive Fiskalpolitik generierte Nachfrageanstieg durch die Zinspolitik der ZBR soweit neutralisiert werden könnte, dass die Inflationserwartungen (und somit auch die Wechselkurserwartungen) erfüllt worden wären. Wie oben angemerkt, sind die Erwartungssteuerung und die hohe Glaubwürdigkeit der Zentralbank für das Managed Floating essentiell.

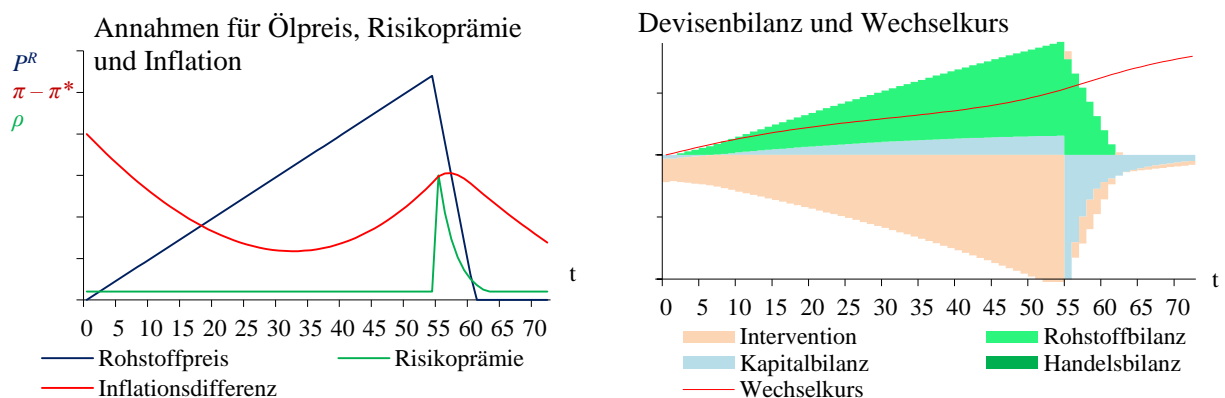
Die Zweifel des Verfassers sind im Wesentlichen auf zwei Gegebenheiten zurückzuführen: Ein erster Grund ist das mangelnde Sparverhalten. Lediglich 4% vom Einkommen sparten die Bürger in Russland. Gleichwohl ist anzumerken, dass die Hauptursache einer solch geringen Sparquote in den realnegativen Zinssätzen lag. Dennoch war das Vertrauen in das Finanzsystem noch sehr gering (die Erfahrungen mit dem Wertverlust der Ersparnisse nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion waren noch frisch). Die Sparmechanismen wie Versicherungen, Altersvorsorge, Bausparverträge etc. waren nicht ausreichend entwickelt.

Zweitens ist der große Einfluss des Staates und der öffentlichen Mittel im Wirtschaftskreislauf eine weitere Gegebenheit. Da im öffentlichen Bereich die Sparanreize nicht gut funktionieren (in der Regel wird das erteilte Budget voll ausgegeben), hätte sich die stark expansive Fiskalpolitik trotz der hohen Zinssätze auf das Preisniveau erhöhend ausgewirkt. Dies bedeutet, dass sich eine stark expansive Haushaltspolitik und die Nettoexportüberschüsse auf die Inflationsrate auswirken müssen. Als Antwort darauf hätte die ZBR die Zinsen weiter angehoben und die Devisenankäufe zur stärkeren Abwertung der Währung erhöht.

Erweitern wir nun das Modell um zwei weitere Komponenten. Bisher wurde davon ausgegangen, dass die Inflationsrate durch eine Hochzinspolitik gesteuert werden kann  $\pi = f(-i)$ . Nehmen wir an, dass ab einer gewissen Größe ein Teil der Interventionen nicht sterilisiert wird und die Inflationsrate erhöht. Zusätzlich wird der kurzfristige Einfluss einer Wechselkursabwertung auf die Preise (ERPT-Effekt) berücksichtigt:  $\pi = f(-i, Int, \Delta E)$ .

Bei diesen Annahmen wären für die Notenbank eine Inflationsprognose sowie die Gestaltung einer koordinierten Zins- und Wechselkurspolitik von der Ölpreisentwicklung und Ausgabenpolitik des Staates abhängig. Je nachdem wie glaubwürdig die Notenbank auf diese externen Störungen reagiert, könnte es auf dem Kapitalmarkt zu Spekulationen kommen. Z.B. könnte der Druck auf die Notenbank zu einer geringeren Währungsabwertungspolitik führen, da sich die Abwertungsrate auf die importierten Konsumgüter direkt auswirkt. Durch den Kapitalzufluss könnte der Bedarf an Interventionen ansteigen, die wiederum die Inflationsrate, den Zinssatz und die erforderliche Abwertungsrate erhöht hätte. Bei einer erfolgreichen Umsetzung könnte die Devisenbilanz etwa wie in der Abbildung 42 aussehen.

Abbildung 42. Devisenbilanz beim Managed Floating



Quelle: eigene Darstellung und Rechnung.

Darüber hinaus hätte eine dauerhafte Zinsanhebung negative Konsequenzen für das Investitionsklima, insb. im Wirtschaftsbereich, der von den Rohstoffeinnahmen nicht profitiert. Die Staatsausgaben und Nettoexportüberschüsse erhöhen zwar die Gesamtnachfrage, die Hochzinspolitik neutralisiert diesen Effekt allerdings über geringere Investitionen. Die Rohstoffsektoren sowie die staatlichen Unternehmen und Banken hätten besseren Zugang zu den Windfall-Profiten, während die Finanzierungskonditionen für die restlichen Branchen ungünstig wären.

Das Dilemma der Zentralbank (Wechselkursziel vs. Inflationsziel) lässt sich anhand des DD-AA-XX-Modells<sup>74</sup> im vier Quadranten-Diagramm abbilden (Abbildung 43). Das binnen- und außenwirtschaftliche Gleichgewicht entsteht nur im Schnittpunkt der drei Kurven: Gütermarktkurve (DD), Vermögensmarktkurve (AA) und Leistungsbilanzkurve (XX). Nur in diesem Punkt kann das Ziel der Wechselkursveränderung mit dem Inflationsziel übereinstimmen. Die Wechselkursveränderung entspricht der Zinsdifferenz. Die Kapital- und Leistungsbilanz sind ausgeglichen. Unter der Annahme konstanter Realzinsen im Ausland sollte das Gleichgewicht ungestört einzuhalten sein und somit das Problem des „Unmöglichen Dreiecks“ lösen.

Das Gleichgewicht wird nun durch den Faktor Ölpreis gestört. Die Nettoexportüberschüsse und die daraus resultierende Fiskalexpansion verschieben die Nachfragekurve nach rechts auf DD<sup>1</sup>. Auf eine leichte und einmalige Verschiebung wäre durch die Zins- und Wechselkurskorrekturen relativ einfach zu reagieren. Eine starke und wiederholte Verschiebung der Kurve stellt die Notenbank vor folgendes Dilemma: Entweder müssen die Überschussdevisen auf dem Markt abgekauft werden, um das Wechselkursziel zu erreichen (Verschiebung der AA-Kurve nach rechts). Oder die Notenbank muss das Geldangebot reduzieren (Verschiebung der AA-Kurve nach links), um das Inflationsziel sicherzustellen.

An dieser Stelle ist es wichtig anzumerken, dass die durch den Ölpreisanstieg finanzierte Fiskalexpansion von einer im Inland finanzierten Ausdehnung der Staatsausgaben deutlich unterscheidet. Die Auswirkung einer Erhöhung des Staatshaushaltes über die Steuererhöhung oder Schuldenaufnahme im Inland auf die Geldnachfrage wird kurzfristig durch den Rückgang des Konsums und der Investitionen zum Teil neutralisiert (Finanzierung durch die Notenbank wird nicht betrachtet). Infolge eines starken Rohstoffpreisanstiegs (oder Schuldenaufnahme im Ausland) erhöht sich die Geldnachfrage, die zur Währungsaufwertung führt. Begleitet die Notenbank den Geldnachfrageüberhang, riskiert sie die Erreichung des Inflationsziels und damit ihre Glaubwürdigkeit.

---

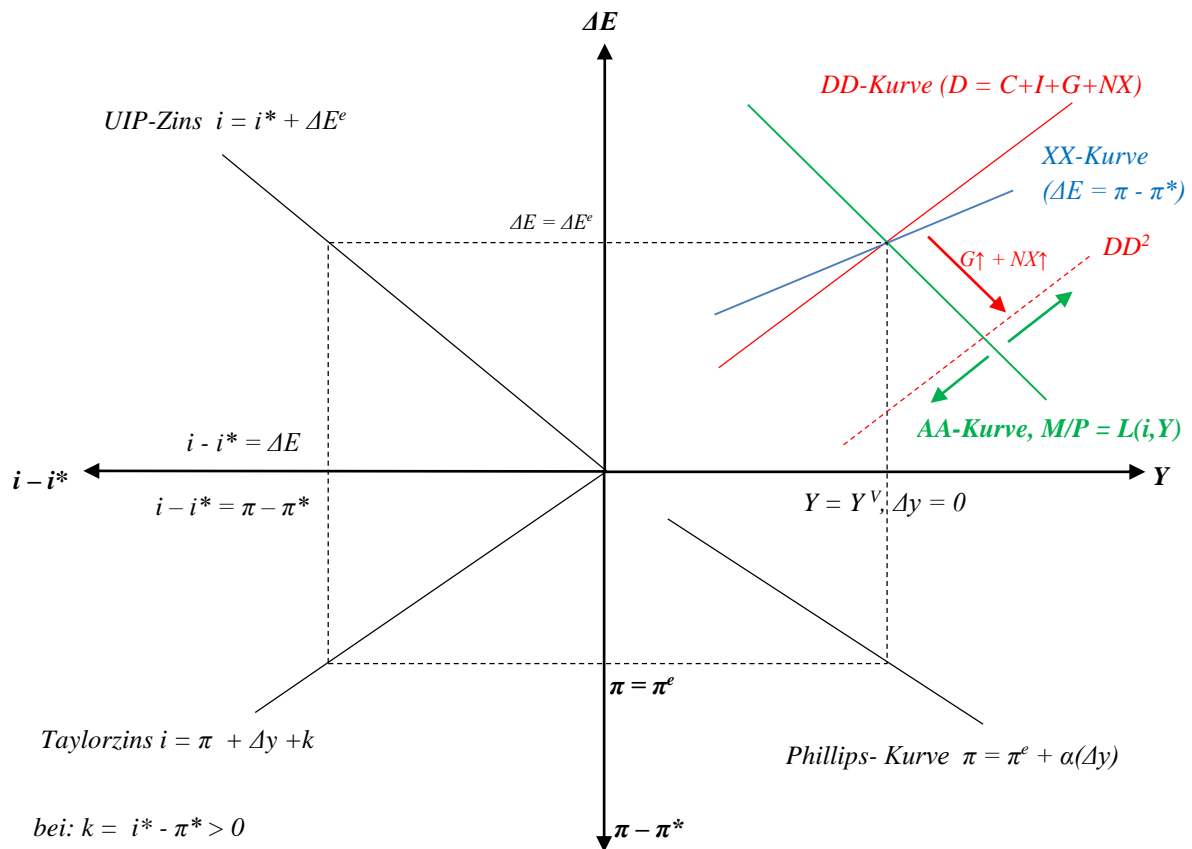
<sup>74</sup> DD-Kurve (Gütermarktkurve) zeigt „sämtliche Kombinationen von Produktion und Wechselkurs, bei denen sich der Gütermarkt im kurzfristigen Gleichgewicht befindet“.

AA-Kurve (Vermögensmarktkurve) ist „die Kurve derjenigen Wechselkurs- und Produktionskombinationen, bei denen sich der inländische Geldmarkt und der Devisenmarkt im Gleichgewicht befinden.“

XX-Kurve (Leistungsbilanzkurve) „zeigt diejenigen Kombinationen von Wechselkurs und Produktionsmenge, bei denen die Leistungsbilanz einem angestrebten Niveau entspricht.“ (Krugman et al., 2012).

Der Verfasser hat das Modell leicht verändert und ergänzt.

Abbildung 43. Wechselkurs- vs. Inflationsziel im DD-AA-XX-Modell



Quellen: eigene Darstellung, in Anlehnung an Krugman et al. (2012), Taylor (1993), Bofinger (2007).

Zusammenfassend ist wiederholt anzumerken, dass für ein erfolgreiches Managed Floating eine hohe Glaubwürdigkeit der Zentralbank erforderlich ist. Unter den oben beschriebenen Annahmen (jährliche starke und extern finanzierte Erhöhung der Staatsausgaben) wäre ein Managed Floating auf Dauer nicht einzuhalten. Eine gleichzeitige Zins- und Wechselkurssteuerung erfordert, dass solche dauerhaft wirkenden externen Schocks (wie die Rohstoffexportbilanzüberschüsse in Russland) über fiskalische Mechanismen neutralisiert werden müssen. Eine strikte Fiskaldisziplin ist eine Voraussetzung für den Erfolg der Zins- und Wechselkurssteuerung. Eine koordinierte Fiskal-, Zins- und Wechselkurspolitik ist das Rezept für die rohstoffreichen Länder mit hohen Inflationsraten.



### 5.3. Fazit zum Kapitel 5

In diesem Kapitel wurde die in dieser Arbeit zu behandelnde Problematik zusammenfassend erläutert. Die ZBR war in ihren Handlungsoptionen durch eine „Unmögliche Dreieckpyramide“ eingeschränkt. Nur zwei Ecken dieser Pyramide konnten gleichzeitig erfüllt werden, d.h. nur zwei Ziele konnten gleichzeitig verfolgt werden. Die Pyramide zeigt, dass die Spielräume der Notenbank umso stärker eingeschränkt waren, je höher der Ölpreis anstieg und je höher die Staatsausgaben waren, welche durch die Rohstoffeinnahmen finanziert wurden.

Der russische Staat fand es richtig, den Großteil der Rohstoffeinnahmen auszugeben (damit war eine Ecke der Pyramide besetzt). In der Zeit nach 2006, als die Kapitalverkehrsbeschränkungen weitgehend abgeschafft wurden (zweite Ecke der Pyramide), hatte die ZBR keine Kontrolle mehr über die Zinsen und den Wechselkurs. Die Ölpreisentwicklung und die sich selbst verstärkenden Kapitalflüsse hatten entscheidenden Einfluss auf diese zwei Größen. Die Zinssätze blieben auf geringem (real negativem) Niveau und der Wechselkurs wertete mit steigenden Ölpreisen auf. Nur dank des Ölpreisabsturzes im August 2008 konnte die ZBR die Zinssätze anheben und die geldpolitischen Instrumente aktivieren.

Die Zins- und Wechselkursstrategie der ZBR im Betrachtungs Jahrzehnt ist als gescheitert zu bewerten. Die Preisstabilität konnte nicht gesichert werden. Die ZBR konnte die Zinssätze nicht anheben, weil vermutlich dadurch der Kapitalzufluss verstärkt worden wäre. Allerdings hat sich die Strategie einer geringeren Wechselkursaufwertung als Verstärker des Kapitalzuflusses ausgewirkt. Außerdem konnte die belastende Wechselkursaufwertung, welche die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie verschlechterte, nicht verhindert werden. Die Ölpreisabhängigkeit des Landes hat zugenommen. Obwohl die kurzfristige Volatilität des Wechselkurses über die lange Zeit durch die Interventionen der Notenbank gering gehalten wurde, konnte die langfristige Volatilität des Wechselkurses nicht vermieden werden. Im Laufe der zehn Jahre konnte die ZBR nicht an Glaubwürdigkeit gewinnen. Bei einer expansiven Fiskalpolitik, hoher Inflation und freier Kapitalmobilität hat die ZBR die zins- und wechselkurspolitische Autonomie verloren. Welche Alternativen hatte die Notenbank?

Nach dem IWF wäre ein Free Floating die beste Strategie. Demnach hätte eine hohe Wechselkursvolatilität den Kapitalanleger trotz der hohen Renditemöglichkeiten abgeschreckt. Der Verlauf des Wechselkurses hätte seinen Fundamentalfaktoren entsprochen. Dabei gilt wohl nach dem IWF der volatile Ölpreis ebenfalls als ein fundamentaler Bestandteil des Gleichgewichtes.

Der Verfasser bestreitet, dass Free Floating die beste Strategie wäre. Anhand eines einfachen Modells wurde diese Alternative untersucht. Beim Free Floating hätte die Währung mit jedem Ölpreisanstieg im Laufe der Jahre aufgewertet. Allein diese Tatsache ohne Berücksichtigung der Kapitalflüsse hätte der Wirtschaft stark geschadet und die Ölpreisabhängigkeit des Landes erhöht. Die starke Korrelation des Ölpreises und des Wechselkurses wäre nach Meinung des Verfassers für den Kapitalanleger attraktiv. Da die Reaktionszeit des Kapitalmarktes deutlich kürzer ist als die Auswirkung der Ölpreise auf die Handelsbilanz, hätte der Kapitalzufluss die Wechselkursaufwertung zusätzlich verstärkt. Die Abwertung des Rubels im August 2008

infolge des Ölpreisfalls und der massiven Kapitalflucht wäre so stark, dass dadurch die Finanz-, Preis- und Wirtschaftsstabilität stark gefährdet worden wären.

Als Lösung der Problematik bietet der Verfasser das Modell des Managed Floatings an. Dabei sollte der Zinssatz auf ein optimales Niveau angehoben werden, um die Inflationsrate abzusenken. Die Wechselkurssteuerung sollte auf die mittelfristig stabile REWK abgestellt werden. Da die Inflationsrate in Russland deutlich höher war als im Ausland, bedeutet dies eine Abwertung der Währung. Dadurch wäre die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie geschützt. Die Abwertungsrate wäre gleich der Zinsdifferenz, so dass der Zufluss des kurz- und mittelfristigen Auslandskapitals selbst bei hohen Renditen nicht zustande kommen würde. Entscheidend für den Erfolg dieser Strategie ist die hohe Glaubwürdigkeit der Zentralbank, da die angekündigten Inflations- und Wechselkursveränderungsziele von den erwarteten und tatsächlichen Werten nicht stark abweichen dürfen.

Eine stark expansive rohstofffinanzierte Fiskalpolitik stellt aber eine Gefahr für den Erfolg des Managed Floatings dar. Eine Fiskaldisziplin, die eine Einschränkung des Verbrauchs der Rohstoffeinnahmen bedeutet, ist daher von entscheidender Wichtigkeit. Bedeutet dies, dass Russland auf den Verbrauch der Rohstoffeinnahmen verzichten musste (wenigstens solange, bis die Preisstabilität erreicht ist)? Wäre ein Verzicht auf den Verbrauch der Ressourcen gerecht und realistisch? Wie sieht die Nutzen-Kosten-Bilanz des Ressourcenverbrauchs aus? Wie soll ein Rohstoffmanagement gestaltet und kontrolliert werden? Mit diesen Fragen beschäftigt sich die Arbeit in den folgenden zwei Kapiteln.

## **Kapitel 6. Ressourcenreichtum: Fluch oder Segen? Theoretische Überlegungen**

In der Literatur herrscht ein weitgehender Konsens darüber, dass der Schlüssel für ein erfolgreiches Rohstoffmanagement in der Fiskaldisziplin liegt. Als Vorbild gilt Norwegen, wo die Rohstoffeinnahmen zum Großteil eingespart werden. Der Verfasser stimmt der Notwendigkeit einer Fiskaldisziplin zu, ist aber der Meinung, dass im Fall Russland das Einsparen im „norwegischen“ Stil ungerecht und unrealistisch wäre. Im Folgenden werden die in der Literatur empirisch nachgewiesenen und diskutierten Nutzen und Kosten des Ressourcenreichtums zusammengefasst. Anschließend schildert der Verfasser eigene Überlegungen zu den Zielen des Rohstoffmanagements, den Instrumenten des Staates, den Indikatoren zur Fiskaldisziplin eines rohstoffreichen Landes und den Möglichkeiten zur Bildung der Fiskalregeln. Eine kurze Analyse der Erfahrungen Norwegens im Umgang mit dieser Problematik macht es in einem Vergleich nochmals sehr deutlich, wo die Kernprobleme lagen. Gleichwohl wird ebenso darauf hingewiesen, aus welchen Gründen alle Lösungsansätze Norwegens nicht übertragbar sind. Auf Grundlage dieser Erkenntnisse wird der Fall Russlands im Kapitel 7 untersucht.

### **6.1. Nutzen und Kosten des Rohstoffreichtums.**

In sehr vielen Fällen wird empirisch beobachtet, dass der Rohstoffreichtum keine langfristig positiven Vorteile für das betroffene Land bringt. Die Literaturdatenbank zu diesem Phänomen ist sehr groß. Einige positive und negative Auswirkungen des Rohstoffreichtums, die in der Literatur diskutiert und empirisch beobachtet wurden, werden im Folgenden zusammengefasst.

#### **6.1.1. Positive Wirkungen des Rohstoffreichtums**

Der Rohstoffreichtum hat vor allem eine bedeutsame positive Wirkung auf die öffentlichen Finanzen. Insbesondere wenn die Wirtschaft in einer tiefen Rezessionsphase steht und die Regierung, die ihre Insolvenz erklärt hat und mit den Folgen einer dramatischen Wirtschaftskrise zu tun hat, stellen die Rohstoffeinnahmen, wie ein „Manna vom Himmel“, eine Rettung des Landes dar. Der Staat bekommt die Möglichkeit, durch Steuersenkungen oder durch staatliche Investitionen und Subventionen positive Wirtschaftsimpulse zu geben. Vor allem können inländische Schulden zu Renten- und Gehaltszahlungen getilgt werden. Steigen die Einnahmen weiter, können zusätzlich die Auslandsschulden frühzeitig getilgt werden, was einen positiven Effekt auf das Landesrating hat. Außerdem können die Renten und Gehälter im öffentlichen Dienst erhöht werden, was neben der Verstärkung der staatlichen Institutionen auch positive Wirkungen auf die inländische Nachfrage hat. Ferner steigen die Möglichkeiten, zukunftsorientierte Investitionen in die Bildung, Forschung und Infrastruktur zu tätigen, um nachhaltige Wettbewerbsvorteile zu erwerben. Im Bereich der Staatsunternehmen (inkl. Rohstoffunternehmen) öffnen sich die Optionen, die Technologien zu modernisieren, um z.B. die Privatisierung der systemrelevanten strategischen Wirtschaftssektoren zu vermeiden sowie die Marktanteile in der jeweiligen Branche zu sichern und auszubauen.

Für die Zahlungsbilanz des Landes und für den Wechselkurs zeichnen sich (zumindest in der Anfangszeit) positive Wirkungen ab. Insbesondere, wenn die Zahlungsbilanz durch die negative Leistungsbilanz und Kapitalflucht stark belastet ist, kann dank des Rohstoffverkaufs der Druck auf den Wechselkurs gemindert werden. In diesem Fall bekommt die Notenbank mehr Spielraum für die Wechselkursstabilisierung, was erstens eine Flucht aus der Heimwährung, und zweitens die Verteuerung der importierten Konsumgüter bremsen kann. Ferner besteht für die Notenbank die Möglichkeit, die ausgeschöpften Währungsreserven aufzustocken. Der Bestand der Devisenreserven (in Relation zu den Monatsimportvolumen und zur kurzfristigen Fremdverschuldung) stellt einen der wichtigen Indikatoren zur Bewertung der Zahlungsfähigkeit eines Landes dar.

Die gewonnenen Spielräume in der Wechselkursregulierung können vom Staat auch in der Wirtschaftspolitik genutzt werden. So besteht die Möglichkeit, beispielsweise mittels Währungsaufwertung in Kombination mit der Zollpolitik den Preis der importierten Investitions- oder Konsumgüter zu verbilligen und somit die Kosten der sich modernisierenden Unternehmen zu senken oder auch die Inflation teilweise zu mindern. Durch die Währungsaufwertung könnte außerdem die Dollarisierungsrate gesenkt werden.

Von den steigenden Ölpreisen profitieren nicht nur die betroffenen Branchen. Durch das wachsende Einkommen steigt auch die Nachfrage nach anderen Gütern. Die zusätzlichen Gewinne stellen außerdem eine wichtige Quelle für die Liquidität dar und können durch eine allgemeine Zinssenkung die inländischen Investitionen stimulieren. Die von den profitierenden Unternehmen herausgegebenen Wertpapiere können außerdem zur Entwicklung der Finanzmärkte beitragen und auch auf internationaler Ebene das ausländische Kapital anziehen.

Die Geschichte kennt viele Beispiele für die industrialisierten Länder, wie z.B. Australien, Finnland, Kanada, Schweden und USA, die ihre Wirtschaftserfolge auf dem Rohstoffreichtum aufgebaut haben (Carneiro, 2007). Der Rohstoffreichtum kann eine positive Wirkung auf das Wirtschaftswachstum haben, wenn seine Nutzung mit der Bildung des Humankapitals und der Investitionen in die technologischen Innovationen einhergeht (Lederman, 2007). Das positive Beispiel Norwegens wird ausführlicher unter 6.3 beschrieben. Neben den erfolgreichen Beispielen werden in vielen Ländern negative Folgen des Rohstoffreichtums beobachtet. Deshalb folgt eine Zusammenfassungen ihrer Ursachen.

#### 6.1.2. Negative Folgen des Rohstoffreichtums und deren Ursachen

Trotz der oben aufgezählten positiven Seiten wird oft in der Literatur über die Gefahr gesprochen, dass „*sich der vermeintliche Segen bedeutender Rohstoffbestände als Fluch für die betroffenen Volkswirtschaften*“ erweisen kann (Bardt, 2005). In der Tat wurden mehrere empirische Befunde dafür gefunden, dass die meisten rohstoffreichen Volkswirtschaften langfristig eine schlechtere wirtschaftliche Entwicklung demonstrierten, als die sog. rohstoffarmen Länder<sup>75</sup>. Dies lässt sich z.B. anhand von relativ niedrigen langfristigen

---

<sup>75</sup> s. dazu unter anderem: Sachs und Warner (1995, 1999, 2001), Mabro und Monro (1974), Neary und van Wijnbergen (1986), Auty (1993, 1994, 1998, 2001), Karl (1997).

Wirtschaftswachstumsraten, einer hohen Volatilität der öffentlichen Finanzen (Hausmann, 2003; Devlin, 2005) oder einer zunehmenden Fremdverschuldung (Manzano, 2007) beobachten. Dieses Phänomen, allgemein Ressourcenfluch genannt, hat nach den großen Erdgasfunden in der Nordsee und nach den Ölpreisschocks in den 70-er und 80-er Jahren die wissenschaftliche Diskussion ausgelöst. Als berühmtestes Erklärungsmodell dafür gilt die sog. Holländische Krankheit (Dutch Disease)<sup>76</sup>. Die Dutch-Disease-Theorie konnte aber nicht als ausreichende Erklärung dienen. Die Symptome der Holländischen Krankheit konnten nicht in allen Fällen festgestellt werden (Mikesell, 1997), weshalb die Suche nach alternativen Erklärungsansätzen fortgesetzt wurde.

In den Beiträgen der 1990-er und insbesondere 2000-er Jahre wurden die bisher gefundenen Ergebnisse zur direkten Kausalität zwischen dem Rohstoffreichtum und der schlechten Wirtschaftsperformance in Frage gestellt. So wurde anhand einer Paneldatenanalyse bewiesen, dass die früheren Schätzungen die Ausgangslage der Länder nicht berücksichtigt haben, welche die Effektivität des Rohstoffmanagements bestimmen könnten (Arezki, 2007). Außerdem wurden die sog. Erfolgsgeschichten unter den Entwicklungsländern (Fasano, 2002 und Robinson, 2003) untersucht, die neben der Holländischen Krankheit zu weiteren Erklärungsansätzen geführt haben.

#### 6.1.2.1. *Holländische Krankheit*

Holländische Krankheit ist eine „*Bezeichnung für den Vorgang einer Deindustrialisierung innerhalb entwickelter Volkswirtschaften durch verminderte internationale Wettbewerbsfähigkeit bei der Produktion industrieller Güter, hervorgerufen durch einen sprunghaften Anstieg der Preise und/oder der Verfügbarkeit natürlicher Ressourcen*“ (Issing et al., 1994). Im Basismodell von Corden werden zwei Einflusskanäle des Rohstoffs auf die Deindustrialisierung betrachtet (Corden, 1984; van Wijnbergen, 1984; Neary, 1985). Dabei wird angenommen, dass die Wirtschaft aus drei Sektoren besteht: die profitierende Rohstoffbranche (R-Sektor), der nicht handelbare Sektor (NT-Sektor) und der handelbare Sektor (T-Sektor), die von hohen Ölpreisen nicht profitieren können und im globalen Wettbewerb stehen. Der erste Kanal ist der sog. Ressource-Movement-Effekt. Die in den Öl- und Gasbranchen steigenden Löhne führen zur Verschiebung der Arbeitsressourcen von den T-Sektoren zu den R- und NT-Sektoren. Dies wird als *direkte Deindustrialisierung* genannt. Der zweite Kanal ist der sog. Spending-Effekt. Demnach nimmt direkt in den profitierenden Branchen und indirekt durch die wachsenden Haushaltseinnahmen das Gesamteinkommen und die Gesamtnachfrage zu. Dies führt zu den Gehalts- und Preiserhöhungen im NT-Sektor. Die Währung wertet real auf und belastet die Wettbewerbsfähigkeit des T-Sektors, was zur *indirekten Deindustrialisierung* führt. Darüber hinaus besteht nach Meinung des Verfassers ein dritter Kanal. Die Wechselkursaufwertung und der damit zusammenhängende Wettbewerbsverlust erfolgt auch durch die Devisenüberschüsse der Rohstoff- und Kapitalbilanzen.

---

<sup>76</sup> Obwohl die Holländer selbst dank der rechtzeitigen Maßnahmen die „Krankheit“ vermeiden konnten, ist der Name für die Krankheit als „Holländische“ in der wissenschaftlichen Literatur unglücklicherweise geblieben und beinhaltet in sich ein doppeltes Missverständnis, weil weder „Holländische“ noch „Krankheit“ dazu richtig passt (Gylfason, 2001).

Die Symptome der Holländischen Krankheit wurden in vielen, aber nicht in allen rohstoffreichen Ländern festgestellt<sup>77</sup>. Die Dutch-Disease-Effekte verschärfen sich besonders in den Ländern, in welchen der NT-Sektor unterentwickelt ist (Carneiro, 2007). Die anhand eines Modells beschriebene Holländische Krankheit kommt als erste „Verdachtsdiagnose“ bei der Analyse eines rohstoffreichen Landes in Frage und kann mittels bestimmter Indikatoren diagnostiziert werden. Zu den wichtigsten Symptomen zählen vor allem die wachsende Differenz im Lohnniveau zwischen NT- und T-Sektoren, die reale Aufwertung der Nationalwährung sowie der zunehmende Grad der Importpenetration. Diese Zeichen können jedoch nicht eindeutig und ausschließlich der Holländischen Krankheit zugeordnet werden, weil auch andere Wirtschaftsphänomene ähnliche Symptome aufweisen können.

Die reale Währungsaufwertung könnte beispielweise auch durch den BS-Effekt erklärt werden. Die Merkmale dieses Effekts liegen den Symptomen der Holländischen Krankheit sehr nahe und sind daher schwer eindeutig zu identifizieren. Die Quellen und Folgen sind aber stark unterschiedlich. In beiden Fällen kommt es zum Gesamtnachfrageanstieg. Im Unterschied zur Holländischen Krankheit wird der BS-Effekt nicht durch die gestiegenen Rohstoffeinnahmen, sondern durch die Produktivitätserhöhung im T-Sektor verursacht. In Tabelle 10 sind die wichtigsten Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Holländischen Krankheit und des BS-Effektes zusammengefasst.

Tabelle 10. Holländische Krankheit und Balassa-Samuelson-Effekt im Überblick

	<b>Dutch-Disease-Spending Effekt</b>	<b>Balassa-Samuelson-Effekt</b>
Quellen	Gestiegene Rohstoffeinnahmen im R-Sektor	Beschleunigtes Produktivitätswachstum im T-Sektor
Symptome	Reallohnanstieg im R- und NT-Sektor Anstieg von relativen Preisen im NT-Sektor im Vergleich zum T-Sektor Reale Währungsaufwertung	Reallohnanstieg im T- und NT-Sektor
Folgen für T-Sektor	Wettbewerbsverlust	Kein Wettbewerbsverlust

Quellen: Eigene Darstellung auf Grundlage der oben erwähnten Literaturquellen

Die Aufwertung der Inlandswährung könnte von beiden Seiten gleichzeitig hervorgerufen werden. Die richtige Bemessung der beiden Effekte ist für die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie wichtig. Sind die Auswirkungen der Holländischen Krankheit stärker als die des BS-Effekts, entsteht eine Gefahr der Deindustrialisierung. Wenn nicht, dann ist die Auswirkung des Rohstoffreichtums auf den Wechselkurs durch das Produktivitätswachstum kompensiert. Diese aus bestimmten strikten Annahmen gebildeten theoretischen Überlegungen sind jedoch empirisch sehr schwer nachprüfbar (was am Beispiel Russlands zu sehen ist).

<sup>77</sup> Empirische Analysen zur Holländischen Krankheit wurden u.a. durchgeführt durch: Auty et al. (1986), Auty (1994), Benjamin et al. (1989), Fardmanesh (1991), Nkusu (2004), Rudd (1996), Sachs et al. (1995).

### *6.1.2.2. Volatilität des Rohstoffreichtums*

Die hohe und unvorhersehbare Volatilität der Rohstoffeinnahmen kann auf die andere Wirtschaftsbereiche übertragen und durch die „Boom-and-Bust“-Zyklen die allgemeine wirtschaftliche Stabilität in Gefahr bringen. Vor allem werden die prozyklisch geführten öffentlichen Finanzen stark betroffen. Eine Regierung, die während der „guten“ Zeiten die Renten und Gehälter im öffentlichen Bereich erhöht, die Steuersätze senkt und diverse öffentlich finanzierte Projekte anfängt, kann das alles nach einem Rohstoffpreisverfall nicht mehr finanzieren. Die dadurch entstehenden Spill-Overs auf die Nachfrage-, Zins- und Wechselkursvolatilität (Serven et al., 1994) sowie die zunehmende Unsicherheit im Privatsektor erzeugen durch den Investitionsrückgang (Hausmann et al., 1993) weitere Wohlfahrtskosten.

Der Zusammenhang zwischen einer hohen Wechselkursvolatilität und dem Wachstum wird in der Literatur besonders häufig diskutiert und als eine der Hauptursachen des Ressourcenfluchs betrachtet. In einer Panel-Analyse (35 Länder, 1870-1939) wurde empirisch festgestellt, dass die stark rohstofforientierten Volkswirtschaften unter einer hohen Wechselkursvolatilität gelitten haben (Blattman et al., 2007), da die hohen Wechselkursschwankungen sich negativ auf die Auslandsinvestitionen ausgewirkt haben. In einer anderen Cross-Country-Analyse (83-Länder 1960-2000) wurde nachgewiesen, dass in den Ländern mit schwach entwickelten Finanzmärkten die starken Turbulenzen des Wechselkurses das Wachstum reduzieren können (Aghion et al., 2009). In einem Papier haben die Autoren einen 2- bis 2,5-fachen Unterschied in der Volatilität der realen Wechselkurse in den Entwicklungsländern im Vergleich zu den Industriestaaten festgestellt (Hausmann et al., 2004). Dabei wurde eine starke Korrelation zwischen den Wechselkurschwankungen und einer Exportdiversifikationsrate festgestellt. Es wird weiterhin behauptet, dass die direkte Wirkung des Rohstoffreichtums grundlegend positiv sei. Die schlechte Performance der vielen rohstoffreichen Länder sei demnach durch die noch größeren indirekten Kosten der Wechselkursvolatilität zu erklären (Van der Ploeg et al., 2008).

### *6.1.2.3. Politökonomische Erklärungsansätze*

Zu den anderen Erklärungen für eine schlechte Performance der rohstoffreichen Länder zählen das sog. „Rent-Seeking“-Verhalten, die Qualitätsverschlechterung der Institutionen sowie das verzerrte System von Anreizen in der Marktwirtschaft und die daraus folgende Kapitalineffizienz. All diese Erklärungsansätze liegen in enger Verbindung zueinander und lassen sich allgemein unter dem Bereich „Political Economy“ zusammenfassen.

Ein Rohstoffreichtum gibt für die Regierung eines Landes und für die Öffentlichkeit dieses Landes falsche Sicherheits- und Erfolgsgefühle. Dank der auf Rohstoffen basierenden hohen Wirtschafts- und Einkommenswachstumsraten gewinnen die Politiker relativ leicht die Wählerstimmen. Die Anreize, eine effizienzorientierte und produktivitätsteigernde Wirtschaftspolitik zu betreiben, sind nicht hoch. Die besonders schweren unpopulären Entscheidungen zu den Wirtschaftsreformen werden kaum getroffen. Eine notwendige Transparenz der öffentlichen Finanzen wird nicht sichergestellt (Auty, 1999). Während das Finanzministerium wegen der zufließenden Rohstoffeinnahmen nicht so bemüht ist, im

Haushalt zu sparen, verlieren ebenfalls die privaten Profiteure das Augenmaß und haben einen Hang zur „Geldverschwendung“.

Die hohen Rohstoffrenditen, insbesondere in Kombination mit einer schwachen institutionellen Entwicklung, können zur Bildung von Interessengruppen und deren Einflussnahme auf die politischen Entscheidungen führen. Als Folge besteht eine Gefahr der Konzentration der politischen Macht in der Hand der Eliten (Oligarchen). Das erschwert die Korruptionsbekämpfung und erhöht die Einkommensungleichgewichte (Gylfason et al., 2002). Im Worst-Case könnte dies zum Krieg zwischen den Interessengruppen führen oder sogar einen Bürgerkrieg auslösen.

Die institutionelle Qualitätsverschlechterung ist ein weiterer Erklärungsansatz für die unterschiedliche Performance der rohstoffreichen Länder. In den Ländern mit einer Vielzahl an Institutionen, die zu „Rent-Seeking“-Verhalten neigen, verursacht der Rohstoffreichtum mehr Kosten („grabber friendly“), während die Länder mit den an der Effizienz orientierten Institutionen („producer friendly“) mehr Nutzen aus Ressourcen erzielen (Mehlum et al., 2001, 2006). Diese These wurde anhand einer Cross-Country-Analyse (Boschini et al., 2007) und Case Studies (Sala-i-Martin et al., 2003) empirisch nachgewiesen.

Darüber hinaus haben Arezki und Van der Ploeg (2007) festgestellt, dass neben der institutionellen Qualität auch der Handelsöffnungsgrad eine wichtige Rolle spielt. In den relativ offenen Volkswirtschaften wurden geringere Ressourcenflucheffekte beobachtet als in eher geschlossenen Volkswirtschaften. Selbst wenn die politökonomischen Voraussetzungen erfüllt sind, existieren noch weitere negative Effekte, die durch den Rohstoffreichtum eventuell verursacht werden können. Darunter sind beispielsweise die sog. Crowding-out-Effekte. Die überproportionalen Staatsausgaben und/oder die Ausgaben der Rohstoffunternehmen können das Privatkapital (insbesondere aus dem Ausland) verdrängen (Buffie, 1993).

Mit einem weiteren Nachteil des Rohstoffreichtums in den Ländern mit den hohen Inflationsraten hat sich der Verfasser in der vorliegenden Arbeit beschäftigt. Die Zentralbanken solcher Länder werden in ihren Handlungsspielräumen durch die sog. „Unmögliche Pyramide“ eingeschränkt, wenn die Rohstoffeinnahmen zum Großteil ausgegeben werden. Die Rohstoffpreisvolatilität wird durch die Kapitalmarktflüsse verstärkt. Die Finanzmarkt-, Preis- und Wirtschaftsstabilität ist durch den Rohstoffreichtum gefährdet. Ein effektives Rohstoffmanagement und die strikte Einhaltung der Fiskaldisziplin sind für die rohstoffreichen Länder zwingend erforderlich.

Die hier dargelegte Zusammenfassung der positiven und negativen Auswirkungen des Ressourcenreichtums sowie deren Wirkungsmechanismen führen zur Frage des optimalen Rohstoffmanagements. Die positiven Beispiele zeigen, dass die Ressourcen nicht zwingend ein Fluch sein müssen. Die andere Frage lautet, wie soll ein Rohstoffmanagement bewertet werden? Was sind die Ziele des Rohstoffmanagements und die Indikatoren für dessen Bewertung?



## 6.2. Ziele, Kriterien und Indikatoren

Der Verfasser möchte einige Überlegungen, unter anderem zur Frage eines optimalen Rohstoffmanagements, den Indikatoren der Fiskaldisziplin sowie den Mechanismen des Staates zur Ressourcenverteilung und Nutzenmaximierung darlegen.

### 6.2.1. Ziele des Rohstoffmanagements

Das Hauptziel des Rohstoffmanagements sollte in der Sicherstellung der Generationsgerechtigkeit bestehen. D.h. jede Generation soll von den nicht erneuerbaren Ressourcen (direkt oder indirekt) gleich profitieren können. Außerdem soll sichergestellt werden, dass die Generation, die keine Ressourcen mehr hat, nicht schlechter gestellt ist als die Generationen, die von den Ressourcen profitierten. Ein einfacher Ansatz zur Ressourcenverteilung wäre, die Förderquoten pro Zeiteinheit festzulegen (oder die Quoten für die Verwendung der Rohstoffeinnahmen). Das Problem dieses Ansatzes liegt in der Bestimmung der optimalen Höhe der Quoten aus Sicht der Generationsgerechtigkeit. Wie viele Generationen dürfen am Reichtum beteiligt werden? Je größer die Anzahl der Generationen, umso geringer wären die Quoten.

Als weitere Möglichkeit bietet sich der Ansatz der Mindestvorsorge an. Das bedeutet, dass Reserven gebildet werden, die dafür ausreichen sollen, eine rohstoffunabhängige Wirtschaft aufzubauen. Wird die Höhe der Mindestvorsorge erreicht, dürfen die Rohstoffeinnahmen ausgegeben werden. Der Ansatz bietet auf der einen Seite einen gewissen Schutz vor einem Preisabsturz, allerdings löst er auf der anderen Seite die Fragen der Generationsgerechtigkeit und der optimalen Rohstoffverteilung nicht.

Ein optimales Rohstoffmanagement soll auch die Ausgangslage berücksichtigen und ist deshalb von Land zu Land unterschiedlich. Auf einfache Art lässt sich das Problem anhand eines Lotto-Gewinns erklären. Ein Lottogewinn steht für die Rohstoffeinnahmen, die nach einer Entdeckung der Bodenschätze und/oder einem Preisanstieg ohne eine Gegenleistung entstanden sind. Für einen ausgebildeten, gesunden und gut verdienenden Gewinner kann nicht die gleiche Regel wie für einen kranken und unausgebildeten Arbeitslosen gelten. Im ersten Fall wäre möglicherweise das sinnvollste, alles zu sparen, und im zweiten Fall alles (effizient) auszugeben. Allerdings besteht das Problem darin, dass die gut ausgebildete Person das Geld effizienter investieren kann als die zweite. Wäre dann evtl. doch besser, dass die unausgebildete Person den Gewinn lieber seiner nachfolgenden Generation überlässt?

Ein anderes Problem stellt die Volatilität der Rohstoffpreise dar. Das Problem des Rohstoffmanagements entsteht oft erst nach einem unerwarteten und über die Jahre hinweg andauernden Preisanstieg. Das große Problem ist die korrekte Einschätzung der künftigen Preisentwicklung. Nimmt man an, dass sich der Preis mit einem bestimmten positiven Trend entwickelt, dann hätte die gegenwärtige Generation Anspruch auf die höheren Förderquoten. Wird der Preistrend zu optimistisch eingeschätzt, werden die kommenden Generationen benachteiligt.

Ein weiteres Ziel für die Rohstoffmanager bei einer mittelfristigen Preisvolatilität besteht in der Sicherstellung der Finanz- und Wirtschaftsstabilität. Dieses Ziel könnte mit dem Ziel der Generationengerechtigkeit konfrontieren. Wird z.B. von einer zu pessimistischen Preisentwicklung ausgegangen, wird eine zu vorsichtige Ausgabenpolitik geführt und die Chancen für die Investitionen verpasst. Zu expansive Fiskalpolitik dagegen erhöht die Volatilitätsrisiken bei einem Ölpreisverfall.

## 6.2.2. Instrumente des Staates und der Fiskalpolitik

Im Folgenden werden die Instrumente des Staates zur Verfolgung der oben genannten Ziele betrachtet. Der Staat hat dabei drei Aufgaben zu erfüllen: optimal besteuern, effektiv ausgeben sowie sicher einsparen. Zunächst werden die Sparinstrumente des Staates betrachtet. Anschließend werden die zahlreichen staatlichen Umverteilungsmechanismen diskutiert.

### 6.2.2.1. Rohstofffonds und andere Sparinstrumente

Bei der Einsparung der entstandenen Reserven verfügt der Staat über einige Alternativen, die gewissen fiskalpolitischen Spielraum schaffen können. Die erste und einfachste Möglichkeit (besonders wenn es sich dabei um relativ geringe Einnahmen handelt) ist die Deponierung der Überschüsse auf einem Konto des Finanzministeriums (oder des Schatzamtes) bei der Notenbank. Dafür bedürfte es einer einfachen Gesetzregelung über die Pflichtdeponierung aller über- und außerplanmäßigen Steuereinnahmen aus den rohstoffbezogenen Abgaben. Geht es aber um eine relativ große Menge Geld, ist die Bildung einer vom Finanzministerium unabhängigen Institution erforderlich. Die Bildung eines Rohstofffonds ist dabei eine oft empfohlene und die zumeist umgesetzte Lösung. Ende 2009 waren mehr als fünfzig Rohstofffonds (oder SWF – Sovereign Wealth Funds) mit einem Gesamtvermögen von etwa 3.809 Mrd. USD bekannt (swfinstitute.org). Der Großteil (etwa 60%) sind Öl- und Gasfonds. Es gibt aber auch viele Rohstofffonds, die aus rohstoffunabhängigen Quellen entstanden sind. Beispiele dafür sind die SWFs in China (über 900 Mrd. USD) und Singapur (etwa 370 Mrd. USD).

Die Rohstofffonds werden oft in Fremdwährung und außerhalb des Landes gehalten. Die Abgaben können sowohl direkt in der Fremdwährung als auch indirekt in der Heimwährung erhoben werden. Im zweiten Fall sollen die betroffenen Unternehmen zuerst die Deviseneinnahmen in die Heimwährung wechseln und dann die entsprechenden Steuern zahlen. Diese fließen teilweise in den Fonds, in welchem sie wiederum in die Fremdwährung umgetauscht werden. Die Rohstoffunternehmen können auch gesetzlich verpflichtet sein, die Devisen zu einem von der Notenbank genannten Wechselkurs zu wechseln (sog. Devisenbewirtschaftungen). In diesem Fall hätte dieser Wechsel keine Auswirkung auf den Marktwechselkurs.

Das Management des Fonds kann unterschiedlich gestaltet werden. Oft werden die Notenbanken aufgrund der bestehenden Erfahrungen mit den Währungsreserven dazu beauftragt, die Fondsmittel anhand von vorgegebenen Kriterien zu verwalten. Es können auch mehrere Fonds mit unterschiedlichen Zielen und Investitionsstrategien gebildet werden. Zu unterscheiden ist jedoch, ob die Investitionen in Heim- oder Fremdwährung getätigt werden. Eine Investition in Heimwährung oder die Deponierung der Mittel in den inländischen Banken (das kann am Beispiel Russlands beobachtet werden) soll nicht den Reserven zugeordnet werden.

Bei der Einsparung des Rohstoffreichtums verfügt somit der Staat über mehreren Optionen. Weiterhin werden die umverteilungspolitischen Instrumente des Staates analysiert. Die Windfall-Profiten der Rohstoffunternehmen können und sollen über Sonderabgaben besteuert werden.

### 6.2.2.2. *Instrumente des Staates zur Umverteilung der Rohstoffeinnahmen*

Die Bestimmung der Höhe der Besteuerung der Rohstoffunternehmen ist für das Finanzministerium eine Herausforderung. Einerseits soll vom Staat die Maximierung der Steuerabgaben angestrebt werden, da es sich um die nicht erneuerbaren Bodenressourcen der Gesellschaft handelt. Haben die gestiegenen Ölpreise die überplanmäßigen Profite der Rohstoffunternehmen verursacht, ist der Staat aus oben genannten Gründen verpflichtet, diese Windfall-Einnahmen mit Sonderabgaben zu belasten. Andererseits darf die Wettbewerbsfähigkeit der Rohstoffunternehmen nicht beeinträchtigt werden. Ist die Besteuerung deutlich höher als im Ausland, können die Unternehmen nur die kurzfristigen Gewinnmaximierungsziele verfolgen und langfristig die Marktanteile verlieren.

Die Steuersätze und –mechanismen sollen von den Förderungsbedingungen abhängig sein. Unterschiede gibt es zwischen der Förderung der Rohstoffe in einer Wüste auf der Bodenoberfläche und tiefen Bohrarbeiten unter sehr niedrigen Temperaturen. Die Besteuerung der Rohstoffunternehmen ist demnach ein komplexes Gebiet. Die Unternehmen nutzen diese Komplexität gerne aus, um ihre Positionen, welche sie mit starken Lobbyverbänden vertreten, durchzusetzen. Zu den typischen Steuerinstrumenten der Fiskalpolitik zählen die Rohstofffördersteuer, die Sonderabgabe auf Export von Rohstoffen oder ein vom Ölpreis abhängiger Steuersatz.

Neben den Besteuerungsinstrumenten verfügt der Staat über weitere Instrumente. Von entscheidender Bedeutung ist hierbei die Frage, ob die Bodenressourcen (oder der „Boden“) und die Förderungsunternehmen im privaten oder im staatlichen Besitz stehen. Hat der Staat alleine das Recht auf alle Bodenressourcen des Landes, so besteht die Möglichkeit, über die Verteilung von Förderungslizenzen oder –quoten die Allokationsstrategie im wesentlichen Teil zu bestimmen. Werden die Förderrechte ausschließlich an die staatlichen Unternehmen vergeben, dann verfügt der Staat über noch weiteren Spielraum. Auf der unternehmerischen Ebene hat der Staat mehr Flexibilität durch solche Instrumente, wie Fördermengen, Absatz- und Preismanagement, Verkauf und Einsparen der Deviseneinnahmen und Investitionspolitik (inkl. Sponsoring).

Mit Hilfe der staatlichen Banken, die von den Rohstoffeinnahmen besonders profitieren, verfügt der Staat über ein zusätzliches quasi-fiskalisches Instrument. Über die Förderdarlehen, Staatsgarantien oder direkte Subventionen besteht beispielsweise die Möglichkeit, die ausgewählten Branchen des T-Sektors finanziell zu unterstützen. Die Staatsbanken können somit die Rolle der fiskalischen Agenten oder versteckten Nebenhaushalte erfüllen.

Ein weiterer und sehr wichtiger Bereich ist die Lohnregulierung. Im Fall der staatlichen Unternehmen könnten direkte Mechanismen angewendet werden (wie z.B. die Ankopplung der Gehälter an den Durchschnittslohn). In den privaten Unternehmen könnte die Abbremsung der überproportionalen Lohnsteigerung mittels Besteuerungsinstrumenten erfolgen.

Die Außenhandelspolitik wäre ein weiteres Feld der Gegenmaßnahmen. Eine Erhöhung der Einfuhrzölle würde die durch die Währungsaufwertung verursachte Importpenetration

bremsen. Hier könnte der Staat jedoch durch die unterschriebenen internationalen Handelsabkommen eingeschränkt sein.

Ein großer Spielraum des Staates zum Rohstoffmanagement hat den Nachteil, dass die öffentliche Kontrolle erschwert wird. Für die Erreichung der oben genannten Ziele stellt die Fiskaldisziplin den Schlüssel zum Erfolg dar. Für die öffentliche Kontrolle der Fiskaldisziplin und des Rohstoffmanagements sind daher relativ einfache Indikatoren erforderlich.

#### 6.2.4. Indikatoren zur Fiskaldisziplin und Bewertung des Ressourcen-Effektes

Als Hauptindikator der fiskalischen Disziplin gilt die sog. bereinigte Staatshaushaltsbilanz (oft in der Literatur non-oil-balance genannt). Dafür wird die Haushaltsbilanz um die Rohstoffeinnahmen bereinigt. Die bereinigte Haushaltsbilanz soll sich von der Rohstoffpreisentwicklung unabhängig entwickeln, während die (normale) Haushaltsbilanz bei steigenden Ölpreisen in der Regel zunehmen soll. Dieser Indikator zeigt den Betrag der Rohstoffeinnahmen des Staates, der zur Deckung des Haushaltsdefizites verwendet wird. Zeigt die bereinigte Haushaltsbilanz eine Tendenz zu Verschlechterung, ist dies als Warnsignal zu werten.

Wird die bereinigte Haushaltsbilanz im Verhältnis zum BIP betrachtet, soll idealerweise das BIP ebenfalls um den Faktor Rohstoff bereinigt werden. Als ein repräsentativer Indikator der fiskalischen Disziplin gilt daher die Relation der bereinigten Haushaltsbilanz zum bereinigten BIP<sup>78</sup>.

Ein weiterer Indikator ist ein Break-Even-Preis (BEP). Das ist der Preis für den Rohstoff (z.B. Erdöl), bei welchem gemäß dem laufenden Ausgabenplan kein Haushaltsüberschuss entstanden wäre. Der Hauptvorteil dieses Indikators liegt in seiner Einfachheit. Die Abweichungen des BEPs von dem tatsächlichen und erwarteten Rohstoffpreis lassen sich für jeden täglich überwachen. Sinkt der tatsächliche Preis unterhalb des BEPs wäre ein Haushaltsdefizit zu erwarten. Beim Anstieg des tatsächlichen Preises über dem BEP wären die Verantwortlichen dem erhöhten öffentlichen Druck ausgesetzt, die Haushaltsüberschüsse auszugeben.

Als ein anderer Indikator könnte dazu die bereinigte Haushaltsbilanz in Relation zu den bekannten Bodenschätzen dienen. Diese Relation zeigt, wie viele Jahre unter bestimmten Preisannahmen das aktuelle Haushaltsdefizit durch die Ressourcen finanziert werden kann. In den Ländern, in welchen die Rohstoffvorkommen für mehr als 50 Jahre ausreichen (wie Kuwait z.B.), haben die fiskalpolitischen Träger mehr Zeit und Spielraum zur Verfügung.

Im Vergleich zu den Bodenressourcen (die gefördert und verkauft werden müssen) stellen die Reserven (u.a. in den Rohstofffonds) die hochliquiden Mittel dar<sup>79</sup>. Die Relation der bereinigten Haushaltsbilanz zu den Reserven gibt an, für wie viele Jahre diese Reserven das Haushaltsdefizit finanzieren könnten. Eine relativ große Relation (1:25 wie in Norwegen z.B.) gibt eine bestimmte Zuversicht in Bezug auf Stabilität der öffentlichen Finanzen.

---

<sup>78</sup> Bei der empirischen Ermittlung dieses Indikators können einige Probleme auftreten. Die indirekten Steuereinnahmen aus dem Faktor Rohstoff (Einkommens-, Gewinn- und Mehrwertsteuer) können nur geschätzt werden. Werden die Rohstoffunternehmen als Nebenhaushalte des Staates benutzt, sollten deren Einnahmen und Ausgaben zum Bundeshaushalt zugerechnet werden. Bei der Missachtung dieser und anderer Aspekte könnte die Rohstoffabhängigkeit unterschätzt werden.

<sup>79</sup> Als Reserven sind in der empirischen Ermittlung neben den Mittel des Rohstofffonds die Nettoforderungen des Staates gegenüber der Notenbank in Fremdwährung zu erfassen.

Ein weiterer empirischer Indikator ist die bereinigte Leistungs- bzw. Handelsbilanz des Landes<sup>80</sup>. Die Entwicklung dieses Indikators kann einen Hinweis darauf liefern, wie sich die Rohstoffabhängigkeit des Landes verändert. Liegt dieser Indikator in einem stark negativen Bereich, wäre dies als eine Gefahr für die Wechselkursstabilität zu deuten. Zu den weiteren Indikatoren zählen u.a. der Anteil der importierten Güter auf dem heimischen Konsummarkt und die Lohnentwicklungsunterschiede in den einzelnen R-, NT- und T-Sektoren.

Die oben betrachteten Indikatoren dienen dazu, die Fiskaldisziplin und das Rohstoffmanagement eines rohstoffreichen Landes zu analysieren, zu überwachen und eventuell zu kontrollieren. Anhand dieser Indikatoren können auch die Fiskalregeln gebildet werden.

---

<sup>80</sup> Hier sind die ähnlichen Aspekte bei der empirischen Ermittlung dieses Indikators zu berücksichtigen, wie bei der Berechnung der bereinigten Haushaltsbilanz. Die Vernachlässigung der indirekten rohstoffabhängigen Exporteinnahmen könnte die Lage beschönigen.

#### 6.2.6. Möglichkeiten zur Bildung von Fiskalregeln

Anhand der oben gebildeten Indikatoren wird geprüft, ob daraus effektive Fiskalregeln gebildet werden können. Das Ziel der Regelbildung ist die Fiskaldisziplin. Das heißt, sie soll die Möglichkeiten der aktuellen Regierung, auf die Rohstoffeinnahmen zuzugreifen, möglichst einschränken.

Eine Möglichkeit wäre die gesetzliche Limitierung der Relation des bereinigten Haushaltsdefizites zum bereinigten BIP (wurde in Russland angewendet). Dies könnte eventuell den gewünschten Effekt bringen (nämlich den Handlungsspielraum einzuschränken und zum sparsameren Umgang mit den öffentlichen Finanzen zu zwingen), hat aber zwei Problembereiche. Das erste Problem ist die statistische Berechnung der bereinigten Haushaltsbilanz und insbesondere des bereinigten BIPs. Der Staat würde über einen ausreichenden Spielraum verfügen, die Regeln zu umgehen (z.B. über staatliche Unternehmen und Banken). Das zweite Problem ist die fehlende theoretische oder empirische Begründung für eine Obergrenze. Außerdem wäre das Ziel der Generationengerechtigkeit dadurch vernachlässigt.

Ein anderer Ansatz ist die Festlegung des Break-Even-Preises (war der erste Ansatz in Russland). Diese Regel ist einfach zu verstehen und der Öffentlichkeit klar zu kommunizieren. Der Auftrag an die Regierung lautet dabei, die Fiskalpolitik so zu führen, sodass der Rohstoffpreis auf einem konstanten Niveau des BEPs wäre. Die Überschüsse werden automatisch eingespart. Das Finanzministerium hätte auf diese Mittel keinen Zugriff. Als BEP könnte man z.B. den niedrigsten Preis der letzten fünf oder zehn Jahre auswählen. Je nach Höhe des festgelegten BEPs wäre das Ziel der Sicherstellung der Finanz- und Wirtschaftsstabilität erfüllt. Das Ziel der Generationengerechtigkeit steht hier nicht zwingend im Vordergrund.

Eine andere Alternative wäre die Beschränkung des bereinigten Haushaltsdefizites im Verhältnis zu den Rohstoffvorkommen. Der Wert der Rohstoffvorkommen muss zu einem festen relativ konservativen Rohstoffpreis berechnet werden. Hinter dieser Regelung steht eine einfache Botschaft an die Öffentlichkeit, für wie viele Jahre die Rohstoffvorkommen bei einem Worst-Case Szenario ausreichen könnten, um das Haushaltsdefizit der gegenwärtigen Größe zu finanzieren. Die Entdeckung von neuen Rohstoffquellen erhöht den ausgabenpolitischen Spielraum. Mit der jährlichen Abschöpfung der Rohstoffe wäre jedoch das Finanzministerium zur Konsolidierung gezwungen. Der Vorteil dieser Regelung ist die Berücksichtigung des Ressourcenreichtums. Für ein kleines rohstoffreiches Land (wie Kuwait z.B.) wären die Fiskalregeln von oben aufgrund enormer Größe der Ressourcen pro Kopf nicht zweckgemäß. Der Nachteil ist die Missachtung der gebildeten Geldreserven.

Die Beschränkung des bereinigten Haushaltsdefizites in der Relation zu den Reserven (wird in Norwegen praktiziert) ist eine andere Alternative. Diese Größe zeigt, wie viele Jahre ein Haushaltsdefizit ohne Rohstoffeinnahmen über die Reserven finanziert werden könnte. Damit wäre eine Vorsorge für die „Zeit nach den Rohstoffen“ gesichert. Die Vorteile sind die Einfachheit und die Flexibilität für das Finanzministerium. So könnte auf die Reserven zwar zugegriffen werden, dies wäre aber mit engeren Spielräumen in den darauf folgenden Jahren verbunden. Nach der Ausschöpfung der Bodenressourcen wäre das Finanzministerium auch



hier gezwungen, den Haushalt jährlich zu konsolidieren. Ein weiterer Vorteil hier ist der Anreiz des Finanzministeriums zur Reservebildung, und damit zur Sparsamkeit und optimalen Besteuerung. Der Nachteil besteht darin, dass mit der rohstoffpreisbedingten Zunahme von Reservemitteln die Spielräume der Fiskalpolitik immer weiter vergrößert werden. Das wäre nicht im Sinne einer Finanzdisziplin.

Eine weitere Alternative zu einer Fiskalregelung wäre die Kombination aus letztgenannten zwei Regeln. Das heißt, die Beschränkung des bereinigten Haushaltsdefizites in Relation zur Summe der Rohstoffvorkommen und gebildeten Reserven. Dadurch wären sowohl die Bodenressourcen als auch die gebildeten Reserven berücksichtigt. Der Nachteil dieses Ansatzes ist die relative Komplexität. Der Wert der Bodenressourcen soll zu einem konservativen Preis geschätzt werden. Im zweiten Schritt soll eine Einschätzung der Beförderungskosten und daraus ableitend die Schätzung des Steueraufkommens des Staates erfolgen. Dieser Betrag plus die gebildeten Reserven im Verhältnis zum bereinigten Haushaltsdefizit wäre ein Indikator der Zukunftsvorsorge und ein Steuerungsinstrument im Sinne der Generationengerechtigkeit. Das Ziel der Sicherstellung der Finanzstabilität wäre ähnlich wie oben nicht erfüllt.

Es ist festzustellen, dass für die Erreichung der beiden Ziele des Rohstoffmanagements, nämlich die Generationengerechtigkeit und die Fiskaldisziplin, der Einsatz von zwei Fiskalregeln erforderlich ist. Eine Regel könnte auf einer Beschränkung des bereinigten Haushaltsdefizites in Relation zur Summe der Rohstoffvorkommen und gebildeten Reserven aufgebaut werden. Der zweite Ansatz wäre die Festlegung eines BEPs.

### 6.3. Erfahrungen Norwegens mit dem Rohstoffmanagement

Norwegen gehört zu den größten Energieexporteuren der Welt und verfügt über langjährige Erfahrung mit dem Rohstoffmanagement. Allgemein gilt, dass Norwegen gegen den Ressourcenfluch und die Holländische Krankheit die besten Schutzmaßnahmen vorgenommen hat und diese Erfahrung als ein Rezept betrachtet werden könnte (Gylfason, 2006; Larsen, 2004; Magud et al., 2010; Sturm et al., 2009).

Die Erfahrungen Norwegens lassen sich anhand von zwei Zeitperioden betrachten, in welchen auf eine dauerhafte und vielversprechende Preiserhöhungsphase ein Preisabsturz gefolgt ist. Zunächst wird die Zeit zwischen 1978 und 1990 beschrieben. In dieser Phase stieg der Ölpreis infolge des ersten Golfkrieges stark an und kehrte Anfang 1986 ebenso schnell zu seinem Status-quo zurück. Der zweite Zeitraum umfasst die Jahre zwischen 1990 und 2008. Der Hauptfokus liegt dabei auf der Wirtschaftsentwicklung im neuen Jahrtausend, in welcher der Erdölpreis die Marke 140 USD/Barrel im Juli 2008 erreichte und stark abstürzte. In den 90-er Jahren waren Ölpreisschocks (sowie positive 1990, als auch negative 1998) ebenso zu beobachten. Sie werden aber hier nicht thematisiert, da ihre Dauer eher kurzfristig war.

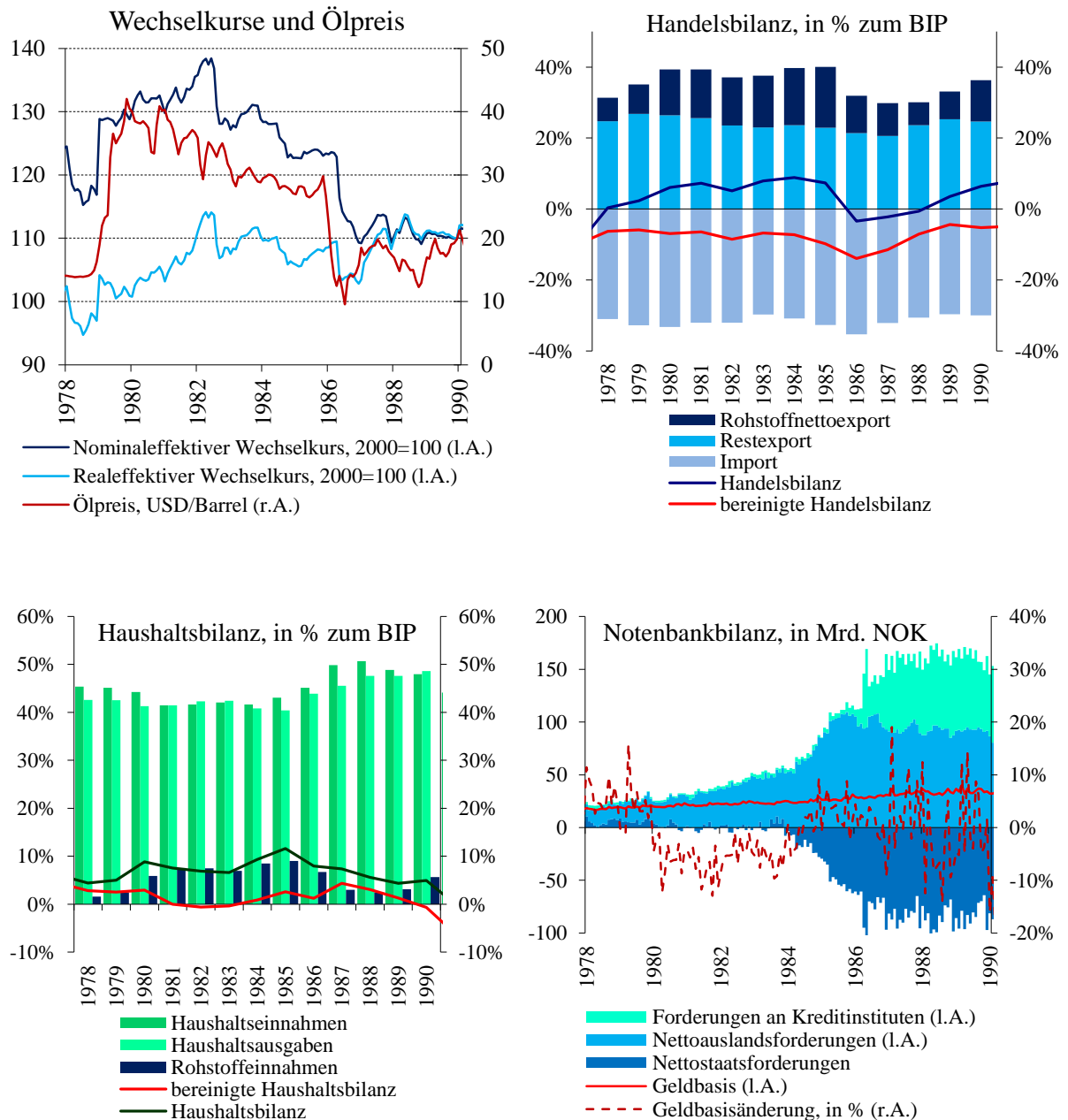
#### 6.3.1. Erste Erfahrungen mit dem Ölpreisschock 1979-1986

Trotz des Ölpreisschocks in den Jahren 1979-86 wird oft in der Literatur behauptet, dass Norwegen von der Holländischen Krankheit oder dem Ressourcenfluch nicht stark und nachhaltig betroffen gewesen sei oder sogar vom Ressourcenreichtum profitiert habe. So hat Bjornland (1998) die positiven Auswirkungen der hohen Energiepreise, besonders für die verarbeitende Industrie, herausgestellt. Obwohl keine Symptome der Holländischen Krankheit gefunden wurden, behauptete er, dass die leichte Wirtschaftsrezession in Norwegen und die dadurch erschwerten Wettbewerbsbedingungen für die Inlandsindustrie im Jahr 1988 die Anfälligkeit der norwegischen Wirtschaft für Ölpreisänderungen demonstriert hätten.

Eika und Magnusen (2000) haben die Effekte des Ölpreisschocks 1979-86 auf Norwegen anhand zweier makroökonomischer Modelle untersucht. Sie sind zum Schluss gekommen, dass die negativen Auswirkungen durch die expansive, aber vorsichtige Fiskalpolitik kompensiert worden wären. Die fiskalpolitische Disziplin ist auch nach Meinung von Gylfason (2006) das wichtigste Erfolgsrezept Norwegens gewesen. Er behauptete, dass es der norwegischen Regierung gelungen sei, etwa 80% der Rohstoffeinnahmen einzusparen. Eine zusammenfassende Antwort zur Frage, wie Norwegen die holländische Krankheit vermeiden konnte, wurde in der Arbeit von Larsen (2004) anhand der wichtigsten Politikmaßnahmen gegeben. Darunter sind die Einführung des zentralisierten Lohnverhandlungssystems, die fiskalische Disziplin, die antizyklische Wirtschaftspolitik sowie die Investitionen in die Bildung und Forschung zu finden. Hutchison (1994) hat mittels ökonomischer Methoden eine negative Auswirkung des Energiesektors auf die inländische verarbeitende Industrie festgestellt. Dabei wurde aber betont, dass ohne die Maßnahmen des Staates gegen die Deindustrialisierung größere negative Folgen hätten entstehen können. Brunstad und Dyrstadt (1997) haben den „Ressource-Movement-Effekt“ im Norwegen ebenfalls nachgewiesen. Unter anderem wurden in den dem Energiesektor nahe liegenden Regionen und Branchen in den Jahren 1971 bis 1982 Gehaltserhöhungen empirisch festgestellt.

Nun präsentiert der Verfasser eine eigene kurze Analyse ähnlich dem Analysemuster, welches im Fall Russlands angewendet wurde. Der Ölpreisanstieg im Jahr 1979 (von ca. 14 USD/Barrel auf 38 USD/Barrel) war anfangs von einer ähnlichen Entwicklung der Indikatoren begleitet wie im Fall Russlands beobachtet. Die Währung wertete auf, was sich in der Entwicklung der nominal- und realeffektiven Wechselkurse reflektierte (Abbildung 44). Die Geldbasisbildung beschleunigte sich. Die Inflationsrate stieg in den zweistelligen Bereich an. Die Rohstoffeinnahmen verbesserten die Handels- und Staatshaushaltbilanzen spürbar.

Abbildung 44. Rohstoffmanagement im Norwegen (1978-1990)



Quellen: Eigene Darstellung; Zentralbank Norwegen, Statistikamt Norwegen, IFS

Nach seinem Anstieg Ende 1970-er Jahre verlief der Ölpreis bis 1986 mit einer rückläufigen Tendenz. Die Überschussliquidität konnte absorbiert werden. Unterstützend half die Sparpolitik des Staates. Die bereinigte Haushaltsbilanz verlief im positiven Bereich. Ab dem Jahr 1984 nahmen die Verbindlichkeiten der Notenbank gegenüber dem Fiskus einerseits und die Währungsreserven andererseits rasch zu. Der NEWK wertete leicht ab, während der REWK auf etwa konstantem Niveau gehalten werden konnte.

Der kräftige Ölpreisverfall (auf Status-quo) im Jahr 1986 hatte direkten Auswirkungen auf die Handelsbilanz und den Wechselkurs. Die Handelsbilanz änderte sich von einem Überschuss von 7,5% zum BIP (1985) auf ein Defizit von -3,5% (1986). Der NEWK wertete um 11,4% ab.

Insgesamt erhöhte sich der REWK in den sechs Jahren von 1979 bis 1985 um 12%. Diese Aufwertung hat die Wirtschaft weitgehend gut verkraftet, da die bereinigte Handelsbilanz in einem defizitären Bereich zwischen -6% und -10% zum BIP relativ stabil verlief. Die bereinigte Staatshaushaltsbilanz verschlechterte sich zwar leicht, verlief aber im positiven Bereich und verbesserte sich ab dem Jahr 1984 wieder.

Interessant ist die Entwicklung der Indikatoren in den folgenden Jahren. In den drei folgenden Jahren verbesserte sich die Handelsbilanz relativ schnell. Die rohstoffbereinigten Einnahmen des Staates nahmen zu. Das eingesparte Geld bei der Notenbank blieb unberührt. Nach dem Ölpreisverfall und dem Rückgang der Rohstoffeinnahmen gingen die Devisenankäufe der Notenbank deutlich zurück, die auch als eine Liquiditätsquelle für die Banken galten. Um die entstandene Liquiditätslücke zu schließen, aktivierte die Notenbank die geldpolitischen Instrumente und versorgte den Finanzsektor mit Liquidität.

Es ist also festzustellen, dass Norwegen vom temporären Rohstoffreichtum nicht negativ betroffen war. Kurzfristig waren zwar einige „Krankheitssymptome“ zu beobachten. Diese hatten jedoch keine nachhaltigen negativen Folgen. Eine besondere Rolle hat die vorsichtige und kluge Fiskalpolitik gespielt. Der Anstieg der Staatsabgabenquote nach 1986 ist ein Indiz dafür, dass mit den Windfall-Profiten sparsam umgegangen wurde. Bis auf das Jahr 1988 demonstrierte die Wirtschaft stets positive Realwachstumsraten. Dank eigener Erfahrung war Norwegen auf den nächsten deutlich stärkeren Ölpreiszyklus besser vorbereitet und verfügte schon über die notwendigen Mechanismen, um der „Holländischen Krankheit“ gegenüber immun zu bleiben.

### 6.3.3. Gute Immunität gegen die Ölpreisschocks (1990-2008)

Der zweite Zeitraum umfasst die Jahre zwischen 1990 bis 2008. Die neunziger Jahre waren aus der Sicht der Ölpreisentwicklung relativ uninteressant und eher ungünstig für die Energieexporteure. Abgesehen von einem kurzen Preisschock in der zweiten Hälfte 1990 (infolge des zweiten Golfkrieges), blieb der Preis für Erdöl unter der Marke von 25 USD/Barrel und erreichte 1998 seinen Tiefpunkt von 10 USD/Barrel, nach welchem ein dauerhafter Anstieg bis Juli 2008 folgte.

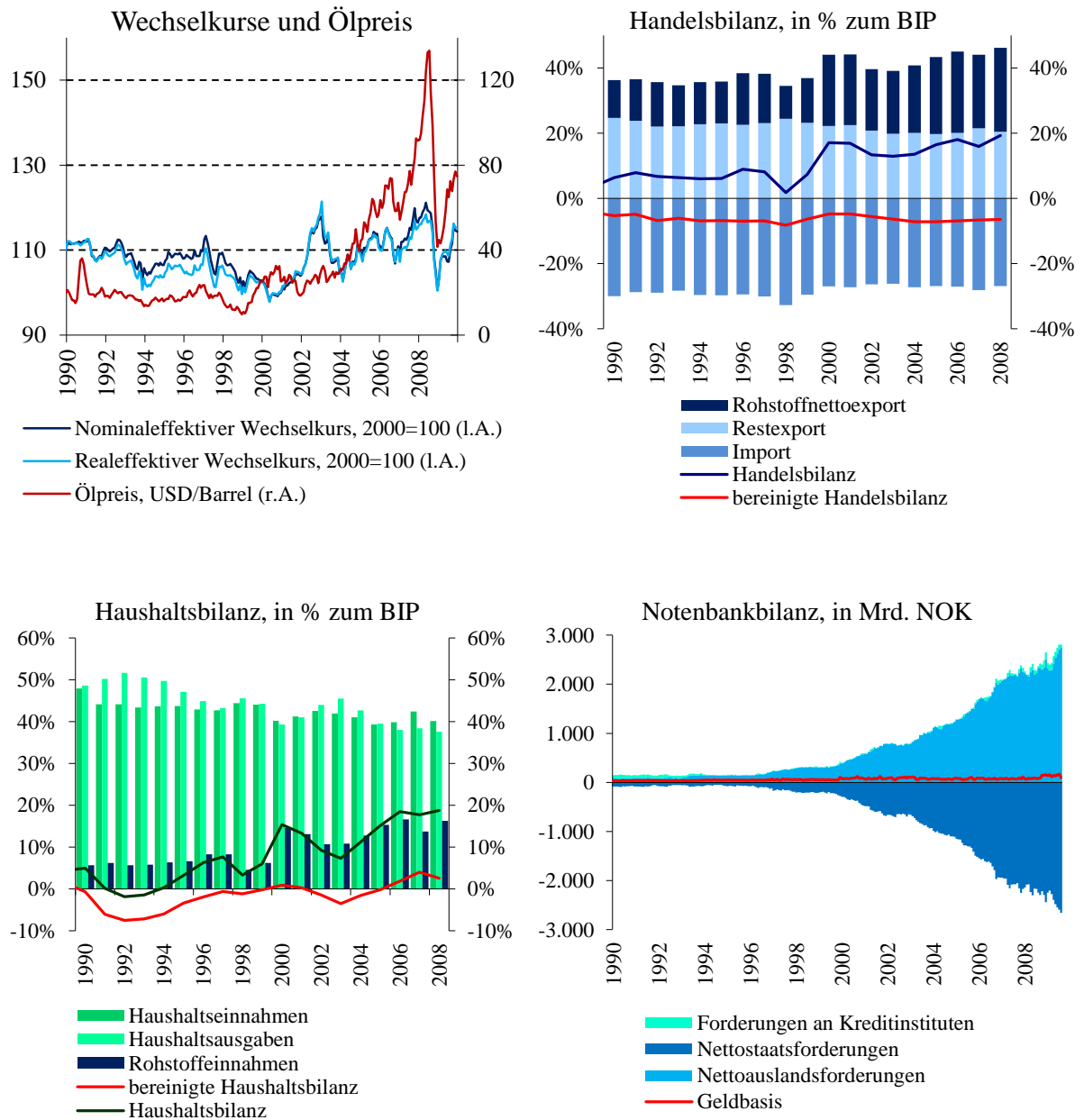
Die norwegische Regierung war auf solche Schwankungen gut vorbereitet. Im Jahr 1990 wurde der Rohstofffonds (Ursprünglich „The Government Petroleum Fund“, später „The Government Pension Fund“) gegründet, der die überschüssige Einnahmen des Staates aus dem Rohstoffsektor transparent akkumulieren sollte. Nach groben Rechnungen des Verfassers hat Norwegen in den Jahren 1991-2008 insgesamt Netto-Einnahmen aus dem Energieexport von über 600 Mrd. USD erhalten. Ungefähr 60% dieses Betrages musste an den Staat in Form von Steuer, Abgaben oder Ausschüttungen der staatlichen Energieunternehmen abgegeben werden. Die restlichen 40% der Rohstoffexporteinnahmen dienten hauptsächlich der Importfinanzierung und erzeugten keinen Devisenüberschuss auf dem Markt. Die Importvolumina nahmen zwar absolut zu. Im Verhältnis zum BIP verlief die Importquote weitgehend stabil (ca. 27%). Das bereinigte Handelsdefizit zum BIP (ca. 4% - 8%) scheint von der Ölpreisdynamik nicht stark beeinflusst worden zu sein. Deutliche Indizien für die Importpenetration sind hier nicht zu erkennen (Abbildung 45).

Mit den Rohstoffeinnahmen ging der Staat sehr vorsichtig um. Der Großteil dieser Abgaben (etwa 50% von 600 Mrd. USD) wurden im Fonds eingespart. Trotz der stark zunehmenden Einnahmen ist die norwegische Regierung nicht in die Versuchung geraten, die Ausgaben zu erweitern. Beziehungsweise waren die Fiskalregeln und deren öffentliche Kontrolle so stark, dass ein Zugriff auf diese Mittel nicht möglich war. Die Ausgabenquote ist in diesen Jahren sogar gesunken (von 50 % auf ca. 38% zum BIP). Die bereinigte Haushaltsbilanz verbesserte sich im Laufe der Jahre von -7,2% zum BIP (1992) auf +4,0% (2007). Ende 2008 hatte der Staat auf seinen Konten bei der Notenbank ca. 386 Mrd. USD (davon ca. 375 Mrd. im Staatsfonds).

So wurde die Notenbank durch die staatliche Sterilisation von der Aufgabe, auf dem Devisenmarkt stark zu intervenieren, befreit. Von den massiven Devisenankäufen der Notenbank wurden ca. 97% durch die fiskalpolitischen Mechanismen neutralisiert. Das Volumen der notenbankeigenen Währungsreserven (ohne Rohstofffonds) hat in dem genannten Zeitraum nur um ca. 15 Mrd. USD zugenommen. Die Geldbasis nahm nur um ca. 20 Mrd. USD zu. Die Notenbank konnte somit die Kontrolle über die Geldaggregate und Inlandszinsen ausüben und somit die Preisstabilität sichern. Die Entwicklung der Wechselkurse zeigt eine gewisse Korrelation mit der Ölpreisentwicklung. So werteten die NEWK und REWK nach dem Ölpreisverfall im Jahr 2008 um knapp 20% ab. Grundsätzlich verlief aber der REWK im Laufe der Jahre mit Schwankungen von +/-10% stabil. Auch hier sind keine Zeichen der realen Aufwertung zu sehen.

Zusammenfassend ist auf Basis der oben durchgeführten Kurzanalyse festzustellen, dass im Fall Norwegens keines von den drei oben erwähnten Symptomen der „Holländische Krankheit“ (Wechselkursaufwertung, Importpenetration, hohe Volatilität der Staatshaushalte) zu beobachten war. Der Schlüssel zum Erfolg liegt nach Meinung des Verfassers in der antizyklischen Haushaltspolitik. Sie hat die Gesamtnachfrage stabilisiert sowie das Inlands- und Auslandsgleichgewicht gesichert.

Abbildung 45. Rohstoffmanagement in Norwegen (1991-2008)



Quellen: Eigene Darstellung; Zentralbank Norwegen, Statistikamt Norwegen, IFS

Ähnliche Ergebnisse haben auch die anderen Studien ergeben, die allerdings bei der detaillierteren Untersuchung einige Symptome der „Holländischen Krankheit“ feststellten. Holmoy und Heide (2005) haben eine überproportionale Realloohnerhöhung in den Jahren 1998-2003 nachgewiesen. Anhand des Simulationsmodells wurde eine Gefahr festgestellt, dass die Beschäftigung in der verarbeitenden Industrie beim bestehenden Trend in den folgenden 20 Jahren um 50 % zurückgehen könnte.

Die OECD (2007) vermutete wie Holmoy und Heide, dass die Realloohnerhöhung nicht vollständig der Produktivität zuzurechnen sei. Dabei wird die besondere Rolle der Fiskalpolitik im Schutz gegen die „Holländische Krankheit“ unterstrichen. Darunter wird das zentralisierte Lohnkoordinationssystem gelobt, das den Ressourceneffekt limitiert habe. Einige negative Entwicklungen und Gefahren wurden dabei genannt. Die weiteren Maßnahmen zur Einsparung und Beschäftigungserhöhung werden ausdrücklich empfohlen.

#### 6.3.4. Unterscheidende Faktoren in Norwegen und Russland

Von entscheidender Bedeutung im Rahmen dieser Arbeit ist die Frage, inwiefern die Erfahrung Norwegens in Russland zur Anwendung kommen könnte. Konkret soll berücksichtigt werden, dass die Ausgangslagen (vor dem Eintreffen des Schocks) in Norwegen und in Russland stark unterschiedlich waren (s. Kapitel 1). Es werden die vier wichtigsten Aspekte erläutert, die bei der „Krankheitsbehandlung“ (oder den Vorsorgemaßnahmen) in Russland nach dem „norwegischen Rezept“ von großer Bedeutung sein sollen.

Erstens gilt es die Wirtschaftsstruktur zu vergleichen. Bereits 1970 war in Norwegen die Dienstleistungs- und rohstoffunabhängige Industrie gut entwickelt (Fuhrmann et al., 2008). Im Vergleich dazu hatte Russland mit zahlreichen strukturellen Problemen zu kämpfen, die staatliche Investitionen erforderten. Nach dem Zusammenbruch des planwirtschaftlichen Systems und nach der Krise 1998 diente die Rohstoffindustrie als Lokomotive für die ganze Wirtschaft. Daher war die Rolle des Rohstoffsektors in der Wirtschaft Russlands wesentlich höher als in Norwegen anzusehen.

Zweitens verfügte Norwegen über eigene Erfahrungen in den 70-er und 80-er Jahren. Daher konnte die öffentliche Kommunikation zur Notwendigkeit der fiskalischen Disziplin und der Sparsamkeit einfacher erfolgen als in Russland. Zwar war auch in Norwegen der politische Druck zur Ausgabenerweiterung vorhanden, vermutlich ist es dank der entwickelten demokratischen Institutionen gelungen, die Einführung und die Einhaltung der die Ausgaben bremsenden Fiskalregelungen durchzusetzen<sup>81</sup>. So wurde 2001 die Fiskalregel verabschiedet, dass in einem Jahr nicht mehr als 4% der Fondsmittel ausgegeben werden dürfen (Finanzministerium, Norwegen, 2001). Obwohl es in Russland eine Diskussion über die Gefahren des Ressourcenreichtums zumindest auf der akademischen Ebene gab, war die entsprechende Akzeptanz dieser Gefahren von den politischen Parteien und von der Gesellschaft nicht zu erkennen.

Drittens sorgte die hohe Dollarisierungsrate in Russland dafür, dass die Rolle des Wechselkurses für die Stabilitätspolitik viel höher war als in Norwegen. Bei einem Mangel an marktwirtschaftlichen Instrumenten diente die Wechselkurssteuerung als ein Anker für die Geldpolitik. Mit einem freien Wechselkurssystem hatte Russland keine Erfahrungen.

Der vierte und wichtigste Unterschied ist die hohe Inflationsrate in der Ausgangslage. Das Preisniveau in Norwegen war von dem in den Nachbarländern nicht stark abweichend (IFS-Datenbank). Daraus resultierte die relativ geringe Differenz in den Nominalzinsen. Das Zinsniveau in Norwegen war für den Kapitalmarkt im Vergleich zu den Wechselkursänderungsrisiken von +/- 10% zu gering. Im Gegensatz dazu waren in Russland hohe Nominalzinsen notwendig, um die Inflation zu senken. Die Wechselkursvolatilität war dank der Steuerung durch die ZBR relativ gering. Der mittelfristige Trend des Wechselkurses (meistens Aufwertungs-trend) war vorhersehbar. Das hohe Zinsniveau und der aufwertende Wechselkurs waren für den spekulativen Kapitalmarkt attraktiv. Die ZBR war mit dem Problem des „Unmöglichen Dreiecks“ konfrontiert. Norwegen war anscheinend mit diesem

---

81 So Gylfason (2006): „Norway’s tradition of democracy since long before the advent of oil has probably helped immunize the country from the ailments that inflict most other oil-rich nations”.



Dilemma nicht so stark beschäftigt, da die Inflationsrate meistens nicht höher als in den Partnerländern war.

Zusammenfassend ist folgendes zu den Erfahrungen Norwegens mit dem Rohstoffmanagement festzustellen: Der Schlüssel zum Erfolg lag im Fall Norwegen in der hohen (97 %-igen) Neutralisierungsrate der Devisenmarktinterventionen durch die fiskalpolitischen Mechanismen. Dank der gut entwickelten institutionellen Faktoren konnten effektive Fiskalregeln eingeführt und eingehalten werden. Der Verfasser bezweifelt sehr stark, dass bei höheren Ausgaben der Rohstoffeinnahmen durch den Staat die Notenbank Norwegens mit dem Problem ähnlich gut hätte umgehen können.

Die Analyse der norwegischen Erfahrung liefert wertvolle Informationen zum Verständnis und zur Behandlung (und Vorsorge vor) der „Holländischen Krankheit“. Im Vergleich zu Norwegen stellt Russland allerdings einen viel komplizierteren Fall dar. Erstens stellt die höhere Inflationsrate Russland in eine deutlich schlechtere Ausgangslage. Zweitens wäre in Russland eine so hohe Sparquote angesichts des großen Investitionsbedarfs kaum vorstellbar. Sie wäre nicht gerecht und der Öffentlichkeit nicht kommunizierbar. Drittens wäre die politische und institutionelle Struktur in Russland nicht ausreichend, um die Einhaltung von Fiskalregeln kontrollieren zu können.

#### 6.4. Fazit zum Kapitel 6

In diesem Kapitel wurden die positiven und negativen Auswirkungen des Ressourcenreichtums dargestellt. Trotz vieler positiver Aspekte sind in der bisherigen Literatur viele empirische Nachweise für den sog. Ressourcenfluch festgestellt worden. Die Holländische Krankheit gehört zu der bekanntesten Form des Ressourcenfluchs. Sie wirkt über verschiedene Kanäle und äußert sich in der Realwährungsaufwertung, den zunehmenden Lohnungleichgewichten und steigender Importpenetration. Die hohe Volatilität der Rohstoffeinnahmen hat außerdem starke negative Auswirkungen auf die Wirtschaft. Darüber hinaus wurden die politökonomischen Erklärungsansätze für die Benachteiligung durch den Rohstoffreichtum vorgestellt.

Die positiven Beispiele (wie Norwegen) zeigen jedoch, dass das Problem des Ressourcenfluches lösbar ist. Die Voraussetzung dafür sind die starke Fiskaldisziplin sowie die institutionellen Voraussetzungen zur Kontrolle der Fiskalregeln. In Norwegen wurde auf den Verbrauch des Großteils der Rohstoffeinnahmen verzichtet. Die massiven Devisenankäufe der Notenbank wurden zu 97% durch die Sparmechanismen neutralisiert. Dadurch war die norwegische Notenbank mit der Problematik der Dreieckspyramide nicht konfrontiert. Außerdem hatte Norwegen im Vergleich zu Russland deutlich bessere Voraussetzungen. Aufgrund deutlich geringerer Inflationsraten war das Zinsniveau in Norwegen geringer als in Russland.

Ferner hat der Verfasser eigene Überlegungen geschildert. Der Staat, der über eine große Zahl von fiskalischen und quasifiskalischen Umverteilungsinstrumenten verfügt, ist der Hauptträger der generationsgerechten Allokationspolitik. Die Sicherstellung der Finanzmarkt- und Wirtschaftsstabilität soll als ein mittelfristiges Ziel der Fiskalregeln definiert werden. Anhand der Indikatoren zur Überwachung der Fiskaldisziplin wurden diverse Alternativen zu den Fiskalregeln dargestellt. Als beste nach Meinung des Verfassers erwies sich die Kombination aus zwei Fiskalregeln.

Zwecks der Sicherstellung der mittelfristigen Finanz- und Wirtschaftsstabilität soll die Fiskalregel mit BEP-Festlegung angewendet werden. Der Ansatz mit dem BEP stellt sicher, dass die Ausgabenpolitik des Staates unabhängig von den Rohstoffpreisschwankungen geführt wird.

Im Sinne der langfristigen Generationengerechtigkeit soll die zweite Fiskalregel implementiert werden: eine Beschränkung des bereinigten Haushaltsdefizites in Relation zu der Summe der bekannten und konservativ berechneten Rohstoffvorkommen und der gebildeten Reserven. Der Hauptvorteil bei dieser Regelung ist die Berücksichtigung der vorhandenen Bodenressourcen und bestehenden Geldreserven. Ein Anstieg der Rohstoffpreise erweitert die Möglichkeiten des Staates in der Zukunft, während einer Rohstoffpreiskrise auf die gesparten Mittel zu zugreifen.

Dadurch werden die Aufrufe einiger Autoren zur Sparpolitik in Frage gestellt. Unter anderem lautet die Frage, ob es immer noch sinnvoll wäre, weiterhin zu sparen, selbst wenn das Land durch seine Reserven für die nächsten 100 Jahre finanziell abgesichert wäre? Dabei wird noch nicht berücksichtigt, dass das Einsparen nicht risikofrei ist. Entscheidend ist daher die

Gegenüberstellung der Renditen des Sparens nach Abzug der Risikovorsorgekosten und der Renditen aus den inländischen Investitionen dieser Mittel nach Abzug aller entstehenden Kosten.

Aufgrund der hohen Komplexität dieser Fragen macht ein effektives Rohstoffmanagement eine hohe Qualität und Transparenz der statistischen Daten zwingend erforderlich. Außerdem ist die Entwicklung der unabhängigen demokratischen Institutionen für die Bewertung, Überwachung und Kontrolle der Arbeit der Regierungen hinsichtlich des Rohstoffmanagements und der Einhaltung der Fiskalregeln notwendig.

Im folgenden Kapitel wird versucht, anhand des Beispiels Russlands die Auswirkungen des Rohstoffreichtums mit Rücksicht auf alle bisher gewonnenen Erkenntnisse empirisch zu beurteilen.

## **Kapitel 7. Auswirkungen des Rohstoffreichtums auf die Wirtschaft Russlands**

Russland gehört zu den rohstoffreichsten Ländern der Welt. Unter bereits entdeckten Bodenschätzen betrug 2008 der Anteil Russlands bei Diamanten etwa 50%, bei Erdgas und Eisen jeweils mehr als Viertel, beim Palladium und Kohle etwa 20%, beim Nickel 17% und beim Erdöl, Gold und Silber ca. 7-10% (Bundesumweltministerium, 2009). Im folgenden Kapitel werden anhand der oben gebildeten Kriterien und Schemata die Auswirkungen des Rohstoffreichtums auf die Wirtschaft Russlands in einem zehnjährigen Zeitraum (2000-2009) analysiert. Die Rolle und Bedeutung des Öl- und Gassektors für die Wirtschaft Russlands, insbesondere nach der Krise 1998, wird näher erläutert. Die Zeichen der negativen Folgen des Rohstoffreichtums (sog. Ressourcenfluch-Effekte) werden untersucht. Anschließend wird das Rohstoffmanagement der staatlichen Träger durch den Verfasser bewertet. Dabei wird der Beurteilung der Haushaltspolitik eine besondere Rolle zugeordnet. Auf Basis der schon existierenden Fiskalregeln und Sparmechanismen macht der Verfasser eigene Verbesserungsvorschläge.

### **7.1. Bedeutung der Rohstoffeinnahmen für die Wirtschaft Russlands**

Der Rohstoffsektor lässt sich als die Lokomotive der russischen Wirtschaft bezeichnen, da dieser die größte und wichtigste Finanz- und Devisenquelle des Landes ist. Mehr als die Hälfte der Haushaltseinnahmen kamen nach Angaben des Bundesumweltministeriums (2009) aus dem Bereich der Bodenressourcen. Etwa 60% der Industrieproduktion stammt aus diesen Sektoren. Im Export beträgt ihr Anteil mehr als 70%. Darunter machte 2007 Erdöl etwa 31%, Ölprodukte 13% und Erdgas 11% aus. Insgesamt betrug 2007 der Anteil der im Rahmen dieser Arbeit definierten Rohstoffe (Erdöl, Ölprodukte und Erdgas) 55% der Exporte.

Im betrachteten Zeitraum lassen sich mehrere positive Auswirkungen des Rohstoffreichtums auf die Wirtschaft Russlands aufweisen. Insbesondere nach der Finanzkrise 1998, als die finanzielle Lage des Landes in einem katastrophalen Zustand war, hat der Rohstoffreichtum die Wirtschaft relativ schnell wieder belebt. Glücklicherweise ist der Rohstoffpreis in den folgenden Jahren (bis Mitte 2008) tendenziell gestiegen. Dank der zugenommenen Rohstoffeinnahmen konnte schon zum Jahr 2003 das BIP-Niveau vor der Krise wieder erreicht werden (Abbildung 46). Das BIP pro Kopf ist vom Stand von etwa 800 USD Anfang 1999 auf 11.000 USD im Jahr 2008 gestiegen. Das durchschnittliche Pro-Kopf-Einkommen ist von etwa 160 USD 1998 auf 600 USD 2008 gewachsen. Dies hat sich auch in der Senkung der Arbeitslosenzahl widerspiegelt.

Die internationalen Finanzindikatoren des Staates, die für die Bonität des Landes von Bedeutung sind, konnten wesentlich verbessert werden. Die Staatsverschuldung von über 90% zum BIP konnte auf ein 2%-iges Niveau gesenkt werden. Die offiziellen Währungsreserven, die 1998 fast ausgeschöpft waren und für die Deckung von nur 2 Monaten des Imports ausreichten, sind nach zehn Jahren mengenmäßig zum drittgrößten der Welt gewachsen und können bereits 20 Importmonate decken (IFS). Solche positiven

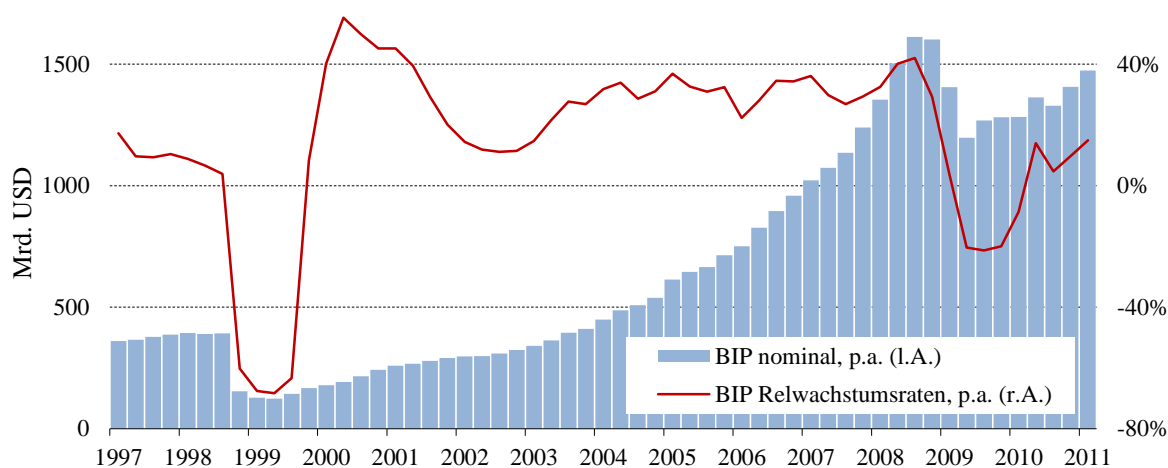
Entwicklungen haben zur Steigerung des Länderratings Russlands beigetragen und das inländische Investitionsklima spürbar verbessert.

Von den erweiterten Fremdverschuldungsoptionen und zunehmenden Rohstoffeinnahmen konnte außerdem der Finanzmarkt profitieren. Aufgrund der verbesserten Finanzierungsmöglichkeiten sind die Darlehensbestände der Banken jährlich um durchschnittlich 30% real gestiegen. Die Geldumlaufgeschwindigkeit ging kontinuierlich zurück (von etwa 7,4x 1998 auf 2,7x 2008 (IFW, 1999-2010)). Der wichtigste Börsenindex in Russland RTS konnte ausgehend von einem Niveau von ungefähr 50 Punkten 1998 auf knapp 2.500 Punkten Mitte 2008 aufsteigen.

Über den Wechselkurskanal konnten einige positive Effekte gekennzeichnet werden. Die dank der massiven Deviseneinnahmen gesicherte Wechselkursstabilität wirkte sich auf die Entwicklung von Finanzmarktinstrumenten, die in Fremdwährung gehandelt werden, positiv aus. Durch die Aufwertung des Rubels wurde der hohen Inflation über den ERPT-Effekt teilweise entgegengewirkt. Außerdem erwies sich die Währungsaufwertung als ein wirkungsvolles Instrument zur Senkung der Dollarisierungsrate. Der Anteil der Fremdwährungseinlagen in der Gesamtsumme der Bankeinlagen ist von 44% 1998 auf 24% 2008 gesunken.

Den größten Effekt hatte der Rohstoffreichtum auf die öffentlichen Finanzen. Die Haushaltsdefizite wandelten sich in riesige Überschüsse, die teilweise im Rohstofffonds gesichert wurden. Die Spielräume der Regierungen haben sich dramatisch geändert. Wie der Staat mit Rohstoffreichtum umgegangen ist, wird im Folgenden ausführlich beschrieben.

Abbildung 46. Bruttoinlandsprodukt, nominal und Realwachstumsraten (1996 – 2009)



Quellen: eigene Darstellung, ZBR

## 7.2. Ressourcenfluch in Russland

Im Folgenden wird beschrieben, wie stark Russland von den Ressourcenfluch-Effekten betroffen war. Es werden zunächst die oben beschriebenen Symptome der Holländischen Krankheit untersucht. Anschließend wird die Frage der Rohstoffvolatilität aufgegriffen.

### 7.2.1. Symptome der Holländischen Krankheit

Die Holländische Krankheit kommt bei den rohstoffreichen Ländern als eine erste Verdachtsdiagnose vor. In der Literatur waren sich die Autoren in Bezug auf Russland nicht einig und konnten die Krankheit nicht eindeutig diagnostizieren. Latsis (2005) erkannte die klassischen Symptome der Holländischen Krankheit relativ früh. Barisitz und Ollus (2007) haben aufgrund einer Analyse der Importdaten aus 25 EU-Ländern festgestellt, dass die Importe schneller als die heimische Produktion gewachsen sind. Die Zeichen der Importpenetration wurden auch in einer anderen empirischen Studie mit Befragung von etwa 600 Unternehmen festgestellt (Pogrebniak et al., 2006).

In einer Untersuchung von Oomes und Kalcheva (2007), die eine Zeitperiode von 1997 bis 2005 umfasst, wurden ebenfalls einige Symptome gefunden. Es konnte jedoch nicht festgestellt werden, ob sie durch die Holländische Krankheit oder andere Faktoren verursacht worden sind. Ähnlich sind Beck, Kamps und Mileva (2007) in einer Studie zur Auffassung gekommen, dass die Symptome neben der Holländischen Krankheit auch andere (mit der Transformationsphase des Landes verbundene) Quellen haben könnten. Gemäß der Untersuchung von Roland (2006) waren einige Symptome in Russland zu beobachten, die ebenso nicht direkt der Holländischen Krankheit zugeordnet werden konnten. Er ist zum Schluss gekommen, dass es zum Zeitpunkt der Fertigstellung seiner Arbeit noch zu frühzeitig war, über die Krankheit eine deutliche Aussage zu treffen.

Der Verfasser sieht in der Wirtschaftsentwicklung Russlands deutliche Symptome der Holländischen Krankheit. Die anderen Effekte (wie etwa BS-Effekt) mögen ebenfalls ihre Auswirkung gehabt haben. Die Holländische Krankheit belastete aber die Wirtschaft am stärksten. Die Rohstoffabhängigkeit hat zugenommen. Die drei wichtigsten Symptome der Holländischen Krankheit werden ferner kurz beschrieben. Dies sind die abweichenden Lohnveränderungen in den T- und NT-Sektoren, die reale Aufwertung des Rubels sowie die steigende Importpenetration.

#### 7.2.1.1. Lohnungleichgewichte

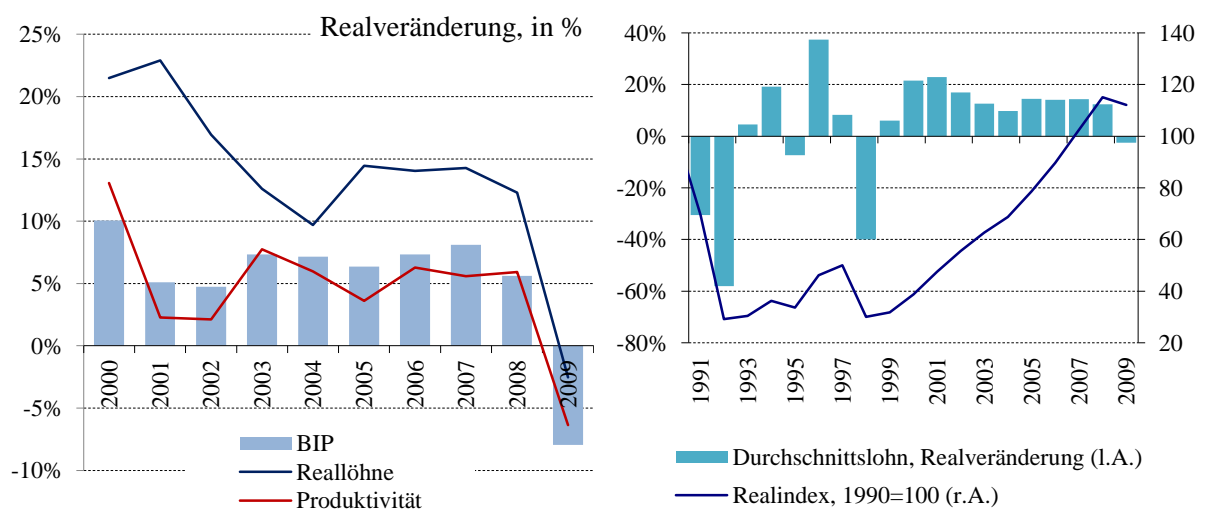
Eine überproportionale Realloohnerhöhung soll dem oben beschriebenen Ressourc-Movement-Effekt nach als ein Zeichen der direkten Deindustrialisierung gedeutet werden. Demnach steigen die Reallöhne in den R- und NT-Sektoren stärker als die Produktivität an. Der T-Sektor kann sich die Lohnerhöhung aus Wettbewerbsgründen nicht leisten und wird durch den Verlust des Humankapitals benachteiligt.

Seit 2000 zeigen die Durchschnittslöhne in Russland viel höhere Realwachstumsraten als die Produktivität (Abbildung 47). Die Löhne sind in zehn Jahren (2000-2009) 12-fach nominal und 3,5-fach real gestiegen. Im Durchschnitt macht dies etwa 14% Realwachstum p.a. Die Produktivität verbesserte sich lediglich um 4,6% p.a. im Durchschnitt. Dies könnte für ein Krankheitssymptom sprechen. Jedoch kann dieser Gehaltsboom auch als ein Ausgleich für die starken Reallohnverluste in den neunziger Jahren interpretiert werden<sup>82</sup>. Im Vergleich zum Jahr 1990 standen die Reallöhne im Jahr 2009 nur etwa 12% höher.

In den Rohstoffunternehmen (die die bestbezahlten Jobs anbieten) sind die Gehälter unterdurchschnittlich (etwa 2,6-fach real) gestiegen. Als Folge ist der Abstand des Lohnniveaus in dieser Branche vom Gesamtdurchschnitt von etwa 170% im Jahr 2000 auf 90% 2009 zurückgegangen. Die anderen Branchen haben von den Lohnerhöhungen relativ stärker profitiert (Tabelle 11). In der am schlechtesten bezahlten Branche, der Landwirtschaft sind die Löhne knapp 4-fach real gestiegen und verbesserten ihren Rückstand zum Gesamtdurchschnitt von 56% auf 49%. Eine mehr als 4-fache Realloohnerhöhung wurde (zum Großteil) in den öffentlichen Sektoren (Bildung und Gesundheit) beobachtet. Der Rückstand zum Durchschnitt ging ebenfalls zurück. Die Löhne in der Verarbeitungsindustrie haben sich dagegen im Vergleich zum Durchschnitt deutlich verschlechtert. Trotz des knapp 3-fachen realen Anstiegs waren die Löhne hier immer unattraktiver. Im Jahr 2009 waren die Löhne in der verarbeitenden Industrie um 11% geringer als im Gesamtdurchschnitt.

Eine dynamische sektorale Analyse der Lohnentwicklung ergab keine eindeutigen Resultate. Einerseits war die Lohnentwicklung im NT-Sektor überdurchschnittlich. Dies kann aber nicht direkt auf die Holländische Krankheit zurückgeführt werden, da der Rückstand gegenüber dem Gesamtdurchschnitt relativ hoch blieb. Der Reallohnanstieg im R-Sektor war nicht wie erwartet überdurchschnittlich. Das spricht für die lohnpolitischen Interventionen des Staates zur Verhinderung des Ressource-Movement-Effekts.

Abbildung 47. Reallohn, Produktivität und BIP (2000-2009)



Quellen: eigene Darstellung und Rechnungen, Bundesstatistikamt Russland

<sup>82</sup> Eine andere Erklärung ist die sog. „De-Shadowization“ der Gehälter. Es wird vermutet, dass die statistische Gehaltserhöhung durch die immer bessere Erfassung von Daten erklärt werden könnte (Kalcheva, 2007).

Allerdings ist die unterdurchschnittliche Reallohnentwicklung in der Verarbeitungsindustrie als ein Symptom der Holländischen Krankheit zu interpretieren. Der Verfasser schließt nicht aus, dass der BS-Effekt hier ebenfalls seine Auswirkung gehabt haben könnte. Die Stärke dieses Effekts war jedoch schwächer als die der Holländischen Krankheit.

### 7.2.1.2. Reale Währungsaufwertung

In Kapitel 4 wurde die Entwicklung der Wechselkurse ausführlich beschrieben. Der REWK hat sich in den zehn Jahren von 2000-2009 mehr als verdoppelt. Das heißt, dass der Rubel die Hälfte seiner Kaufkraft verloren hat. Mit der Auffassung des Verfassers, dass dadurch die Wettbewerbsfähigkeit des Landes deutlich beeinträchtigt war, stimmten nicht alle Analysten überein. Gemäß einer Studie (Sosunov, 2006) stand der Wechselkurs im Jahr 2005 im Gleichgewicht. Die starke Realaufwertung wurde mit der starken Realabwertung infolge der Krise von 1998 begründet. Diesem Argument kann dadurch widersprochen werden, dass der Rubel vor der Krise 1998 infolge der Currency Board Politik stark überbewertet war. Die starke Abwertung nach der Abschaffung des Wechselkursbandes war eine Reaktion auf diese Überbewertung. Außerdem hat der Rubel sogar im Vergleich zum Stand vor der Krise 1998 um etwa 40% real aufgewertet.

Darüber hinaus wird die Devisenbilanz in einigen Modellen zur Bestimmung des Gleichgewichtswechselkurses verwendet. Ein spürbarer Anstieg des Kapitalzuflusses (insbesondere in den Schwellenländern) wirkt sich auf die Währung aufwertend aus. Obwohl eine Währungsaufwertung die Wettbewerbsfähigkeit belastet, wäre das entstehende Handelsbilanzdefizit durch die Kapitalbilanzüberschüsse kompensiert. Der Wechselkurs wäre demnach im Gleichgewicht. Der Verfasser ist mit dieser Meinung nicht einverstanden, da die Kapitalzuflüsse nicht als nachhaltig betrachtet werden können.

Die IWF-Experten behaupteten in ihren Berichten (2008, 2009), dass die Wechselkursentwicklung noch keine Gefahr für die komparativen Kostenvorteile des Landes bedeutet hätte. Der Argumentationsansatz sind die Lohnstückkosten, die nach 1998 stark gesunken sind und einen ausreichenden Puffer für die Wettbewerbsfähigkeit lieferten. Nach Auffassung des IWF blieb das Lohnniveau trotz des starken Anstiegs unter seinem konkurrenzfähigen Gleichgewichtsniveau. Demnach sei der negative Effekt der Holländischen Krankheit kompensiert.

Tabelle 11. Lohnentwicklung in den einzelnen Branchen, 2000-2009

	Im Vergleich zum Durchschnitt					Wachstum in 2000-2009	
	2000	2006	2007	2008	2009	Nominal	Real
<b>Durchschnittslohn</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>12,0</b>	<b>3,50</b>
Förderungsindustrie	2,67	2,18	2,07	1,92	1,86	9,1	2,65
Landwirtschaft	0,44	0,43	0,45	0,48	0,51	13,5	3,95
Verarbeitungsindustrie	1,06	0,96	0,95	0,92	0,89	10,1	2,94
Dienstleistungen	1,11	1,12	1,11	1,09	1,09	12,0	3,50
<i>Bildung</i>	<i>0,56</i>	<i>0,66</i>	<i>0,65</i>	<i>0,66</i>	<i>0,70</i>	<i>14,5</i>	<i>4,25</i>
<i>Gesundheit</i>	<i>0,60</i>	<i>0,76</i>	<i>0,74</i>	<i>0,75</i>	<i>0,80</i>	<i>14,9</i>	<i>4,36</i>

Quellen: Eigene Rechnungen, Bundesstatistikamt Russland



Der Verfasser ist (abweichend zum IWF) der Auffassung, dass die negativen Auswirkungen der Holländischen Krankheit auf die Wettbewerbsfähigkeit nicht kompensiert wurden. Die Lohnstatistik bestätigte, dass das Lohnniveau in der Verarbeitungsindustrie einen deutlich abnehmenden Trend aufwies.

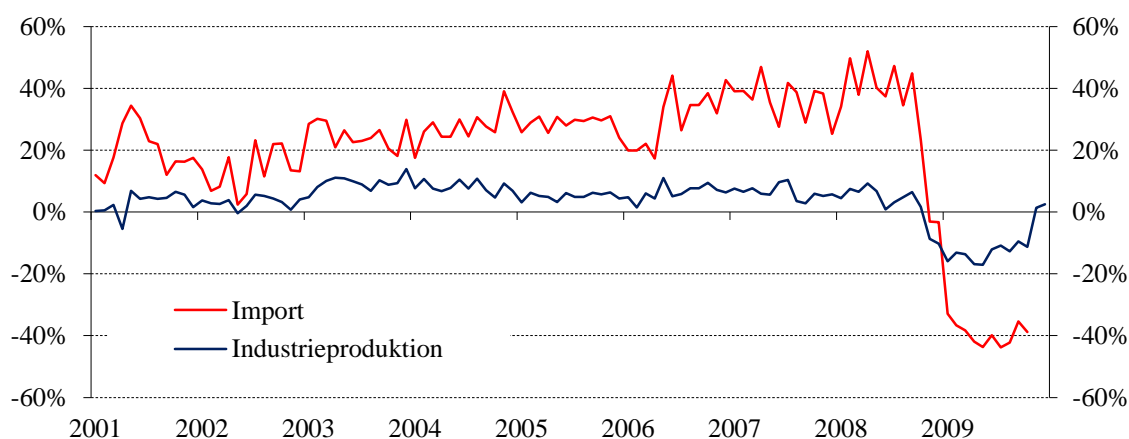
Außerdem ist zu berücksichtigen, dass viele Handelspartner Russlands ebenfalls in einer Transformationsphase waren und ähnliche Tendenzen (beschleunigter Produktivitätswachstum, niedrige Lohnstückkosten) aufweisen könnten. Es ist stark zu bezweifeln, dass die Produktivitätsfortschritte in Russland deutlich stärker waren als in den Handelspartnerländern und die Realaufwertung des Rubels kompensiert haben.

### 7.2.1.3. Steigende Importpenetration

Der Effekt der Importpenetration (Ersetzung der heimischen Produktion durch Import) soll sich in den zunehmenden Importvolumina und in der abnehmenden Produktion widerspiegeln. Dabei ist zu beachten, dass ein starkes Importwachstum nicht eigenständig als eine Benachteiligung von Heimproduzenten interpretiert werden darf. Die Einfuhr von Waren und Dienstleistungen kann insbesondere in den Entwicklungsländern mehrere positive Auswirkungen haben. Bei begrenzten inländischen Produktionsmöglichkeiten decken importierte Güter die Nachfragerlücke und verhindern somit die Preiserhöhungen oder Marktmonopolisierung. Langfristig besteht jedoch eine Gefahr, dass im Fall einer ungünstigen Wechselkurs- oder Lohnentwicklung bestimmte Marktsegmente verdrängt werden.

Die Importstatistiken zeigen im Betrachtungsjahrzehnt (bis auf das Jahr 2009) ein überproportionales Wachstum (Abbildung 48). Die Jahreseinfuhr von Waren und Dienstleistungen im Jahr 2008 betrug 370 Mrd. USD, was 6-fach höher war als im Jahr 2000. Ein solcher Anstieg konnte ausschließlich von zunehmenden Rohstoffeinnahmen gegenfinanziert werden, da der Export des T-Sektors im gleichen Zeitraum nur knapp um das 3-fache zunahm. Im Verhältnis zum BIP hat der Export des T-Sektors fast um die Hälfte abgenommen (von 20% auf 10%). Somit ist der Import des T-Sektors doppelt so stark angestiegen wie der Export.

Abbildung 48. Import und Industrieproduktion, reale Wachstumsraten, p.a. (2001-2009)



Quellen: eigene Darstellung und Rechnungen, Bundesstatistikamt Russland

Als Folge hat das bereinigte Handelsdefizit (oder die Handelsbilanz des T-Sektors) tendenziell zugenommen. Im Jahr 2000 betrug das Handelsdefizit ohne Rohstoffe lediglich 8 Mrd. USD oder 2% zum BIP. Neun Jahre später erhöhte sich das bereinigte Handelsdefizit auf 220 Mrd. USD oder 13% zum BIP. Ein Vergleich der Importwachstumsraten mit der Industrieproduktion bestätigt die Beobachtung. Die Einfuhrvolumina nahmen bis Oktober 2008 mit größeren Wachstumsraten zu als die Industrieproduktion. Auf einen 6-fachen Anstieg der Importvolumina von 2000 bis 2008 konnte die Inlandsproduktion nur mit einem 50%-igen Wachstum antworten.

Das Wachstum im Import ist im Wesentlichen auf die Einfuhr von Investitionsgütern (Maschinen, Equipment, LKW etc.) zurückzuführen. Es wurde ein 13-facher Anstieg der Importvolumina der Investitionsgüter in den Jahren 2000-2008 beobachtet. Fast die Hälfte des Güterimports im Jahr 2008 entfiel auf die Anlagen (145 Mrd. USD). Ein stärkeres Wachstum wurde im PKW-import beobachtet, der von 0,4 Mrd. USD im Jahr 2000 auf 30 Mrd. USD im Jahr 2008 gestiegen ist (Tabelle 12).

Außerdem ist ein 17-faches Wachstum des Imports von Textil- und Lederwaren zu erkennen. Gerade diese Güter weisen einen höheren Grad der Substituierbarkeit auf und sind in erster Linie vom Verlust der Wettbewerbsfähigkeit betroffen. Die relativ schlechteren Zahlen der Textilindustrie bestätigen diese These. Die Produktionsdaten in der Textilindustrie demonstrierten in den Jahren 2000-2006 nur ein 19%-iges reales Wachstum. In den darauf folgenden drei Jahren ist die Branche geschrumpft. Der prozentuale Anteil der Investitionen in dieser Branche nahm tendenziell ab und betrug 2008 nur 0,1% zur Gesamtmenge an Kapitalanlagen. Die Unternehmen der Textilindustrie wiesen insgesamt die schlechtesten Finanzergebnisse auf.

Auf Grundlage dieses groben Überblicks ist die Importpenetration als Symptom der Holländischen Krankheit festzustellen. Einige Branchen (Textilindustrie, Automobilbau) haben den kräftigen Wettbewerbsverlust zu spüren bekommen.

Tabelle 12. Importdynamik in den Jahren 2000-2009, in Mrd. USD

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	Wachstum 2000-2008	Wachstum 2000-2009
<b>Import insgesamt</b>	<b>60,1</b>	<b>163,3</b>	<b>207,9</b>	<b>280,2</b>	<b>364,2</b>	<b>251,2</b>	<b>6,0x</b>	<b>4,2x</b>
Investitionsgüter	11,1	44,5	67,2	105,3	145,7	71,2	13,1x	6,4x
PKW	0,4	7,7	12,7	21,3	30,3	8,5	67,4x	18,9x
Nahrungsmittel	5,0	8,5	10,9	13,1	16,3	12,2	3,2x	2,4x
Textil- und Lederwaren	0,4	1,3	2,5	4,6	6,5	5,0	17,1x	13,0x
Dienstleistungen	16,2	38,9	44,7	59,1	76,3	62,1	4,7x	3,8x

Quellen: Eigene Berechnungen, Bundesstatistikamt Russland

Die wettbewerbsverschlechternden Auswirkungen der Holländischen Krankheit sind nach Meinung des Verfassers eindeutig festzustellen. Insbesondere die Zeichen des Spending-Effekts lassen keine Zweifel daran, dass durch die überproportional gestiegene Nachfrage die inländische Produktion benachteiligt war.

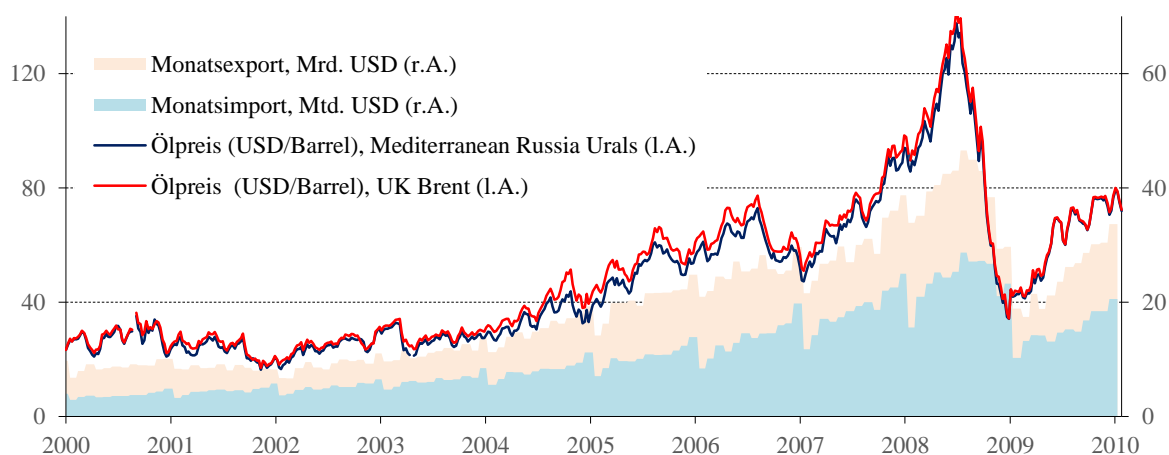
## 7.2.2. Volatilität der Rohstoffeinnahmen

Die Volatilität der Rohstoffpreise und der Rohstoffeinnahmen ist ein weiterer Grund dafür, dass der Rohstoffreichtum zum Fluch werden kann. Innerhalb des betrachteten Zeitraums zeigten die Ölpreise die historisch stärkste Volatilität auf. Seit Anfang 2000 bis August 2008 sind die Ölpreise knapp 6-fach (von 23 auf 140 USD/Barrel) gestiegen und in den darauf folgenden fünf Monaten (Aug. - Dez. 2008) um etwa 75% (auf 34 USD/Barrel) abgestürzt. So ein starker Preisabsturz reflektierte sich direkt im Außenhandel. Der Monatsexport ist innerhalb der sechs Monate um 63% (von 47 auf 18 Mrd. USD) zurückgegangen. Einen ähnlich starken Rückgang hat auch der Import erlitten (Abbildung 49). Unter anderem ist der Import von PKWs im Jahr 2009 um 72% gesunken. Die Importe von Maschinenanlagen wurden um 50% gekürzt (Tabelle 12). Der Wegfall von Rohstoffeinnahmen hat sich auf die öffentlichen Finanzen stark ausgewirkt. Im Jahr 2009 hatten die öffentlichen Kassen nominal 17% weniger Einnahmen als im Vorjahr zu verzeichnen (trotz der 9%-igen Inflation). Die Ausgaben mussten um 8% erhöht werden. Als Folge entstand erstmals seit 1999 ein Haushaltsdefizit.

Die Auswirkungen der Rohstoffpreisentwicklung auf den Devisenmarkt wurden in Kapitel 4 ausführlich beschrieben. In einer offenen Volkswirtschaft wirkt der Rohstoffpreis nicht nur über die Handelsbilanz, sondern wird über die Kapitalmarktflüsse deutlich verstärkt. In einigen Studien wurde die langfristige Elastizität des Realwechsellkurses zum Ölpreis etwa auf 0,31 (Spatafora et al., 2003) oder sogar auf 0,5 (Oomes et al., 2007) geschätzt.

Die starke Wechselkursabwertung 2008 hatte weitere Auswirkungen auf die inländischen Preise, die Banken- und Unternehmensbilanzen, den Geldkreislauf und die Investitionen. Die Industrieproduktion hat im Jahr 2009 einen Rückgang von 13% erlebt. Das BIP ging um 7,9% zurück. Laut einer Studie von Kataranova (2010) ist das Preisniveau in der Zeit von Juli 2008 bis Juni 2009 allein infolge der Währungsabwertung um 10,1% gestiegen (insgesamt: 11,4%). Interessanterweise wurde eine asymmetrische Reaktion der Inlandspreise auf die Wechselkursveränderungen festgestellt. In einer anderen ökonometrischen Schätzung wurde festgestellt, dass ein Ölpreisanstieg (-rückgang) um 10% mit dem Wachstum (Rückgang) des BIPs um 2,2% und der öffentlichen Einnahmen um 3% korrespondiert (Rautava, 2002).

Abbildung 49. Ölpreisentwicklung und Außenhandel Russlands (2001-2009)



Quellen: eigene Darstellung und Rechnungen, ZBR, US Energy Information Administration

### 7.3. Haushaltspolitik und Rohstoffmanagement

Die Bewertung des fiskalpolitischen Rohstoffmanagements erfolgt zunächst über die Analyse der Rohstofffonds in Russland. Ferner wird versucht, eine strukturelle Analyse der öffentlichen Einnahmen und Ausgaben im betrachteten zehnjährigen Zeitraum anhand von gegebenen Daten durchzuführen. Im Anschluss daran wird die Effektivität des bisherigen Rohstoffmanagements kritisch betrachtet.

#### 7.3.1. Rohstofffonds und Sparmechanismen

In Russland (ähnlich wie in vielen anderen rohstoffreichen Ländern) erfolgte die Ersparnisbildung der Rohstoffeinnahmen durch die Bildung eines Rohstofffonds. Anfang 2009 erreichten die Gesamtvolumina der zwei Rohstofffonds in Russland etwa 16% des BIP oder umgerechnet mehr als 220 Mrd. USD (Finanzministerium, Online-Statistiken).

Die Ersparnisbildung in einem Rohstofffonds wurde im Jahr 2004 begonnen. Ab 2008 wurde der Rohstofffonds in zwei Fonds (dem Reservefonds und dem Fonds für nationalen Wohlstand) aufgeteilt. Die Gründe für diese Vorgehensweise und anderen Einzelheiten werden im Folgenden geschildert.

##### 7.3.1.1. Stabilisierungsfonds der Russischen Föderation

Der erste Rohstofffonds in Russland wurde ab 1 Januar 2004 unter dem Namen „Der Stabilisierungsfonds der Russischen Föderation“ eingerichtet<sup>83</sup>. Formal sind alle diesbezüglichen Modalitäten im Bundeshaushaltskodex der Russischen Föderation, Art. 96.1-96.5 geregelt. Als Fiskalregel zur Bildung von Fondsmitteln wurde der Ansatz des Break-Even-Preises ausgewählt. Ursprünglich wurde der BEP auf dem Niveau von 20 USD für ein Barrel Rohöl der Marke „Urals“ festgelegt. Ab dem Jahr 2006 wurde der BEP auf 27 USD/Barrel angehoben<sup>84</sup>.

Die Mittel flossen grundsätzlich aus zwei Haushaltsquellen: erstens die Zollabgaben aus der Rohölausfuhr und zweitens die Einnahmen aus der Ölförderungssteuer. Die Einnahmen aus diesen zwei Quellen, die durch die Überschreitung des Ölverkaufspreises über dem BEP zustande kamen, mussten regelmäßig in den Stabilisierungsfonds überwiesen werden. Die Förderungssteuersätze wurden vom Gesetzgeber und zwar nach einer von der Ölpreiskonjunktur abhängigen progressiven Skala festgesetzt<sup>85</sup>. Dabei wurden die Förderungsbedingungen und die mit dem abnehmenden Ölvorkommen steigenden Förderungskosten mit berücksichtigt. Die Ausfuhrabgabensätze konnten von der Regierung regelmäßig (fast monatlich) geändert werden<sup>86</sup>. Das Gesetz setzte jedoch die Ober- und Untergrenzen, welche mit dem steigenden Ölpreis angehoben werden mussten. Außerdem dienten die am Ende des Jahres entstehenden Haushaltsüberschüsse und die Renditeeinnahmen aus der Verwaltung der Fondsmittel als zusätzliche Einnahmequellen.

---

<sup>83</sup> Vgl. Stabilisierungsfondsgesetz, 2003.

<sup>84</sup> Vgl. HK-Änderungsgesetz, 2005.

<sup>85</sup> Vgl. Steuerkodex, 2000, Kapitel 26.

<sup>86</sup> Vgl. Zolltarifgesetz, 1993, Art. 3.4.

Die Verwendung der Fondsmittel konnte nur vom Gesetzgeber veranlasst werden, und nur sobald der Ölpreis unter dem BEP lag oder wenn das Fondsvolumen einen festgesetzten Betrag (500 Mrd. Rub.) erreicht hatte. Im Gesetz war aber nicht festgelegt, wo und in welcher Form und Währung die Fondsmittel angelegt werden mussten. Gemäß dem Regierungsbeschluss<sup>87</sup> durften die Fondsmittel in hoch gesicherte Anlagen investiert werden, von denen 45% in US Dollar, 45% in Euro und die restlichen 10% in englische Pfund dotiert sein mussten. Demnach musste die Notenbank die finanziellen Mittel in die drei Fremdwährungen umtauschen. In vier Jahren der Existenz des Stabilisierungsfonds der Russischen Föderation wurden Mittel in Höhe von über 180 Mrd. USD eingespart, von denen nur 23,6 Mrd. USD für die Schuldentilgung verwendet wurden (Finanzministerium, Online-Statistiken).

War dieses Sparsystem optimal? Nach Meinung des Verfassers hatte das System mehrere Lücken. Erstens wurden nur die Einnahmen aus der Ölförderung eingespart, während die Gaseinnahmen und andere Ölderivative unberücksichtigt blieben. Zweitens wurden mehrere indirekte rohstoffabhängige Quellen außer Acht gelassen. Drittens hatte die Regierung ausreichende Möglichkeiten, über die Änderung der Ausfuhrgebührensätze die quasifiskalischen Aktivitäten zu erhöhen. Viertens bestand auch über die Deponierung der Fondsmittel in den inländischen Banken die Möglichkeit, die Fiskalregeln umzugehen. Deshalb konnte das Sparsystem nicht als optimal angesehen werden.

Außerdem war das vorgegebene System ausschließlich auf Sparen ausgerichtet. Die Mittelverwendung war nicht vorgeschrieben. Die Öffentlichkeit war damit unzufrieden, da es an sozial-wirtschaftlichen Problemen genug gab. Darüber hinaus wurde argumentiert, dass im Vergleich zur Anlage der Ersparnisse im Ausland der Nutzen aus Investitionen im Inland höher sei. Die Erhöhung dieses Drucks hat dazu geführt, dass das System reformiert wurde. Der Stabilisierungsfonds wurde in zwei Fonds aufgeteilt: einer für die Absicherung gegen „schlechte Zeiten“, ein Zweiter für die Investitionen.

### *7.3.1.2. Reservefonds und Fonds für nationalen Wohlstand*

Zum 1. Januar 2008 wurde der Ansatz des BEP abgeschafft. Das Hauptmotto des neuen Systems lautete nach der Beurteilung des Verfassers „genug gespart, nun wird investiert“. Für die Sparziele wurde der Reservefonds der Russischen Föderation gegründet. Seine Hauptaufgabe war die Sicherung einer Reserve in einer bestimmten Proportion zum BIP. Diese Proportion war auf 10% gedeckelt. Für die Investitionsziele wurde der Fonds für nationalen Wohlstand eingerichtet. Dorthin sollte alles fließen, was von den Rohstoffeinnahmen nach den Ausgaben und dem Einsparen im Reservefonds übrig blieb<sup>88</sup>. Die bisher eingesparten Mittel des Stabilisierungsfonds wurden wie folgt aufgeteilt: 125 Mrd. USD für den Reservefonds und 32 Mrd. USD für den Fonds für nationalen Wohlstand. Außerdem wurden die Aufstockungsquellen erweitert: neben den Erdöleinnahmen wurden zusätzlich die Einnahmen aus dem Verkauf der Erdgas- und Ölprodukte (Primärderivate wie Masut) einbezogen. Die gesamten Haushaltseinnahmen aus den Förderungssteuern und den Ausfuhrgebühren stellten offiziell die sog. „Öl- und Gaseinnahmen des Staatshaushalts“ (oder Rohstoffeinnahmen) dar. Diese Einnahmen wurden vom Gesamthaushaltstopf separat geführt.

---

<sup>87</sup> Vgl. Fondsverwaltungsbeschluss, 2006.

<sup>88</sup> Vgl. Haushaltskodex, 1998, Kapitel 13.2, Art. 96.6 – 96.10.

In den neuen Regelungen wurde erstmals die bereinigte Haushaltsbilanz (laut dem Gesetztext: „Das nach dem Öl und Gas bereinigte Defizit des Bundeshaushalts“) definiert. Dies wurde festgelegt als Gesamthaushaltseinnahmen abzüglich der Rohstoffeinnahmen (inklusive Fondseinnahmen) und der Gesamthaushaltsausgaben. Es wurden auch zwei neue Beschränkungsregeln eingeführt (ähnlich dem norwegischen Muster), die jedoch erst ab 2013 in Kraft treten sollten<sup>89</sup>. Die erste Regel war die Deckelung des bereinigten Haushaltsdefizites auf 4,7% zum BIP und die zweite war die Deckelung der aus den Rohstoffeinnahmen finanzierten Ausgaben auf 3,7% zum BIP<sup>90</sup>. Das implizierte, dass 1% des maximal erlaubten 4,7 %-igen Defizits von rohstoffunabhängigen Quellen (z.B. Staatsverschuldung) finanziert werden musste.

Die Mittelverwendung der beiden Fonds wurde im Haushaltplan festgesetzt. Der Reservefonds durfte laut dem Haushaltskodex nur für die Deckung des bereinigten Haushaltsdefizits ausgegeben werden, während die Mittel des Fonds zur Sicherung des nationalen Wohlstands unter anderem das Rentensystem finanzieren konnten.

Die Anlagestrategie der Fonds wurde im Gesetzestext näher konkretisiert. Der Reservefonds muss ausschließlich in Fremdwährung und nur bei der Notenbank oder im Ausland gehalten werden. Im Fall des Fonds für nationalen Wohlstand öffnet das Gesetz die Möglichkeit, die Mittel auch in Rubel (in den heimischen Banken, Beteiligungen oder Schuldverschreibungen) zu sparen. Der Rest wird der Regierung überlassen. In seiner Botschaft an die Bundesversammlung Russlands hat Präsident Putin drei Ziele dieser Investitionen genannt: der Infrastrukturausbau, die Effektivitätssteigerung im Bereich Naturressourcenverbrauch, sowie die Modernisierung und technologische Entwicklung der Industrie (Putin, 2007).

Zwecks der Bekämpfung der Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 wurden bis zum 1. Januar 2013 die oben genannten Einschränkungen außer Kraft gesetzt und zudem einige Ausnahmeregelungen eingeführt, die der Regierung erlaubten, ohne eine Einwilligung des Parlaments auf die Fondsmittel zu zugreifen<sup>91</sup>. Nachdem der Gesamtbetrag der beiden Fonds 225 Mrd. USD (oder 16% zum BIP) erreicht hat, wurde ein erheblicher Teil 2009 zur Deckung des Haushaltsdefizits genutzt. Am 1. Januar 2010 standen auf den Konten der beiden Fonds insgesamt ungefähr 152 Mrd. USD (davon im Reservefonds: 60,5 Mrd. USD und im Fonds für National Wohlstand: 91,6 Mrd. USD) (Finanzministerium, Online-Statistiken). Zwecks der Bekämpfung der Folgen der Wirtschaftskrise wurden ungefähr 15 Mrd. USD aus dem Fonds für nationalen Wohlstand auf das Konto der staatlichen Förderbank „Vneshekonombank“ (die in die Bankenstatistik nicht eingeschlossen ist) bis 2017 bzw. 2020 umgelegt<sup>92</sup>.

Nach Beurteilung des Verfassers weist das neue (geplante aber nicht umgesetzte) System von Fiskalregeln trotz einer großen Zahl an neuen Beschränkungen und Ergänzungen mehrere Lücken auf. Das bereits erwähnte Problem, dass die Regierung selbständig die Ausführgebührensätze festlegen darf und somit die Rohstoffallokation stark beeinflussen

---

<sup>89</sup> Das Inkrafttreten dieser Regeln hat nicht stattgefunden.

<sup>90</sup> Vgl. Haushaltskodex, 1998, Art. 96.7 – 96.8.

<sup>91</sup> Vgl. Haushaltsänderungsgesetz, 2009.

<sup>92</sup> Vgl. Finanzsystemunterstützungsgesetz, 2008.

kann, war hier weiterhin gültig. Die relativ schwachen Beschränkungen der Investitionsmöglichkeiten des Fonds für nationalen Wohlstand stellte eine weitere Lücke dar. Die Regierung verfügte weiterhin über einen großen Spielraum in der Verwendung der Rohstoffeinnahmen.

Die Relation des Reservefonds zum BIP ist nach oben gedeckelt, aber nicht nach unten. Dies ist die Hauptschwäche dieses Systems, da kein Anreiz gegeben wird, den bereinigten Haushalt zu konsolidieren. Die Mittel des Fonds sind nicht vor der Ausschöpfung geschützt. Ideal wäre nach Meinung des Verfassers eine verfassungsrechtliche Mindestabdeckung durch den Reservefonds, welche sich am Durchschnitt der bereinigten Haushaltsdefizite der vergangenen fünf Jahre orientiert. Dies bedeutet, dass bei einem Anstieg des bereinigten Haushaltsdefizits, der Reservefonds aufgestockt werden muss. Gelingt es dem Finanzministerium, das Defizit zu reduzieren, stehen mehr Mittel aus dem Fonds zur Verfügung.

Die Analyse der gesetzlichen Normen, die das Rohstoffmanagement und das Sparverhalten definieren, zeigte einen geringen Schutz vor einem ineffizienten Verhalten. Der Regierung wurde ein großer Spielraum überlassen. Daher hängt die allokatonspolitische Effizienz zum großen Teil von der Haushaltsführung ab. Im Folgenden werden die wichtigsten deskriptiven Daten zur Haushaltspolitik in den Jahren 2000 bis 2009 zusammengefasst.

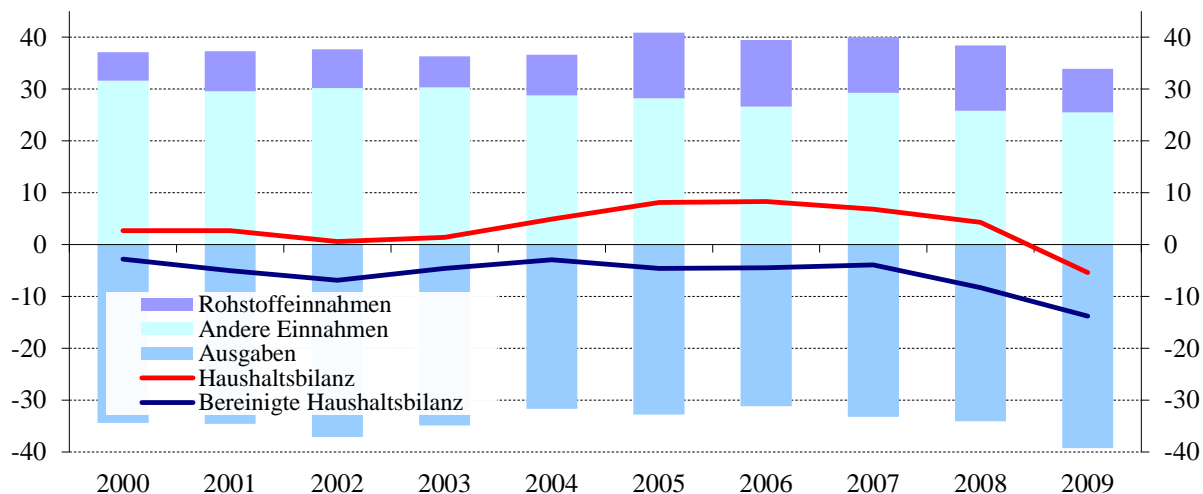
### 7.3.2. Entwicklung der Haushaltspolitik

Das Haushaltssystem der Russischen Föderation besteht aus zwei Ebenen: dem Bund und den Ländern. In der folgenden Analyse wurde der Gesamthaushalt Russlands (ferner einfach „Haushalt“) analysiert, in dem der Bundeshaushalt sowie die Länder- und alle Nebenhaushalte zusammengefasst worden sind. Ein grober Blick auf die Haushaltsergebnisse in den Jahren 2000 bis 2009 kann zunächst den Eindruck erwecken, dass die Fiskalpolitik erfolgreich geführt worden sei. Trotz der tiefen Finanzkrise in Russland Ende der neunziger Jahre war schon im Jahr 2000 der Haushalt ausgeglichen. In den darauf folgenden Jahren bis 2009 wurden permanent solide Überschüsse im Durchschnitt von etwa 4,4 % zum BIP erzielt (Abbildung 50). Inwiefern die Einnahmen- und Ausgabenpolitik dazu beigetragen hat, wird im Folgenden näher beschrieben.

#### 7.3.2.1. Einnahmendynamik 2000-2009

Das Verhältnis der Gesamteinnahmen zum BIP lag bis inklusive 2004 auf dem relativ stabilen Niveau von 37%. In den Jahren 2005-2008 ist die Einnahmequote sogar auf etwa 40% gestiegen. Dieser Anstieg war ausschließlich auf die angestiegenen Rohstoffeinnahmen<sup>93</sup> zurückzuführen. Der Gesamtbetrag der Rohstoffeinnahmen hat von etwa 5% im Jahr 2000 im Laufe der neun Jahre auf 12,6% zum BIP zugenommen (im Jahr 2009 ist er auf 8,4% zum BIP oder um 4,2 Prozentpunkte geschrumpft).

Abbildung 50. Gesamthaushalt, in % zum BIP<sup>94</sup> (2000 – 2009)



Quellen: eigene Darstellung, IFS

<sup>93</sup> Die Rohstoffeinnahmen sind als die Summe von drei Haushaltsquellen definiert: Ausfuhrzollgebühren, Förderungssteuer und rohstoffabhängige Renditeeinnahmen des Staates. Nach Meinung des Verfassers ist diese Eingrenzung der Rohstoffeinnahmen nicht ausreichend. Viele Einnahmequellen sind vom Rohstoffsektor indirekt abhängig. Nach Schätzungen des Verfassers hat der Ölpreis etwa auf die Hälfte der Einnahmen eine Auswirkung.

<sup>94</sup> Angaben zu einem rohstoffbereinigten BIP sind nicht gegeben. Einigen Schätzungen nach (Gurvich et al, 2004; Becks et al, 2007) wurde der Anteil von Öl- und Gasindustrie am BIP mit etwa 20-25% geschätzt.

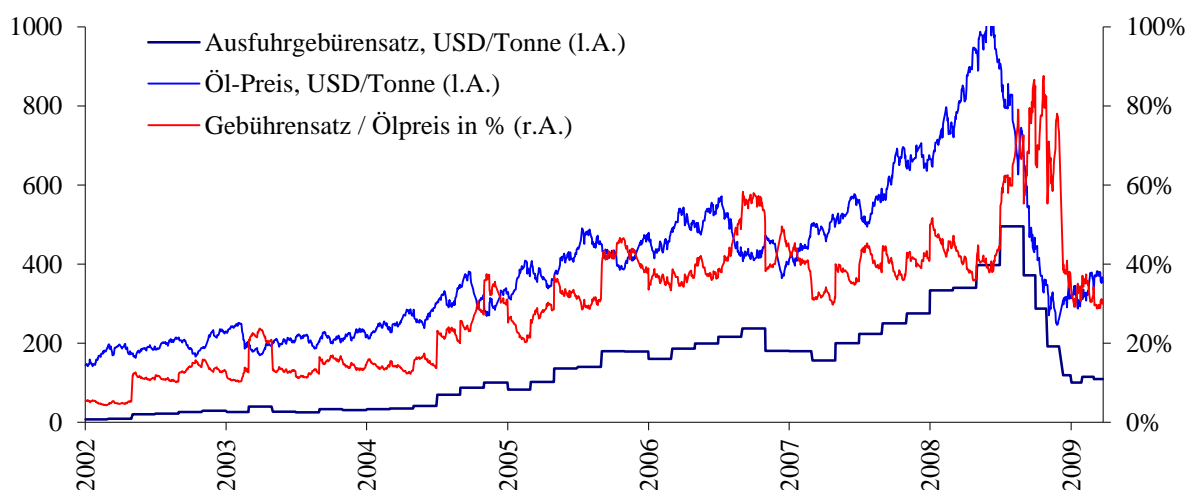


Besonders stark gestiegen sind die Einnahmen aus den Ausfuhrgebühren (von etwa 2% auf 7% zum BIP), deren Sätze die Regierung flexibel steuern konnte. Der niedrigste Satz wurde mit lediglich 8 USD für eine Rohöltonne im Februar und März 2002 beobachtet. Der Ölpreis stand dabei auf einem Niveau von etwa 160 USD/Tonne (ca. 20 USD/Barrel). Das entspricht etwa einem 5 %-igen Abgabesatz für jede verkaufte Rohöltonne. Mit steigenden Preisen wurde der Gebührensatz progressiv angehoben. Als der Ölpreis auf die Marke von 900 USD/Tonne (ca. 120 USD/Barrel) kletterte (Aug. 08), war jede exportierte Tonne mit 495 USD (fast zur Hälfte) durch die Staatsabgabe belastet. Als der Ölpreis unerwartet abstürzte, hat die Regierung darauf nur zeitverzögert reagiert. Bei einem Ölpreis von etwa 430 USD/Tonne (60 USD/Barrel) Ende Oktober 2008 mussten die Unternehmen 372 USD an Abgaben bezahlen. Der Gebührensatz im Vergleich zum Ölpreis betrug etwa 80% (Abbildung 51). Für den Erdgasexport wurde ein fester Gebührensatz von 30% erhoben<sup>95</sup>.

Die Einnahmen aus den Fördersteuern sind von etwa 1% zum BIP auf ca. 4,7% ebenfalls spürbar gestiegen. Bis Ende 2006 betrug der Steuersatz 16,5%. Ab 2007 wurde eine vom Ölpreis abhängige progressive Formel eingeführt. Die Gasförderung wurde mit dem Steuersatz von 16,5 - 17,5 % besteuert. Die weiteren Quellen (die Renditeeinnahmen des Staates) umfassten vor allem den an das Finanzministerium zu überweisenden Teil des Notenbankgewinns, die Dividenden der staatlichen Unternehmen, die Gewinne der Rohstofffonds und andere Zinseinkünfte.

Die anderen wesentlichen Posten der Haushaltseinnahmen haben eine unterschiedliche Dynamik gezeigt (Abbildung 52). Die Einnahmen aus der Einkommensbesteuerung haben leicht zugenommen (von 2,4% auf 4,0% zum BIP). Dies fand trotz des Wechsels von einem progressiven Steuersystem auf ein System mit einem einheitlichen Steuersatz von 13%<sup>96</sup> statt.

Abbildung 51. Ausfuhrgebührensätze für Erdöl im Vergleich zum Ölpreis (2002 – 2009)



Quellen: eigene Darstellung, Zolltarifgesetzänderungen 2002 - 2009

<sup>95</sup> Vgl. Zollsatzbeschluss, 2006.

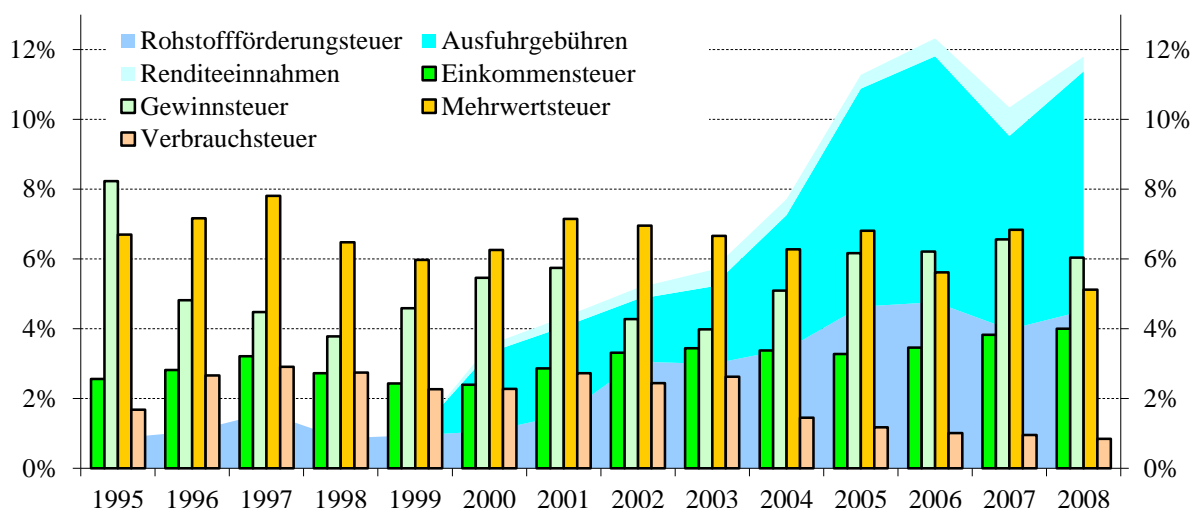
<sup>96</sup> Vgl. Steuerkodexänderungsgesetz, 2000.

Die Einnahmen aus der 24 %-igen Unternehmensbesteuerung haben nach einem Rückgang 2002 und 2003 und dem darauf folgenden Aufschwung keinen deutlichen Trend demonstriert und schwankten um den Wert von etwa 5,5% zum BIP. Der Ölpreisabsturz und die Finanzkrise in 2008 haben hier Auswirkungen gezeigt. 2009 sind die Haushaltseinnahmen aus der Unternehmensbesteuerung auf 4% zum BIP eingebrochen, was teilweise auf die Steuersenkung auf 20% zurückzuführen ist.

Die Einnahmequote aus der Mehrwertsteuer mit einem differenzierten Steuersatz zwischen 10% und 20% zeigte in den Jahren 2000-2009 relativ leichte Schwankungen rund um den Wert von durchschnittlich 6,3% ohne einen deutlichen Trend. Dagegen sind die Einnahmen aus den Verbrauchsteuern (Alkohol, Tabak, Benzin etc.) mit einem deutlichen Trend (von 2,7% auf 0,8% zum BIP) zurückgegangen.

Die vom Rohstoff weniger abhängigen Haushaltseinkünfte haben sich im Laufe der Zeit von 2000 bis 2008 kaum verändert (durchschnittlich 29,3% zum BIP). Infolge der Finanzkrise 2008 sind die Einnahmen auf 25% zum BIP deutlich gesunken. Der starke Zuwachs auf der Einnahmeseite des Staatshaushaltes war überwiegend durch die rohstoffabhängigen Einnahmen verursacht.

Abbildung 52. Haushaltseinnahmen, in % zum BIP (1995 – 2008)



Quellen: eigene Darstellung, IFS

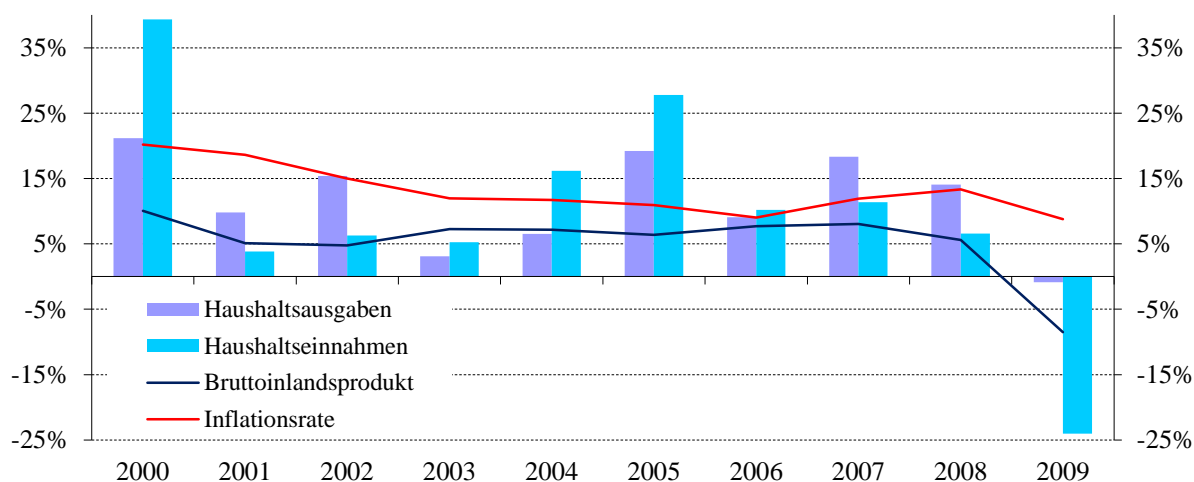
### 7.3.2.2. Ausgabenpolitik 2000-2009

Die Ausgabenpolitik scheint auf dem ersten Blick nicht expansiv gewesen zu sein. Immerhin wurden Überschüsse erzielt. Nach einem Anstieg der Haushaltsausgaben im Jahr 2002 auf 37% zum BIP ist die Ausgabenquote zurückgegangen und bis 2007 auf einem Niveau von ca. 32% geblieben (Abbildung 50). Erst ab 2007 wurden die Staatsausgaben zunächst zwecks Investitionen in die Sonderprojekte und in den darauf folgenden zwei Jahren zur Bewältigung der Folgen der Finanzkrise deutlich erweitert. Im Jahr 2009 erreichte die Ausgabenquote knapp 40% zum BIP. Erstmals seit 1999 wurde ein Haushaltsdefizit von -5,4% zum BIP ausgewiesen. Das bereinigte Haushaltsdefizit lag meistens innerhalb von 5% zum BIP (Ausnahme 2002: 6,9% zum BIP). Nur infolge der Finanzkrise, als die Einnahmen stark eingebrochen sind, ist das bereinigte Haushaltsdefizit auf 8,3% zum BIP 2008 und auf 13,8% 2009 gestiegen.

Da die Angaben zum BIP nicht rohstoffbereinigt sind, ist die Relation zum BIP leicht verzerrt, da das BIP aufgrund des Rohstoffsektors deutlich zugenommen hat. Die jährlichen realen Wachstumsraten der Haushaltsausgaben (bereinigt nach Zinsausgaben) zeigen ein anderes Bild zur Ausgabenpolitik des Staates. In den zehn betrachteten Jahren wurden die Staatsausgaben real betrachtet stets erhöht. Auf die anderen makroökonomischen Indikatoren wurde dabei keine Rücksicht genommen. Im Jahr 2005 beispielsweise betrug das BIP-Wachstum 6,4%. Die Inflationsrate lag im zweistelligen Bereich. Die Haushaltsausgaben wurden in diesem Jahr um 19% real erhöht (Abbildung 53). In den Jahren 2002, 2007 und 2008 war das Realwachstum der Ausgaben deutlich stärker als das der Einnahmen (inkl. Rohstoffeinnahmen).

Insgesamt ist die Fiskalpolitik in den Jahren 2000-2009 als prozyklisch zu bezeichnen. Eine ähnliche Definition wurde von den IWF-Experten gegeben, die oft dazu aufgerufen haben, eine sparsamere und vorsichtigere Ausgabenpolitik vorzuziehen (IWF, 2000-2009).

Abbildung 53. Reale Veränderungsrate der Haushaltsausgaben- und einnahmen, des BIP und der Inflationsrate (2000 – 2009)



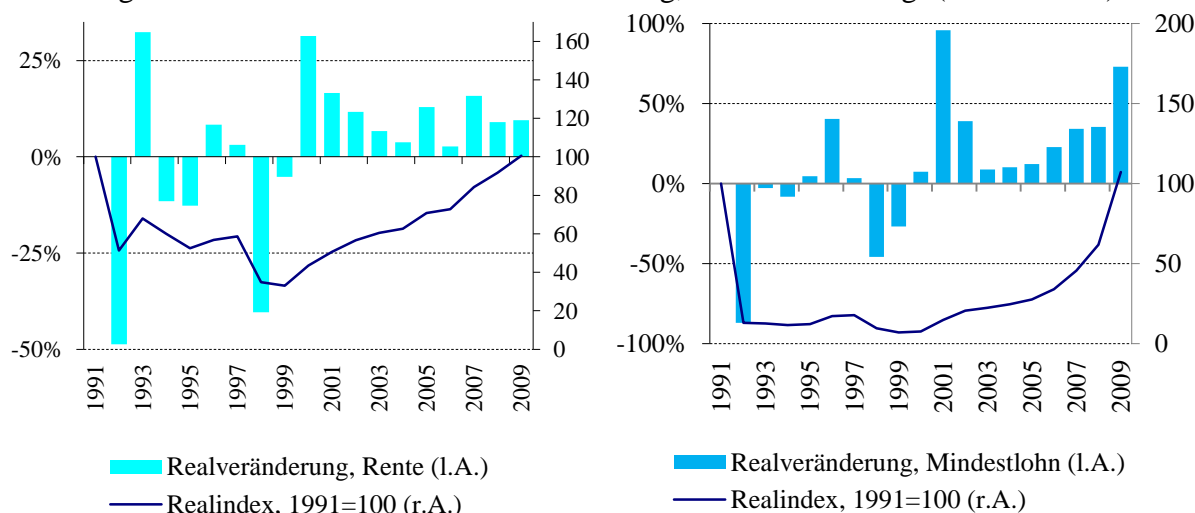
Quellen: eigene Darstellung, IFS

Einen Großteil des Zuwachses der Staatsausgaben stellten die Renten und Pensionen dar. Im betrachteten Zeitraum wurde die Höhe der Renten und Pensionen stets angehoben, und zwar stärker als die Inflationsrate. So wuchs die Höhe der Durchschnittsrente nominal um den Faktor 10,4, während das Preisniveau in den zehn Jahren (2000-2009) um das 3,4-fache gestiegen ist. Das Ziel dieser Rentenpolitik war, die Realverluste der Rentner aus den neunziger Jahren zu kompensieren. Im Vergleich zum Jahr 1991 wurde der Status-quo wiederhergestellt (Abbildung 54).

Ähnlich sah auch die Lohnpolitik im öffentlichen Dienst aus. Im Jahr 2009 war der offizielle Mindestlohn etwa 40-fach nominal oder 14-fach real höher als im Jahr 2000. Eine besonders starke Erhöhung wurde 2009 vorgenommen (88% nominal und 73% real)<sup>97</sup>. Auch in diesem Fall war das Hauptziel einer solchen Politik, die großen Verluste der neunziger Jahren nachzuholen. Das Niveau von 1991 konnte somit im Jahr 2009 nur leicht überholt werden (Abbildung 54). Am stärksten haben von dieser Lohnpolitik die Beschäftigten in der Staatsverwaltung, Bildung, Gesundheit und den Sozialdienstleistungen profitiert (im Durchschnitt 12,8-fach nominales oder 3,7-fach reales Wachstum in zehn Jahren). Selbst im Jahr 2009 wurden die Gehälter im öffentlichen Dienst (trotz der Finanzkrise) um etwa 17% nominal (8%-real) angehoben.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass im Betrachtungszeitraum zwar eine stark prozyklische Fiskalpolitik verfolgt wurde, jedoch war sie zum Teil durch die Aufgabe der Schließung der Gerechtigkeitslücke (Ausgleich der Lohn- und Pensionsverluste im öffentlichen Bereich) begründet. Darüber hinaus ist die Entscheidung der Regierung ebenfalls nachvollziehbar, in den Jahren 2007 und 2008 für die ausgewählten Investitionsprojekte sowie in den Jahren 2008 und 2009 zur Bewältigung der Folgen der Finanzkrise mehr Finanzmittel auszugeben.

Abbildung 54. Renten- und Mindestlohnentwicklung, inflationsbereinigt (1991 – 2009)



Quellen: eigene Darstellung, Bundesstatistikamt Russland

<sup>97</sup> Eigene Rechnungen, Mindestlohngesetz, 2000.

### 7.3.3. Effektivität des Rohstoffmanagements in Russland

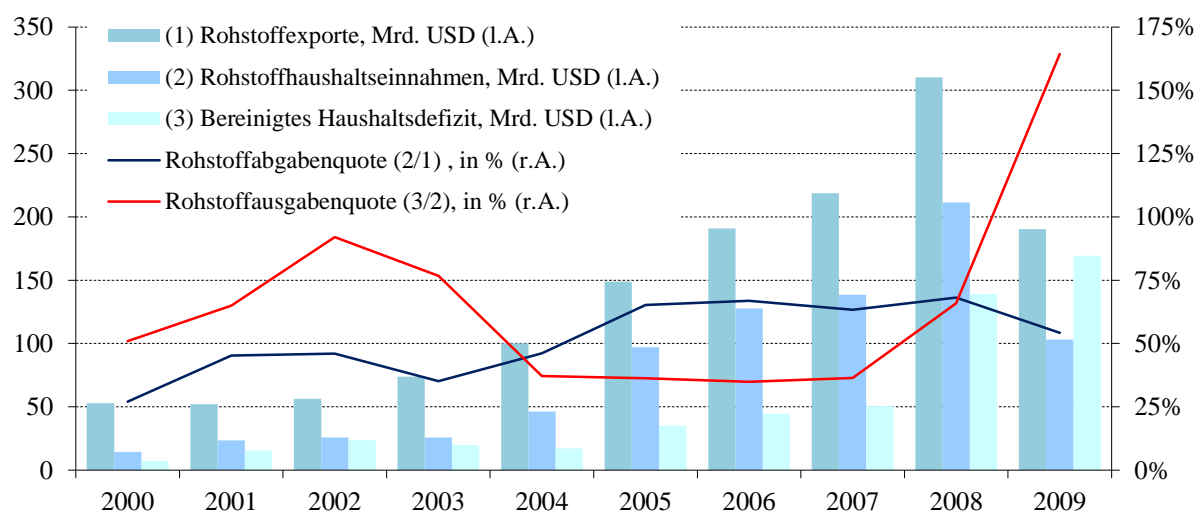
Auf Basis der erworbenen Erkenntnisse aus der Analyse der Einnahmen- und Ausgabenpolitik wird die Effektivität des Rohstoffmanagements anhand der oben definierten zwei Ziele (mittelfristige Finanzstabilität und langfristige Generationsgerechtigkeit) des Rohstoffmanagements kritisch bewertet.

In den Jahren 2000 bis 2007 war in der Dynamik des bereinigten Haushaltsdefizites kein abnehmender Trend zu erkennen. Im Durchschnitt verlief es bei 4,4% zum BIP und stieg auf 8,3% (2008) bzw. auf 13,8% zum BIP (2009) an. In Norwegen (wie oben dargestellt) betrug im Jahr 1992 das nach gleicher Formel berechnete Verhältnis der bereinigten Haushaltsbilanz zum BIP etwa -7,5%. In den darauf folgenden Jahren wurde dieses Defizit relativ schnell abgebaut. Der Haushaltssaldo erreichte sogar positive Werte.

Die Rohstoffabgabenquote (Anteil der Haushaltseinnahmen aus der Rohstoffbesteuerung zum Rohstoffexport) ist von etwa 25% im Jahr 2000 auf 60% im Jahr 2005 gestiegen. Nach 2005 blieb diese Quote allerdings bei 60%, obwohl gerade in diesen Jahren die Branche von starken Preissteigerungen besonders profitierte (Abbildung 55). Dies spricht gerade nicht für eine harte Politik der Windfall-Profit-Besteuerung. Dafür fehlten die Anreize.

Das Verhältnis des bereinigten Haushaltsdefizites zu den Rohstoffeinnahmen des Staates gibt eine Rohstoffausgabenquote an. In der Zeit zwischen 2000 und 2003 lag die Rohstoffausgabenquote relativ hoch (im Durchschnitt bei 71%). Die Einnahmen aus Rohstoffabgaben waren vergleichsweise nicht so hoch (im Durchschnitt 22 Mrd. USD). In den darauf folgenden vier Jahren (2004-2007) hat das Finanzministerium die Rohstoffausgabenquote bei 36% gehalten. Dank der Bildung der Sparinstrumente (Rohstofffonds) konnten knapp 2/3 der Haushaltseinnahmen aus Rohstoffquellen eingespart werden. Dies ist einerseits positiv. Andererseits profitierte das Finanzministerium zunehmend von einem überproportionalen Rohstoffpreisanstieg, weswegen der Anreiz für eine harte Sparlinie verfehlt wurde.

Abbildung 55. Rohstoffexporte und Rohstoffeinnahmen des Staatshaushaltes (2000 – 2009)



Quellen: eigene Darstellung, ZBR, Finanzministerium

Insgesamt wurden in den Jahren 2000 bis 2009 Energierohstoffe im Wert von rund 1,4 Billionen USD aus Russland exportiert (ZBR, Online-Datenbank). Der Fiskus hat von diesen Mitteln ungefähr 820 Mrd. USD oder 60% als Abgaben erhoben<sup>98</sup>. Ende 2009 wies die Bilanz der Notenbank Nettoverpflichtungen an den Staat in Höhe von etwa 212 Mrd. USD aus<sup>99</sup>. Im Verhältnis zum Gesamtbetrag der Rohstoffsteuereinnahmen in den zehn Jahren (820 Mrd. USD) macht es 26% aus. Im Verhältnis zum Rohstoffexport (1.400 Mrd. USD) macht dies eine Ersparnis von lediglich 15% aus. Demnach entsteht nach dieser Rechnung folgende Verteilung des Rohstoffreichtums: etwa 40% wurde den Unternehmen zur Verfügung gestellt; vom Staat wurden 45% ausgegeben; 15% wurden eingespart. Nach einer ähnlichen Rechnung für die Jahre 1990-2008 entsteht für Norwegen folgendes Verteilungsbild: 40% gingen an Unternehmen; 50% wurden gespart; nur 10% wurden vom Staat ausgegeben<sup>100</sup>.

Im Vergleich zum norwegischen Beispiel wies das Rohstoffmanagement in Russland deutliche Schwächen auf. Der Reservefonds Russlands war vor einer „Ausbeutung“ nicht geschützt. Zur Konsolidierung des bereinigten Haushalts bestanden im System keine Anreize. Ebenfalls waren keine Anreize zur optimalen Besteuerung der staatlichen Rohstoffunternehmen gegeben. Die staatlichen Unternehmen konnten von der Regierung als ein Nebenhaushalt genutzt werden, ohne dass diese in der Statistik des bereinigten Haushalts berücksichtigt sind.

Am Beispiel des staatlichen Energieunternehmens „Gazprom“ können die potenziellen Spielräume des Staates beobachtet werden. Auf einen der weltgrößten Energiekonzerne entfielen 2008 in etwa 80% der Gasförderung in Russland und 17% in der Welt (Gazprom, 2010). Der Umsatz Gazproms ist mit etwa einem Drittel des Gesamtstaathaushalts zu vergleichen. Die Summe aus allen steuerlichen Abgaben, Gebühren und Ausschüttungen Gazproms an den Staat betragen 2008 ungefähr 3,5% zum BIP (das macht knapp 7% der gesamten Staatseinnahmen aus) und wiesen einen zunehmenden Trend auf (Tabelle 13).

Tabelle 13. Erlöse und Ausgaben des Energiekonzerns Gazprom in % zum BIP

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Erlöse	7,3	7,0	7,8	9,9	9,6	12,5
Ausgaben, inkl. Investitionen	7,2	7,3	9,5	9,9	10,7	12,2
Abgaben an Staat	2,4	2,5	3,1	3,7	3,0	3,5
<i>Steuern</i>	2,3	2,4	3,0	3,6	2,8	3,3
<i>Ausschüttungen</i>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2

Quellen: Eigene Darstellung, Finanzberichte Gazprom (2004-2009)

<sup>98</sup> Eigene Rechnungen auf Grundlage der Haushaltsstatistik des Finanzministeriums. Die Einnahmen sind mit jeweiligen Durchschnittswchselkursen umgerechnet. Die Forderungen des Staates gegenüber den inländischen Banken (etwa 55 Mrd. USD Ende 2009) werden nicht als Reserve betrachtet.

<sup>99</sup> Eigene Rechnungen auf Grundlage der Daten der ZBR und des Finanzministeriums.

<sup>100</sup> Eigene Rechnungen nach Angaben des Statistischen Amtes und Finanzministeriums Norwegens.

Dies kann dennoch nicht als eine sparsame Haushaltspolitik gesehen werden, da die Einnahmen und die Ausgaben des staatlichen Konzerns noch stärker zunahmen. Im Gegensatz zu den Gebührensätzen der Ölförderung, die regelmäßig von der Regierung an die Ölpreisentwicklung angepasst worden sind, verblieb der Abgabesatz bei der Gasförderung unverändert bei 30%. Da die Gaspreise meistens vertraglich an die Ölpreise angekoppelt werden, profitierte Gazprom von der günstigen Preisentwicklung zunehmend. Der Staat hatte die Möglichkeit, Gazprom als einen Nebenhaushalt zu nutzen. Im Bereich der Erdölförderung, in welchem die privaten Akteure größere Anteile hatten, nahm der Staat prozentual mehr Geld ein (ca. 40-60% der Erlöse)<sup>101</sup>.

Zusammenfassend ist die Effektivität des Rohstoffmanagements in Russland in den Jahren 2000 bis 2009 als gering einzuschätzen. Die mittelfristige Finanz- und Wirtschaftsstabilität war nicht sichergestellt. Dies ist durch die Entwicklung des Staatshaushaltes deutlich zu sehen. Die Haushaltslage wies im Jahr 2009 (nach zehn überschüssigen Jahren) dieselbe defizitäre Lage wie im Jahr 1999 auf (Tabelle 14). Im Vergleich zum Jahr 2007 hat sich die Gesamthaushaltsbilanz im Jahr 2009 um 12,2 Prozentpunkte zum BIP verschlechtert. Davon ist die Hälfte auf die zugenommenen Ausgaben und die andere Hälfte auf die zurückgegangenen Einnahmen zurückzuführen. Während die Rohstoffeinnahmen um 2,3 Prozentpunkte zurückgingen, sind die anderen Haushaltseinnahmen um 3,8 Prozentpunkte geschrumpft. Damit lässt sich der Anteil des Energiepreisabsturzes in der Verschlechterung des Haushaltes mit etwa 19% berechnen und die restlichen 81% wären demnach mit der Finanzkrise 2008 zu erklären.

Der Verfasser ist jedoch der Meinung, dass der Anteil der globalen Finanzkrise deutlich geringer ist und die Ressourcenflucheffekte hier ihre Auswirkungen gezeigt haben. Die Wirtschaft blieb vom Rohstoffsektor stark abhängig und den Rohstoffpreisrisiken stark ausgesetzt. Bei einem Ölpreisverfall oder nach der Ausschöpfung von Ressourcen wäre die Gefahr eines Krisenszenarios sehr groß. Die daraus resultierenden Defizite werden die künftigen Generationen tragen müssen.

Tabelle 14. Gesamthaushalt der Russischen Föderation, in % zum BIP

	1999	2000	2004	2007	2008	2009
Gesamteinnahmen	35,6	37,1	36,6	40,0	38,4	33,9
Rohstoffeinnahmen	k. A.	5,5	7,8	10,7	12,6	8,4
Resteinnahmen	k. A.	31,6	28,8	29,3	25,8	25,5
Gesamtausgaben	39,4	34,4	31,7	33,2	34,1	39,3
Gesamthaushaltsbilanz	-3,8	2,7	4,9	6,8	4,3	-5,4
Bereinigte Haushaltsbilanz	k. A.	-2,8	-2,9	-3,9	-8,3	-13,8

Quellen: eigene Rechnungen, IWF (2000-2009)

<sup>101</sup> Eigene Rechnungen auf Basis der Finanzberichte der Ölkonzerne Rosneft (2009) und Lukoil (2007, 2009)

Das Ziel der Generationengerechtigkeit war zwar angestrebt, die Umsetzung folgte aber nicht. Die Mittelvorsorge war nicht ausreichend und nicht ausreichend abgesichert. Die bestätigten Ölreserven in Russland könnten bei gleich bleibenden Produktionsquoten für noch etwa 22 Jahre ausreichen. Erdgas könnte noch etwa 72 Jahre mit gleichen Mengen gefördert werden (BP, 2009). Insgesamt stellten sie eine Summe von ungefähr 15 Billionen USD dar<sup>102</sup>. Mit restriktiven Annahmen einer konstanten Förderungs-, Export- und Abgabequote könnte dies für eine 30-jährige Deckung des bereinigten Haushaltsdefizites des Jahres 2008 ausreichen<sup>103</sup>. Die gebildeten Reserven in den Rohstofffonds reichten nicht einmal für zwei Jahre Defizitdeckung. Mit steigendem bereinigtem Haushaltsdefizit verkürzt sich seine Abdeckung durch die Bodenressourcen und die Reserven.

Die aktuellen Fiskalregeln sind schlussfolgernd nicht ausreichend, um die mittel- und langfristigen Ziele des Rohstoffmanagements sicherzustellen. Starke Anreize zur strengen Fiskaldisziplin müssen in diese Regeln implementiert werden. Ohne bessere Fiskalregeln und bessere Fiskaldisziplin droht Russland eine stark negative Bilanz aus dem Verbrauch der nicht erneuerbaren wertvollen Bodenschätze.

---

<sup>102</sup> Eigene Schätzung, mit konstanten Preisannahmen: Ölpreis: 65 USD/Barrel, Gaspreis: 225 USD/1000m<sup>3</sup>

<sup>103</sup> Eigene Schätzung. Annahmen: Ölexportquote – 75%, Gasexportquote – 30%, Staatsabgabequote – 60%, bereinigte Haushaltsbilanz – 135 Mrd. USD.



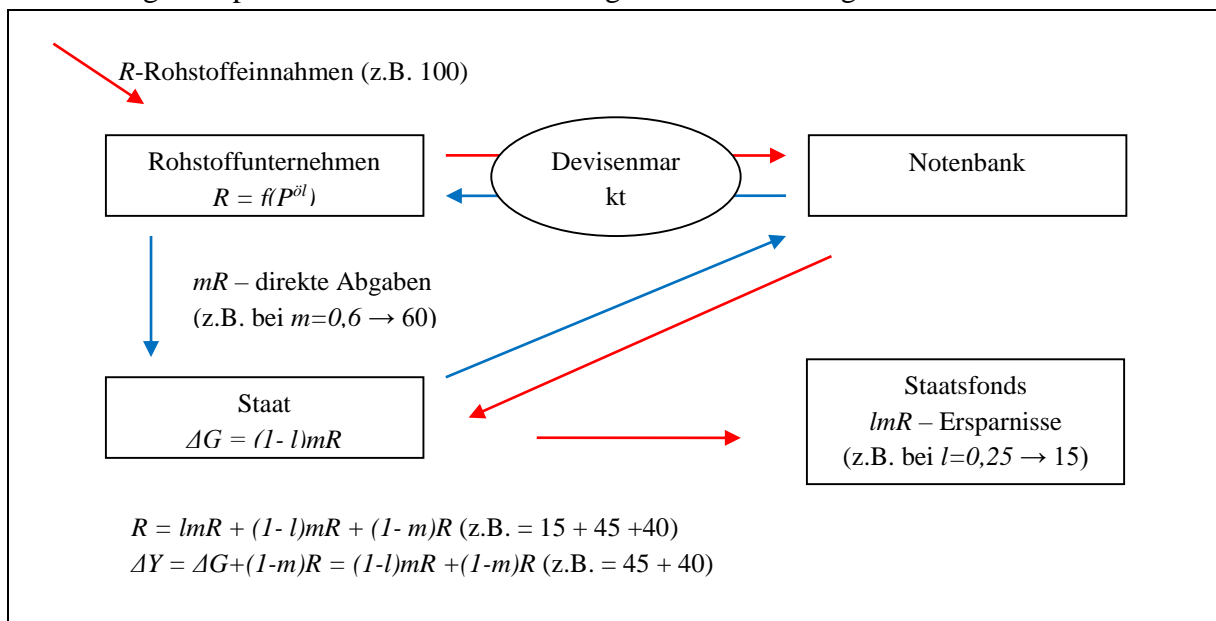
#### 7.4. Vorschläge zur Verbesserung der Sparmechanismen

Die vorangegangene Analyse hat ergeben, dass die stark expansive Haushaltspolitik in Russland im Wesentlichen die Verantwortung für eine negative Nutzen-Kosten-Bilanz des Rohstoffmanagements getragen hat. Die fehlenden Anreize zum sparsamen Umgang mit den Windfall-Profiten (verursacht durch die schwachen Fiskalregeln) haben dazu geführt, dass Russland von dem Ressourcenfluch stark betroffen war. Außerdem hatte das Haushaltssystem nicht genug Möglichkeiten, das Sparen zu erlernen (infolge des mangelnden Bedarfs). Die Generationengerechtigkeit ist gefährdet. Die mittelfristige Finanzstabilität konnte nicht sichergestellt werden. Darüber hinaus hat (wie im Kapitel 5 ausführlich dargestellt wurde) die stark expansive Fiskalpolitik den geld- und wechselkurspolitischen Spielraum der Notenbank erheblich eingeschränkt. Die Argumentationen für die expansive Ausgabenpolitik (Ausgleich der Reallohn- und -rentenverluste) sind allerdings auch nachvollziehbar. Ebenfalls verständlich, ist dass jede Regierung zunächst kurzfristige Ziele verfolgt und alle Möglichkeiten zur Verwendung der öffentlichen Mitteln ausnutzt.

Der Verfasser hat auf der Grundlage der bestehenden Sparmechanismen einige Verbesserungsvorschläge entwickelt. Diese verfolgen im Wesentlichen zwei Ziele: Erstens soll die ZBR die Geld- und Wechselkurspolitik unabhängig von der Fiskalpolitik und von der Rohstoffpreisentwicklung betreiben können. Zweitens soll es ein Anreizsystem implementiert werden, das sowohl eine Maximalbesteuerung der Unternehmen fördert als auch einen sparsamen Umgang mit Rohstoffeinnahmen sicherstellt.

Zunächst wird die geltende Fiskalregel betrachtet. In Abbildung 56 ist der in Russland geltende Sparmechanismus schematisch dargestellt. Angenommen, die Rohstoffunternehmen erhalten vom Rohstoffexport die Einnahmen in Höhe von  $R$  (z.B. 100 Mrd. USD). Der Staat erhebt die Sonderabgaben von diesen Einnahmen zu einem Satz  $m$  (bei  $m=0.6$  wäre  $mR=60$  Mrd. USD). Dieser Satz wird von der Regierung festgelegt.

Abbildung 56. Sparmechanismus anhand der geltenden Fiskalregeln



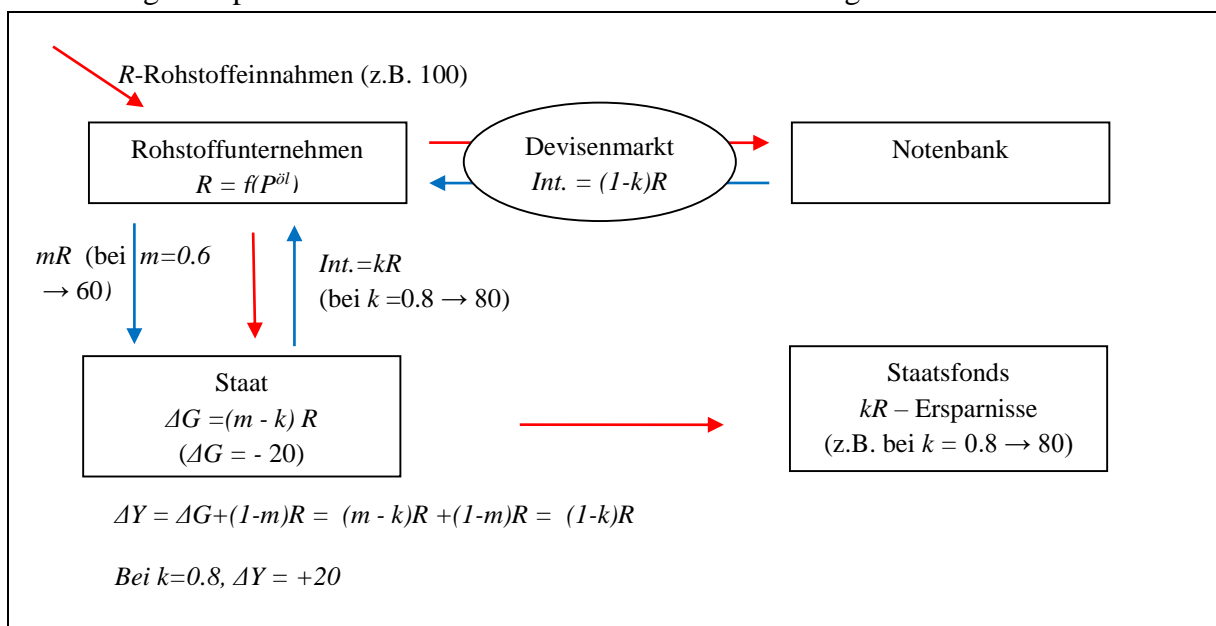
Quelle: Eigene Darstellung, rote Linien sind Devisenströme, blaue Linien sind Ströme in Rubel

Um diese und andere Abgaben an den Staat zu zahlen, müssen die Rohstoffunternehmen die Devisen auf dem Markt in Rubel umtauschen. Die Notenbank kauft einen Teil dieser Einnahmen auf dem Devisenmarkt an. Von den erhobenen Rohstoffeinnahmen entscheidet der Staat, einen Teil  $l$  im Rohstofffonds in Fremdwährung einzusparen (Umtausch durch die Notenbank). Die Sparquote  $l$  wird vom Gesetzgeber festgelegt. Der Staatsfonds erhält also den Betrag  $lmR$  (bei  $l = 0.25$  wäre  $lmR = 15$  Mrd. USD). Der Rest  $(1-l)mR$  wird vom Staat ausgegeben (45 Mrd. USD). Die Ausgaben des Staates erhöhen sich um diesen Betrag ( $\Delta G = (1-l)mR$ ). Nimmt man an, dass die Rohstoffunternehmen ihre Gewinne vollständig ausgeben, ergibt sich ein Anstieg der Gesamtnachfrage um den Betrag  $(1-l)mR + (1-m)R$  (45 Mrd. USD + 40 Mrd. USD). Die Einnahmen aus dem Rohstoffexport verteilen sich wie folgt:  $lmR$  wird im Rohstofffonds gespart (15 Mrd. USD);  $(1-l)mR$  wird vom Staat ausgegeben (45 Mrd. USD);  $(1-m)R$  wird von den Unternehmen ausgegeben (40 Mrd. USD).

Aus Sicht der Notenbank ergeben sich durch diese Rohstoffeinnahmen und deren Umverteilung zwei Probleme: Erstens ist die Notenbank aufgrund der wechselkurspolitischen Ziele gezwungen, auf dem Devisenmarkt massiv einzugreifen. Zweitens erhöhet der starke Anstieg der Nachfrage den Inflationsdruck. Darüber hinaus ist die Effizienz dieser Fiskalregel sehr gering, da es für den haushaltspolitischen Träger keine Anreize gibt, den Abgabesatz  $m$  optimal festzulegen. Selbst wenn der Gesetzgeber die Sparquote  $l$  relativ hoch ansetzt, besteht für die Regierung die Möglichkeit, über die Absenkung des Abgabesatzes  $m$  und über die Staatsunternehmen die Rohstoffeinnahmen zu verbrauchen.

Der Verfasser schlägt deshalb ein anderes Konzept vor (Abbildung 57). Den Kernunterschied stellen die Deviseninterventionen des Staates dar. Vom Gesetzgeber wird eine Interventionsquote des Staates  $k$  festgelegt. Dadurch wäre der Staat verpflichtet, von den Rohstoffexporteinnahmen der Unternehmen den Betrag  $kR$  aus den Haushaltsmitteln in Rubel umzutauschen (z.B. bei  $k=0.8$  wäre 80 Mrd. USD).

Abbildung 57. Sparmechanismus nach der verbesserten Fiskalregeln



Quelle: Eigene Darstellung, rote Linien sind Devisenströme, blaue Linien sind Ströme in Rubel

Da infolgedessen im Haushalt eine Lücke von  $kR$  entstanden wäre, wäre das Finanzministerium bemüht, die Rohstoffunternehmen maximal zu besteuern. Bei einer Abgabequote von  $m$  müsste die Haushaltslücke von  $(m-k)R$  über die anderen Quellen (z.B. Staatsanleihen) finanziert werden (bei  $m=0.6$  wäre -20 Mrd. USD). Im Staatsfonds wäre ein Betrag  $kR$  eingespart (80 Mrd. USD). Die Deviseninterventionen der Notenbank wären auf  $(1-k)R$  beschränkt (20 Mrd. USD) und möglicherweise durch die Staatsanleihen neutralisiert. Der Anstieg der Gesamtnachfrage wäre ebenfalls um den Betrag  $(1-k)R$  beschränkt (20 Mrd. USD).

Der Hauptvorteil dieses Konzepts besteht darin, dass durch die Festlegung von  $k$  der Gesetzgeber die Möglichkeit hat, die Haushaltsexekutive zur Sparsamkeit zu bewegen. Der zweite wesentliche Vorteil ist die erhebliche Entlastung der Notenbank sowohl in der Erfüllung der wechselkurspolitischen Ziele als auch in der Aufgabe der Abschöpfung der Überschussliquidität. Die betrachtete Problematik der Unmöglichen Pyramide wäre dadurch gelöst.

Die Interventionsquote  $k$  kann (soll) ölpreisabhängig progressiv festgelegt werden. Z.B. könnte beim Ölpreis von 20 USD/Barrel  $k=0$  und bei einem Ölpreis von 100 USD/Barrel  $k=0.8$  gesetzt werden. Über die staatlichen Unternehmen wäre keine Möglichkeit gegeben, die Fiskalregel zu umgehen. Bei  $k>m$  wäre das Finanzministerium sogar gezwungen, entweder die Ausgaben zu kürzen oder sich anderer Finanzierungsquellen zu bedienen. Da jedoch die hohen Rohstoffpreise über diverse Kanäle die Nachfrage erhöhen, wäre die Finanzierungslücke über ein höheres Steueraufkommen aus regulären Steuerquellen (Einkommens-, Verbrauchs-, Mehrwertsteuer etc.) kompensiert. Der Einfluss der Ölpreisentwicklung auf die Wechselkurse und auf die Inlandsnachfrage könnte durch die Steuerung von  $k$  zu einem Teil neutralisiert werden.

## 7.5. Fazit zum Kapitel 7

Im Kapitel 7 wurde sich mit der Frage der Effektivität des Rohstoffmanagements in Russland in den Jahren 2000-2009 beschäftigt. Der Rohstoffreichtum hatte für die Wirtschaft Russlands eine ausschlaggebende Bedeutung. Die positiven Auswirkungen reflektierten sich unter anderem in den öffentlichen Finanzen und dem Pro-Kopf-Einkommen. Die großen Realverluste der Renten und Gehälter im öffentlichen Dienst aus den neunziger Jahren konnten ausgeglichen werden.

Nichtsdestotrotz weist die Nutzen-Kosten-Bilanz des Rohstoffmanagements einen negativen Saldo auf. Die Symptome der Holländischen Krankheit und des Ressourcenfluchs waren in Russland eindeutig. Die Wettbewerbsfähigkeit des Industriesektors war infolge der starken Realaufwertung des Rubels (trotz der vermeintlichen Teilkompensierung durch den BS-Effekt) deutlich belastet. Die Deindustrialisierung ist fortgeschritten. Die Rohstoffabhängigkeit des Landes hat zugenommen. Die hohe Volatilität der Rohstoffpreise gefährdete nicht nur die Finanzsystemstabilität, sondern war für die Boom-and-Bust-Zyklen verantwortlich. Die Wechselkurs-turbulenzen wurden zusätzlich durch die spekulativen Kapitalbewegungen verstärkt. Darüber hinaus beeinträchtigte der Verbrauch der Rohstoffeinnahmen durch die Fiskalpolitik die Notenbank in der Erreichung der wechsellkurs- und geldpolitischen Ziele.

Die verwendeten Fiskalregeln und die Einsparungsmechanismen waren nicht ausreichend. Obwohl ein im Vergleich zum BIP beachtlicher Betrag der Rohstoffeinnahmen eingespart werden konnte, wären diese Ersparnisse bei einem Worst Case jedoch innerhalb von zwei Jahren aufgebraucht. Die Fiskalregeln gaben für die haushaltspolitischen Träger zu viel Spielraum und zu wenig Anreize zum sparsamen Umgang mit den Windfall-Profiten. Über die Besteuerung und die Ausgabenpolitik der Staatsunternehmen hatte die Regierung ausreichende Möglichkeiten, die Fiskalregeln zu umgehen. Weder die langfristigen Ziele der Generationengerechtigkeit noch die mittelfristige Finanzstabilität konnte sichergestellt werden.

Der Verfasser hat eigene Ideen zu den Sparmechanismen entwickelt, welche die oben genannten Lücken beseitigen könnten. Der Kern dieses Konzepts besteht darin, dass das Finanzministerium vom Gesetzgeber verpflichtet wird, einen Teil der Deviseneinnahmen der Rohstoffunternehmen mit Haushaltsmitteln abzukaufen. Das Modell weist mehrere Vorteile auf: Erstens könnte das oben beschriebene Problem der Unmöglichen Pyramide dadurch wesentlich entschärft werden. Die durch die Rohstoffeinnahmen verursachten Devisenbilanzüberschüsse und die daraus resultierenden Liquiditätsüberschüsse könnten durch die Haushaltsmittel neutralisiert werden. Für die ZBR wäre der Weg frei, die Managed-Floating-Strategie zu verfolgen. Zweitens bietet dieses Modell gute Anreize für die haushaltspolitischen Träger zum sparsamen Umgang mit den Windfall-Profiten und öffentlichen Mitteln. Die Möglichkeiten, die Fiskalregeln mittels der quasifiskalischen Nebenhaushalte zu umgehen, wären beseitigt. Die Rohstoffabhängigkeit des Finanzsystems könnte deutlich gemindert werden. Der Verfasser ist der Überzeugung, dass bei der Festlegung der Interventionsquote durch den Staat ein ölpreisabhängiger progressiver Ansatz verwendet werden sollte. Bei einem Ölpreis von über 100 USD/Barrel wäre es durchaus möglich, den staatlichen Devisenkauf der über 80% der Rohstoffeinnahmen zu verlangen.

Dadurch hätten im Laufe der zehn Jahre von den Rohstoffexporteinnahmen in Höhe von 1,4 Billionen USD wesentlich mehr als etwa 200 Mrd. USD in den Rohstofffonds fließen können.

Der Verfasser ist allerdings der Meinung, dass Russland nicht im „norwegischen Ausmaß“ sparen sollte. Das Ziel, die Reallohn- und Pensionsverluste der neunziger Jahre zu kompensieren, war unter anderem auch eine Gerechtigkeitsfrage. Angesichts des enormen Investitionsbedarfs in den Bereichen Gesundheitsversorgung, Bildung und Infrastruktur wäre ein hartes Sparen nicht vertretbar und daher unrealistisch gewesen. Die Mittel im Rohstofffonds hätten ausgegeben werden dürfen. Allerdings sind hier zwei wichtige Voraussetzungen zu erfüllen: Erstens dürfen die Mittel des Rohstofffonds in keinem Fall in den gesamten Haushaltstopf fließen. Zwischen dem Bundeshaushalt und dem Rohstofffonds muss eine „Chinesische Mauer“ eingerichtet werden. Zweitens dürfen die Ausgaben aus dem Rohstofffonds ausschließlich in der Fremdwährung getätigt werden. In anderen Worten, die Mittel des Rohstofffonds dürfen nur für die Finanzierung des Imports von Gütern und Leistungen verwendet werden (Importsubventionierung). Welche Güter und Dienstleistungen in Frage kämen und wie hoch die Subvention angesetzt werden sollte, wäre eine Entscheidung eines unabhängigen Gremiums. Nach Meinung des Verfassers kämen die Güter und Dienstleistungen in Frage, die in Russland gar nicht oder nicht ausreichend produziert werden. Beispiele dafür wären im Gesundheitsbereich die Arzneimittel und Medizingeräte. Im Bereich Bildung könnte z.B. der subventionierte Import des Humankapitals in Frage kommen. Der Kauf von Umwelttechnologien, Patenten und Unternehmen im Ausland wären weitere Beispiele.

## Zusammenfassung

In vorliegender Arbeit wurde die Geld- und Wechselkurspolitik in Russland in einem zehnjährigen Zeitraum von 2000 bis 2009 analysiert. Von den vielen anderen Zentralbanken der Welt unterschieden sich die Herausforderungen der ZBR vor allem durch drei Gegebenheiten: Erstens verfügte die ZBR über eine geringe Autonomie, und der Staat konnte über die staatseigenen Finanzinstitutionen einen starken Einfluss auf das Bankensystem ausüben. Zweitens ist die schwierige Ausgangslage Anfang 2000 zu beachten. Die Inflationsrate war im überzwanzigprozentigen Bereich. Das Land hatte gerade eine sehr schwere Finanzkrise erlebt. Das Vertrauen in das Finanzsystem und in die nationale Währung war extrem gering. Der dritte und wichtigste Aspekt ist die hohe Abhängigkeit des Landes von den hoch volatilen Rohstoffen.

Der Rohstoffreichtum war einerseits ein Segen, da dank der Rohstoffeinnahmen das Land relativ schnell die schweren Folgen der damaligen Krise überwinden konnte. In den zehn Jahren wurden ungefähr 1,4 Billionen USD allein aus dem Rohstoffexport eingenommen. Die Staatsverschuldung konnte vorzeitig zurückgeführt werden. Die finanziellen Spielräume des Staates erweiterten sich von Jahr zu Jahr immer schneller. Der im Jahr 1998 für zahlungsunfähig erklärte Staat konnte sich wenige Jahre später eine expansive Haushaltspolitik leisten. Der Einkommenssteuersatz wurde auf ein niedriges Niveau von 13% abgesenkt. Die starken Reallohn- und Pensionsverluste der neunziger Jahre konnten nach und nach ausgeglichen werden. Durch die Lohnregulierungspolitik wurde die Lohndifferenz zwischen dem öffentlichen Bereich und dem Rohstoffsektor verringert. Neben der großzügigen Ausgabenpolitik konnte die Regierung auch einen geringen Anteil in den Rohstofffonds ansparen.

Andererseits war der Rohstoffreichtum ein Fluch, da die Kosten des Rohstoffreichtums den Nutzen überwogen haben. Das war nicht nur in Russland der Fall. Die Ressourcenfluch-Effekte wurden in vielen Ländern empirisch beobachtet. In Russland wurden die Symptome des Ressourcenfluches und der sog. Holländischen Krankheit eindeutig festgestellt. Infolge der starken Realaufwertung des Rubels war die Wettbewerbsfähigkeit des Industriesektors deutlich belastet. Die Deindustrialisierung ist fortgeschritten. Die Import- und Rohstoffabhängigkeit des Landes hat zugenommen. Unter der hohen Volatilität der Rohstoffpreise hat die Finanz- und Wirtschaftsstabilität stark gelitten. Eine stark expansive Fiskalpolitik wurde verfolgt, welche durch die Rohstoffeinnahmen finanziert wurde. **Das Finanzministerium konnte das Sparen nicht lernen, weil so viel Geld da war.** Die durch die Ölpreisschwankungen verursachten Wechselkurssturbulenzen wurden zusätzlich durch die spekulativen Kapitalbewegungen verstärkt. Darüber hinaus war die Notenbank in der Erreichung der wechsellkurs- und geldpolitischen Ziele durch die Ausgabe der Rohstoffeinnahmen durch die Fiskalpolitik deutlich beeinträchtigt.

Die Analyse der Geldpolitik hat ergeben, dass das Hauptziel der ZBR, die Sicherung der Preisstabilität, nicht erreicht werden konnte. Die Zinspolitik der Notenbank wurde passiv geführt. Die Geldmarktzinssätze verliefen überwiegend in einem starken realnegativen Bereich und wiesen eine hohe Volatilität auf. Die Inflationsrate konnte zwar von einem

überzwanzigprozentigen Stand auf einen hohen einstelligen Bereich reduziert werden, die angekündigten Inflationsziele konnten aber nicht eingehalten werden. Neben der Inflationsrate kündigte die ZBR jährlich die gewünschten Geldbasis- und Geldmengenwachstumsraten an. Diese wurden ebenfalls nicht erreicht.

Die unkontrollierte Geldbasisbildung kam durch die Devisenmarktinterventionen der ZBR und eine stark expansive Fiskalpolitik zustande. Auf dem Geldmarkt herrschte ein Angebotsüberhang. Darüber hinaus nutzten die Kreditinstitute die Verschuldung im Ausland als eine zusätzliche Quelle für ihre boomenden Kreditgeschäfte. Erst nach dem Ausbruch der Finanzkrise 2008 konnte (und musste) die ZBR die geldpolitischen Instrumente aktivieren. Während die Zentralbanken im Ausland die Zinssätze deutlich heruntersetzten, hob die ZBR die Zinssätze an, um der Kapitalflucht entgegen zu wirken. Die entstandenen Liquiditätslücken mussten mit unkonventionellen Mechanismen geschlossen werden. Dazu zählen die Kredite der Notenbank ohne Besicherung und die Refinanzierung durch die öffentlichen Mittel.

Die Passivität in der Zeit bis zur Krise 2008 erklärte die ZBR durch die außenwirtschaftlichen Entwicklungen. Die Notwendigkeit der Zinsanhebung wurde zwar gesehen. Dieser Schritt wurde aber an die Voraussetzung der nicht zunehmenden Leistungs- und Kapitalbilanzüberschüsse geknüpft. Die ZBR machte die Geldpolitik von den außenwirtschaftlichen Entwicklungen (vor allem Rohstoffpreise und Zinssätze im Ausland) abhängig. Die wechselkurspolitischen Ziele spielten de facto (offiziell nur indirekt) eine übergeordnete Rolle.

Bis zum Jahr 2007 war die ZBR durch den Kapitalmarkt weniger eingeschränkt, da in Russland die Kapitalmarktkontrollen praktiziert wurden. Insbesondere nach der Krise 1998 wurden die sehr strengen administrativen Kapitalmarktbeschränkungen eingeführt. Dadurch konnten die fast leeren Währungsreserven des Landes aufgestockt werden. Die Wechselkurspolitik war in dieser Phase teilweise auf den realeffektiven Wechselkurs orientiert. Die Auswirkung auf die Wettbewerbsfähigkeit des Landes war positiv. Im Jahr 2004 verringerte sich das um die Rohstoffe bereinigte Handelsbilanzdefizit.

Nach und nach wurden diese Beschränkungen aufgeweicht und zum Jahr 2007 abgeschafft. Die Kapitalmobilität war hoch. Die Wechselkursentwicklung war nicht nur durch die Ölpreisentwicklung, sondern auch durch die Zinsentwicklung im Ausland und die Risikoprämie stark beeinflusst. Die Wechselkursstrategie war an der USD-EUR-Korbwährung orientiert. Das Hauptziel der Deviseninterventionen lag in der Abbremsung der Aufwertung der Korbwährung sowie der Minderung der Tagesvolatilität der Korbwährung. Solch eine Strategie war für die Kapitalmarktteilnehmer sehr vorteilhaft. Die mittel- und langfristige Entwicklung der Wechselkurse verlief überwiegend nach den Erwartungen des Marktes und korrelierte stark mit der Ölpreisentwicklung. Innerhalb eines Jahrzehnts ist es der ZBR nicht gelungen, zwei nach Meinung des Verfassers für jede Notenbank wichtige wechselkurspolitische Ziele zu erreichen. Das erste Ziel ist die Verhinderung des Wettbewerbsverlustes des Landes durch die Aufwertung der Nationalwährung. Das zweite ist die Gewinnung der wechselkursstrategischen Glaubwürdigkeit zur autonomen (rohstoffpreisunabhängigen) Steuerung des Wechselkurses.

**Weder in der Wechselkurspolitik noch in der Geldpolitik war die ZBR erfolgreich.** Die Handlungsoptionen der Notenbank waren neben dem bekannten „Unmöglichen Dreieck“ zusätzlich durch die rohstofffinanzierte expansive Fiskalpolitik eingeschränkt. Dies lässt sich durch eine „Unmögliche Dreieckpyramide“ beschreiben. Nur zwei Ecken dieser Pyramide konnten gleichzeitig besetzt werden, d.h. nur zwei Ziele konnten gleichzeitig verfolgt werden. Die Pyramide zeigt, dass die Spielräume der Notenbank umso stärker eingeschränkt waren, je höher der Ölpreis anstieg und je mehr der Staat die Rohstoffeinnahmen ausgab. Da meistens eine expansive Fiskalpolitik verfolgt wurde, hatte die ZBR in der Zeit nach 2006, als die Kapitalverkehrsbeschränkungen weitgehend abgeschafft wurden, keine Kontrolle über die Zinsen und den Wechselkurs. Die Ölpreisentwicklung und die sich selbst verstärkenden Kapitalflüsse hatten entscheidenden Einfluss auf sie.

Die Geld- und Wechselkurspolitik der ZBR im Betrachtungs Jahrzehnt erklärt der Verfasser für gescheitert. Generell ist nach Meinung des Verfassers festzustellen: **alle rohstoffreichen offenen Länder mit hohen Inflationsraten werden mit der Problematik der „Dreieckpyramide“ konfrontiert.** Der Trade-off heißt: entweder Wechselkursaufwertung oder Inflationsimport. Die Mechanismen, die dagegen wirken können, sind Kapitalverkehrskontrollen und/oder ein sparsames Rohstoffmanagement. Wie ist dieses Problem zu lösen? Welche Alternativen hatte die Notenbank Russlands? Nach dem IWF wäre ein Free Floating die beste Strategie. Demnach hätte eine hohe Wechselkursvolatilität den Kapitalanleger trotz der hohen Renditemöglichkeiten abgeschreckt. Der Verlauf des Wechselkurses hätte angeblich seinen Fundamentalfaktoren entsprochen. Dabei gilt nach dem IWF der volatile Ölpreis ebenfalls als ein fundamentaler Bestandteil des Gleichgewichtes.

Der Verfasser ist mit der Meinung der IWF-Experten nicht einverstanden. Diese Alternative hat der Verfasser modellschematisch untersucht. Das Hauptproblem in diesem Ansatz ist die Ölpreisentwicklung. Der Ölpreis entwickelte sich bis 2004 weitgehend rund um die Marke von 30 USD/Barrel. Nach 2004 verzeichnete der Ölpreis im Laufe der 55 Monate (oder 4,5 Jahre) einen erkennbaren Anstiegstrend bis auf 140 USD/Barrel und schrumpfte anschließend innerhalb von 6 Monaten auf 35 USD/Barrel zurück. So eine Entwicklung des Ölpreises hätte beim Free Floating verheerende Auswirkungen. Die Währung hätte sich mit jedem Ölpreisanstieg im Laufe der 4,5 Jahre aufgewertet. Auch bei unterbundenem Kapitalverkehr wäre die Wettbewerbsfähigkeit des Landes benachteiligt. Bei freiem Kapitalverkehr hätte die starke Korrelation des Ölpreises und des Wechselkurses den Kapitalanleger angelockt. Da die Reaktionszeit des Kapitalmarktes deutlich kürzer ist als die Auswirkung der Ölpreise auf die Handelsbilanz, hätte der Kapitalzufluss die Wechselkursaufwertung zusätzlich verstärkt. Die Abwertung des Rubels im August 2008 infolge des Ölpreisverfalls und der massiven Kapitalflucht wäre so stark gewesen, dass dadurch die Finanz-, Preis- und Wirtschaftsstabilität stark gefährdet worden wären. Der Verfasser stellt also fest: **für die rohstoffreichen Länder mit hohen Inflationsraten ist eine Wechselkurssteuerung ausdrücklich anzuraten, wenn der Aufbau einer rohstoffunabhängigen Wirtschaft angestrebt wird.**



Zur Lösung des Trade-offs zwischen Wechselkurs- und Geldpolitik bietet sich nach Meinung des Verfassers das Managed-Floating-Modell an. Das Modell widerspricht der bekannten „Unmöglichkeit“ des klassischen „Dreiecks“. **Das Trilemma ist lösbar und das ist der einzige Weg für Länder wie Russland.** Die Ausgangsgröße ist in diesem Modell der autonom zu steuernde Zinssatz, der im Fall Russland von der Notenbank hätte angehoben werden müssen, um die Inflationsrate möglichst schnell abzusenken. Die Wechselkurssteuerung wird auf den mittelfristig stabilen REWK abgestellt. Da die Inflationsrate in Russland deutlich höher war als im Ausland, wäre eine gesteuerte Abwertung des Rubels erforderlich gewesen. Dadurch wäre die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie geschützt gewesen. Durch die Abwertung des Rubels wäre der Zufluss des kurz- und mittelfristigen Auslandskapitals selbst bei hohen Renditemöglichkeiten in Russland abgewendet worden.

Entscheidend für den Erfolg dieser Strategie ist die hohe Glaubwürdigkeit der Zentralbank, da die tatsächlichen und die vom Markt erwarteten Inflations- und Wechselkurveränderungsraten von den angekündigten Zielen nicht stark abweichen dürfen. Eine enge Koordinierung der Wechselkurs- und Zinssteuerung zusammen mit einer entsprechenden Kommunikationspolitik ist essentiell. Das Modell könnte durch die externen Faktoren aber gestört werden. Dazu gehören unter anderem die Zinsschocks im Ausland, Anstieg der Risikoprämie oder z.B. die regulatorisch verursachten Preiserhöhungen. Diese Schocks sind in der Regel einmalig und temporär und sollten daher nur eine vorübergehende Störauswirkung haben. Anders sieht es beim Balassa-Samuelson-Effekt aus. Wäre der Produktivitätsfortschritt in Russland jährlich stärker als in den Handelspartnerländern, könnte das Modell durch die höheren Inflationsraten gestört werden. Der Verfasser zweifelt aber daran, dass ein Land dauerhaft Produktivitätsvorsprünge erzielen kann. Außerdem hätten die daraus resultierenden Handelsbilanzüberschüsse nicht so starke negative Auswirkungen, wie es bei den Handelsbilanzdefiziten der Fall ist.

Eine wesentliche Gefahr für den Erfolg des Managing Floatings stellt aber eine stark expansive rohstofffinanzierte Fiskalpolitik dar. Eine strenge Fiskaldisziplin spielt daher eine entscheidende Rolle. Die Fiskaldisziplin ist nicht nur für die Lösung der Problematik der Notenbank wichtig. Sie wird als Lösungskonzept für die Bekämpfung der Ressourcenfluch-Effekte empfohlen. Das Rohstoffmanagement in Norwegen gilt als vorbildlich. Der Großteil der Rohstoffeinnahmen wurde eingespart. Norwegen verfügt über einen der größten Staatsfonds der Welt (über 800 Mrd. USD, Stand Feb.2014, [swfinstitute.org](http://swfinstitute.org)). Über solch starke staatliche Sparmechanismen wurden die Devisenankäufe der Notenbank zu 97% neutralisiert. Dadurch war die norwegische Notenbank mit der Problematik der Dreieckpyramide nicht konfrontiert. Die Ressourcenfluch-Effekte waren in Norwegen nicht ausgeprägt.

Das Sparen im „norwegischen Ausmaß“ wäre nach Meinung des Verfassers im Fall Russlands unrealistisch und auch ungerecht (angesichts des enormen Investitionsbedarfs in den Bereichen Gesundheitsversorgung, Bildung und Infrastruktur). **Eine Fiskaldisziplin soll nicht nur auf das Sparen ausgerichtet sein.** Die Fiskaldisziplin bedeutet auch die Einhaltung der Fiskalregeln, die unabhängig von der Regierung festgelegt und überwacht werden. Zwei Hauptziele sollen diese Regeln verfolgen: langfristige Generationengerechtigkeit

und die mittelfristige Finanz- und Wirtschaftsstabilität. Eine Beschränkung des bereinigten Haushaltsdefizites in Relation zu der Summe der bekannten Rohstoffvorkommen und der gebildeten Geldreserven könnte das Ziel der Generationengerechtigkeit verfolgen. Die Länder, die über massive Bodenressourcen verfügen bzw. hohe Geldreserven gebildet haben, können sich eine relativ lockere Ausgabenpolitik leisten. Zwecks der Sicherstellung der mittelfristigen Finanz- und Wirtschaftsstabilität ist eine zusätzliche Einschränkung der Ausgabenpolitik über den Break-Even-Preis-Ansatz notwendig. Dieser Ansatz orientiert sich an den mittelfristigen Rohstoffpreisen und soll die Wirtschaft vor den Boom-and-Bust-Zyklen schützen.

In Russland wurde die Regelung des BEP angewendet. Allerdings zeigte die Analyse, dass die verwendeten Fiskalregeln und die Einsparungsmechanismen nicht ausreichend und lückenhaft waren. Über die Besteuerung und die Ausgabenpolitik der Staatsunternehmen verfügte die Regierung über Ausweichmöglichkeiten. Die Fiskalregeln gaben für die haushaltspolitischen Träger zu viel Spielraum und zu wenig Anreize zum sparsamen Umgang mit den Windfall-Profiten. Zur Schließung dieser Lücken sowie mit Hinblick auf die Lösung des Problems der „Unmöglichen Dreieckpyramide“ schlägt der Verfasser vor, dass ein gesetzlich festgelegter Anteil der Deviseneinnahmen der Rohstoffunternehmen aus den Haushaltsmitteln abgekauft werden soll (staatliche Devisenmarktinterventionen). Die durch die volatilen Rohstoffeinnahmen verursachten Devisenbilanzüberschüsse und die daraus resultierenden Liquiditätsüberschüsse wären durch die Haushaltsmittel automatisch neutralisiert. Für die ZBR wäre der Weg frei, die Managed-Floating-Strategie umzusetzen. Das Modell bietet gute Anreize für die haushaltspolitischen Träger zum sparsamen Umgang mit den Windfall-Profiten und öffentlichen Mitteln an. Die Rohstoffabhängigkeit des Finanzsystems könnte dadurch deutlich gemindert werden.

**Die Mittel im Rohstofffonds können jedoch ausgegeben werden, ohne dass das außen- und binnenwirtschaftliche Gleichgewicht gestört wird.** Die Hauptvoraussetzung stellt dabei eine Ausgabe aus dem Rohstofffonds in der Fremdwährung dar. In anderen Worten, die Mittel des Rohstofffonds dürfen nur für die (Teil-) Finanzierung des Imports von ausgewählten Gütern und Leistungen ausgegeben werden. Das Hauptprinzip soll heißen: durch die außer- und überplanmäßigen Einnahmen sollen nur die außerplanmäßigen Ausgaben in Fremdwährung finanziert werden.

Zusammenfassend lautet das Hauptrezept des Verfassers für Russland (und für die anderen rohstoffreichen Länder mit hohen Inflationsraten): eine eng koordinierte und glaubwürdig umgesetzte Geld-, Wechselkurs- und Fiskalpolitik. Im Gegensatz zu der Hauptaussage der Trilemma-Problematik ist der Verfasser der Meinung: **eine autonome Zins- und Wechselkurssteuerung in einer offenen Volkswirtschaft ist nicht nur möglich, sondern in den Fällen wie Russland die einzig richtige Lösung.** Gleichwohl ist anzumerken, dass die Risiken des möglichen Scheiterns solch einer koordinierten Zins- und Wechselkurssteuerung sehr hoch sind. Daher sind die Verantwortlichen besonders herausgefordert. Eine hohe Qualität und Transparenz der statistischen Daten ist erforderlich. Die Entwicklung der unabhängigen demokratischen Institutionen zur Festlegung und Überwachung von Fiskalregeln ist notwendig.

## Postskriptum: Entwicklung nach 2009

Im Folgenden soll die wirtschaftliche Entwicklung in Russland im Zeitraum 2010-2013 in Kürze dargestellt werden. In der Tabelle 15 sind die wichtigsten Eckdaten angegeben. Der Ölpreis erholte sich nach der globalen Wirtschaftskrise und bewegte sich weitgehend stabil auf dem Niveau von 105 USD/ Barrel. Die Einnahmen aus dem Rohstoffexport betragen etwa 350 Mrd. USD im Jahr. Obgleich der Staat einen Teil dieser Rohstoffeinnahmen einsparen konnte, bewertet der Verfasser diese Ersparnis als sehr gering. Der Zuwachs der Staatsersparnisse bei der Notenbank (ca. 48 Mrd. USD in vier Jahren 2010-2013) im Verhältnis zu den Rohstoffeinnahmen (1,3 Billionen USD in vier Jahren) macht lediglich 4% aus. Die expansive Fiskalpolitik wurde fortgesetzt. Die Ausgaben nahmen mit zweistelligen Wachstumsraten zu.

In der Wechselkurs- und Geldpolitik wurden einige Anpassungen vorgenommen. Die Priorität verlagerte sich auf die Geldpolitik. Die Geldbasis- und Geldmengenwachstumsraten verlangsamten sich jährlich. Dies führte dazu, dass die Inflationsrate etwa bei 6-7% stabilisiert werden konnte. Eine wesentliche Veränderung war im Bereich der Transparenz der Wechselkurspolitik zu beobachten. Die Ziele der Devisenmarktinterventionen wurden ausführlich erläutert. Die Notenbank gab die Grenzen der Wechselkursbänder bekannt. Die Volumina der Deviseninterventionen veröffentlichte die ZBR zunächst auf monatlicher und später auf täglicher Basis.

Tabelle 15. Ausgewählte Zahlen im Überblick (2009 – 2013)

	2009	2010	2011	2012	2013
Ölpreis, Jahresdurchschnitt USD/Barrel	62	79	104	112	109
Rohstoffexporte, Mrd. USD	192	257	346	351	356
Haushaltsausgaben, Mrd. USD	510	579	680	750	784
Nettostaatsforderungen der Notenbank, Mrd. USD	-174	-130	-178	-205	-222
Geldbasiswachstum, in %	7%	25%	21%	11%	8%
Geldmengenwachstumsrate, in %	18%	31%	22%	12%	15%
Inflationsrate, in %	9%	9%	6%	7%	7%
Deviseninterventionen, netto Mrd. USD	17	34	12	8	27
Währungsreserven der Notenbank, Mrd. USD	439	479	499	538	510
REWK Änderung, in %	-7%	9%	5%	4%	-1%
Wechselkurs, RUB/USD	31,7	30,4	29,4	30,8	31,8

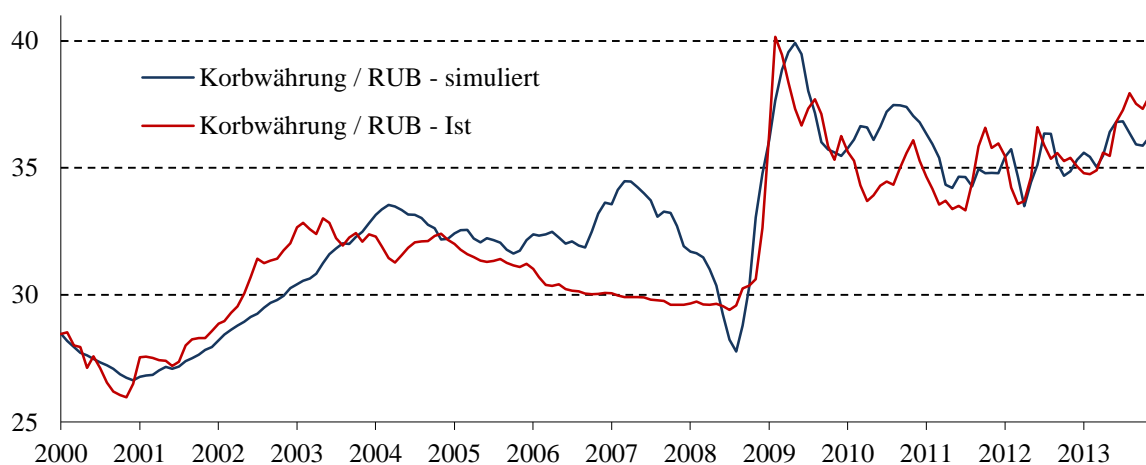
Quelle: IMF, ZBR, Eigene Berechnungen

Nach Meinung des Verfassers änderte sich die Wechselkurspolitik im Kern aber nicht stark. Die ZBR versuchte lediglich, die starken Schwankungen des Wechselkurses abzumildern. Ein langfristiges Ziel ist nicht erkennbar. Die Interventionen der Notenbank auf dem Devisenmarkt sind zurückgegangen. Die Währungsreserven der Notenbank stiegen vergleichsweise langsam an. Die REWK nahm in den Jahren 2010-2013 zu und verschlechterte dadurch die Wettbewerbsfähigkeit des Landes. Ein nächster Absturz des Wechselkurses (Rubel-Abwertung) ist daher vorprogrammiert.

Auf der Abbildung 58 vergleicht der Verfasser die Entwicklung des Korbwährungswechselkurses mit dem anhand des oben (im Kapitel 5.2.) vorgestellten Modells simulierten Wert. Es wird hier daran erinnert, dass der Ölpreis einer der stärksten Variablen des Modells ist. Wie die Abbildung deutlich zeigt, war die Entwicklung des Wechselkurses in den Jahren 2010-2013 weitgehend prognostizierbar. Die starken Abweichungen der Ist-Werte von den simulierten Werten in den Jahren 2006-2008 reflektieren den Zeitraum der stärksten Devisenmarktinterventionen. Die Rückführung dieser Politik erhöhte die Abhängigkeit des Wechselkurses von der Ölpreisentwicklung und somit die Anfälligkeit der Wirtschaft gegenüber den externen Faktoren (Ölpreiserückgang oder erneuter Anstieg der Risikoprämie infolge der Wirtschaftssanktionen gegen Russland).

Die Entwicklung in den Jahren 2010-2013 bestätigt die Hauptaussage des Verfassers in der vorliegenden Arbeit. Eine Wechselkurssteuerung ist notwendig, um die Wettbewerbsfähigkeit des Landes zu schützen sowie die Anfälligkeit der Wirtschaft gegenüber externen Faktoren zu reduzieren. Der Verfasser ist der Auffassung, dass trotz zahlreicher negativer Effekte der aktuell geltenden Wirtschaftssanktionen gegen Russland das Land auch von den positiven Auswirkungen profitiert, die jedoch langfristiger Natur sind. Unter anderem erhöht die starke Abwertung des Wechselkurses (33 Rubel / Korbwährung per 12.12.2014) die Wettbewerbsfähigkeit der Inlandsindustrie ohne Deviseninterventionen der Notenbank und die daraus folgenden Effekte auf das Geldangebot und die Preise. Um das oben vorgestellte Modell des Managed Floatings zu implementieren, wäre für die ZBR das Jahr 2015 ein optimaler Zeitpunkt.

Abbildung 58. Tatsächliche und simulierte Wechselkurse der Korbwährung



Quellen: eigene Berechnung, ZBR

## Literaturverzeichnis

\* *Die derart gekennzeichneten Quellen sind im Original Russisch; die Angaben wurden vom Verfasser in Deutsch übersetzt.*

Aghion, P., Bacchetta, P., Rancière, R., Rogoff, K. (2006) *Exchange rate volatility and productivity growth: the role of financial development*, Discussion Paper No. 5629, CEPR, London.

Arezki, R., Van der Ploeg, F. (2007) *Can the Natural Resource Curse Be Turned Into a Blessing? The Role of Trade Policies and Institutions*, IMF WP/07/55, Washington, DC.

\* Andreev, V. (2007) *Liberalisierung der Devisenregulierung und Devisenkontrolle in Russland*, [Либерализация валютного регулирования и валютного контроля в России; Liberalizaciya valyutnogo regulirovaniya i valyutnogo kontrolya v Rossii] Wissenschaftsakademie Russland, <http://www.cemi.rssi.ru/mei/articles/andreev07-1.pdf>

Auty, R., Gleb, A. (1986) *Oil Windfalls in a Small Parliamentary Democracy: Their Impact on Trinidad and Tobago*, World Development, Vol. 14, No. 9. pp. 1161 - 1175.

Auty, R. (1991) *Resource-based industry in boom, downswing and liberalization: Mexico*, Energy Policy, Volume 19, Issue 1, pp. 13-23.

Auty, R., Warhurst, A. (1993) *Sustaining Development in Mineral Economies*, Resources Policy, Volume 19, Issue 1, March 1993, pp 14–29.

Auty, R. (1994) *Industrial policy reform in six newly industrializing countries*, World Development, Vol. 22, No. 1 pp. 11-26.

Auty, R. (1998) *Resource Abundance and Economic Development: Improving the performance of resource-rich countries*, The United Nations University World Institute for Development Economics. Helsinki.

Auty, R. (1999) *Mineral wealth and the economic transition: Kazakhstan*, Resources Policy. Vol. 24, No. 4, pp. 241–249.

Auty, R. (2001). *The political economy of resource-driven growth*, European Economic Review 45, pp. 839-846.

Balassa, B. (1964) *The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal*. Journal of Political Economy. 72, pp. 584-96.

Balino, T., Hoelscher, D., Horder, J. (1997) *Evolution of monetary policy instruments in Russia*, IMF WP/97/180, Washington, DC.

Bardt, H (2005) *Rohstoffreichtum – Fluch oder Segen?* IW-Trends – Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 32. Jahrgang, Heft 1/2005. Deutscher Instituts-Verlag, Köln

- Barisitz, S. Ollus, S.-E. (2007) *The Russian Non-Fuel Sector: Signs of Dutch Disease? Evidence from EU-25 Import Competition*, BOFIT Online No. 2, Bank of Finland.
- Beck, R., Kamps, A., Mileva, E. (2007) *Long-Term Growth Prospects for the Russian Economy*, EZB, occasional paper series No 58 / March 2007, Frankfurt am Main.
- Benjamin, N.C., Devarajan, S. and Weiner, R.J. (1989) *The 'Dutch' disease in a developing country, Oil reserves in Cameroon*, Journal of Development Economics 30, pp. 71-92.
- Bjørnland, H.C. (1998) *The economic effects of north sea oil on the manufacturing sector*, Scottish Journal of Political Economy, Vol. 45, No. 5, November 1998
- Blattman, C., Hwang, J., Williamson, J.G. (2007) *Winners and losers in the commodity lottery: the impact of terms of trade growth and volatility in the periphery 1870–1939*, Journal of Development Economics, 82, pp. 156–79.
- Bofinger, P., Reischle, J., Schächter, A. (1996) *Geldpolitik, Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente*, München.
- Bofinger, P. (2007) *Grundzüge der Volkswirtschaftslehre Eine Einführung in die Wissenschaft von Märkten*, 2. Aufl. Pearson, München.
- Boschini, A.D., Pettersson, J., Roine, J. (2007) *Resource curse or not: a question of appropriability*, Scandinavian Journal of Economics, 109(3), pp. 593-617.
- BP (2009) *BP Statistical Review of World Energy June 2009*, abgerufen am 30.07.2010, [bp.com/statisticalreview](http://bp.com/statisticalreview)
- Buffie, E.F. (1993) *Direct foreign investment, crowding out and underemployment in the dualistic economy*, Oxford Economic Papers, 45, pp. 639-667.
- \* Bundesumweltministerium (2009) *Staatsbericht zum Stand und Schutz der Umwelt der Russischen Föderation im Jahr 2008* [Государственный доклад «О состоянии и об охране окружающей среды Российской Федерации в 2008 году»; Gosudarstvennyj doklad «O sostoyanii i ob ohrane okruzhayushhej sredy` Rossijskoj Federacii v 2008 godu»], Bundesministerium der Russischen Föderation für die Naturressourcen und das Umwelt, Moskau, [www.mnr.gov.ru/regulatory/list.php?part=1267](http://www.mnr.gov.ru/regulatory/list.php?part=1267)
- Brunstad, R.J., Dyrstadt, J.M. (1997) *Booming sector and wage effects: an empirical analysis on norwegian data*, Oxford Economic Papers 49, pp. 89-103.
- Caesar, R. (1981) *Der Handlungsspielraum von Notenbanken – Theoretische Analyse und internationaler Vergleich*, Schriften zur monetären Ökonomie, Bd. 13 Baden-Baden.
- Carneiro, G.F. (2007) *Development Challenges of Resource-Rich Countries: the Case of Oil Exporters*, Weltbank, VI international Colloquium “Macrodynamics Capabilities and Economic Development”, Universität Brasilia, Brasilia.

- Corden, W.M. (1984) *Booming sector and Dutch disease economics: Survey and consolidation*, Oxford Economic Papers, 36, pp. 359-380.
- Devlin, J., Lewin, M. (2005) *Managing Oil Booms and Busts in Developing Countries*, in Aizenman, J., Pinto, B. (Hrs.), *Managing Volatility and Crises: A Practitioner's Guide*, pp. 186-222, Cambridge University Press.
- Dichtl, E., Issing, O. (1994) *Vahlens Großes Wirtschaftslexikon*, Band 1, 2. Auflage, München, S. 480.
- Eika, T., Magnussen, K.A. (2000) *Did Norway gain from the 1979-1985 oil price shock?* Economic Modelling, Volume 17, Issue 1, 01.01.2000, Pages 107–137.
- Fasano, U. (2000) *Review of the experience with oil stabilisation and savings funds in selected countries*, IMF WP/00/112, Washington, DC.
- Fardmanesh, M. (1991) *Dutch disease economics and the oil syndrome: an empirical study*, World Development. Volume 19, Issue 6, pp. 711–717.
- Finanzministerium Norwegen (2001) *Report no. 29 to the Storting (2000-2001) Guidelines for economic policy, Recommendation by the Ministry of Finance of 29 March 2001, approved by the Council of State the same day*, [www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/red/2005/0013/ddd/pdfv/260472-pmk\\_rap.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/red/2005/0013/ddd/pdfv/260472-pmk_rap.pdf)
- Gazprom (2004) *Financial Report 2003*, <http://www.gazprom.com/investors/reports/2003/>
- Gazprom (2005) *Financial Report 2004*, <http://www.gazprom.com/investors/reports/2004/>
- Gazprom (2006) *Financial Report 2005*, <http://www.gazprom.com/investors/reports/2005/>
- Gazprom (2007) *Financial Report 2006*, <http://www.gazprom.com/investors/reports/2006/>
- Gazprom (2008) *Financial Report 2007*, <http://www.gazprom.com/investors/reports/2007/>
- Gazprom (2009) *Financial Report 2008*, <http://www.gazprom.com/investors/reports/2008/>
- Gazprom (2010) *In questions and answers*, auf der Internetseite, abgerufen am 20.05.2011, <http://eng.gazpromquestions.ru/?id=7>
- \* Gref, G. (2002) *Äußerungen des Wirtschaftsministers der Russischen Föderation auf der Pressekonferenz vom 02.07.2002*, Finanznachrichtenportal „Finam“ abgerufen am 15.08.2008 [www.finam.ru/analysis/reviews/rqdate03077D2/default.asp?calendar=yes#rv8](http://www.finam.ru/analysis/reviews/rqdate03077D2/default.asp?calendar=yes#rv8)
- \* Gurvich, E.T. (2004) *Makroökonomische Bewertung der Rolle des Öl- und Gassektors* [Макроэкономическая оценка роли российского нефтегазового сектора; Макроекономическая оценка роли российского нефтегазового сектора], *Wirtschaftsfragen* [Вопросы экономики; Вопросы экономики], No. 10/2004, Moskau.

- Gylfason, T. (2001) *Lessons from the Dutch Disease: Causes, Treatment, and Cures*, Institute of economic studies, W01:06, University of Iceland.
- Gylfason, T., Zoega, G. (2002) *Inequality and Growth: Do Natural Resources Matter?* CESifo Working Paper No. 712 (5).
- Gylfason, T. (2006) *The Dutch Disease: Lessons from Norway*, University of Iceland, <http://notendur.hi.is/gylfason/Trinidad2006.pdf>.
- Fuhrmann, W., Clemens, M. (2008) *Rohstoffbasierte Rohstofffonds, Theorie und Empirie* Institut für Makroökonomie, Universität Potsdam 2008, Forschungsbericht Nr.0108, Online: [www.mpra.ub.uni-muenchen.de/16933/](http://www.mpra.ub.uni-muenchen.de/16933/), MPRA Paper No. 16933.
- Hausmann, R., A. Powell, and R. Rigobon (1993), “An Optimal Spending Rule Facing Oil Income Uncertainty (Venezuela)”, in *External Shocks and Stabilization Mechanisms*, ed. by E. Engel and P. Meller (Washington: IADB and Johns Hopkins University Press).
- Hausmann, R., Rigobon, R. (2003) *An Alternative Explanation of the Resource Curse*, NBER Working Paper No. 9424.
- Hausmann, R., Panizza, U., and Rigobon, R. (2004) *The long-run volatility puzzle of the real exchange rate*, Working Paper No. 10751, NBER, Cambridge, MA.
- Holmøy, E., Heide, K.M. (2005) *Is Norway immune to Dutch Disease? CGE Estimates of Sustainable Wage Growth and Deindustrialisation*, Discussion Papers No. 413, March 2005 Statistics Norway, Research Department.
- Hutchison, M.M. (1994) *Manufacturing sector resiliency to energy booms: empirical evidence from Norway, the Netherlands, and the United Kingdom* Oxford Economic Papers 46, pp. 311-329.
- Issing, O. (1982) *Die Unabhängigkeit der Bundesbank, in: Geld- und Währungspolitik in der Bundesrepublik Deutschland*, hrsg. V. W. Ehrlicher u.a., Berlin.
- \* Pogrebniak, E., Shvaryova, N., Plehanov, D., Petrovskaya, I., Tsukhlo, S. (2006) *Der Wechselkurs und das Wirtschaftsverhalten der Industrieunternehmen in Russland 2005-2006* [Валютный курс и экономическое поведение российских промышленных предприятий в 2005-2006 гг.; Valyutny`j kurs i e`konomicheskoe povedenie rossijskix promy`shlenny`x predpriyatij v 2005-2006 gg.], Institut für die komplexe strategische Forschungen, [www.icss.ac.ru/userfiles/file/public/pdf13.pdf](http://www.icss.ac.ru/userfiles/file/public/pdf13.pdf).
- IWF, IFS, *International Financial Statistics*, CD-Datenbank des Internationalen Währungsfonds, Washington DC.
- IWF, Manual (2000) *Monetary and Financial Statistics Manual*, Washington, DC.
- IWF, AREAER (2000-2009) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington, DC.



- IWF (2002) *Russian Federation: 2001 Article IV Consultation —Staff Report; and Public. Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 02/74, April 2002, Washington, DC.
- IWF (2003) *Russian Federation: 2003 Article IV Consultation —Staff Report; and Public. Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 03/144, Mai 2003, Washington, DC.
- IWF (2004) *Russian Federation: 2004 Article IV Consultation —Staff Report; and Public. Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 04/314, September 2004, Washington, DC.
- IWF (2005) *Russian Federation: 2005 Article IV Consultation —Staff Report; and Public. Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 05/377, Oktober 2005, Washington, DC.
- IWF (2006) *Russian Federation: 2006 Article IV Consultation —Staff Report; and Public. Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 06/429, Dezember 2006, Washington, DC.
- IWF (2007) *Russian Federation: 2007 Article IV Consultation —Staff Report; and Public. Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 351, Oktober 2007, Washington, DC.
- IWF (2008) *Russian Federation: 2008 Article IV Consultation —Staff Report; and Public. Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 09/309, September 2008, Washington, DC.
- IWF (2009) *Russian Federation: 2009 Article IV Consultation —Staff Report; and Public. Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 09/246, September 2009, Washington, DC.
- IWF (2010) *Russian Federation: 2010 Article IV Consultation —Staff Report; and Public. Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 10/246, Juli 2010, Washington, DC.
- IWF (2010b) *Statement by IMF Mission to Russia* Press Release No. 10/480, 09.12.2010 <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10480.htm>
- Kaiser, R. (1980) *Bundesbankautonomie-Möglichkeiten und Grenzen einer unabhängigen Politik*, Frankfurt am Main.
- Karl, T.L. (1997), *The Paradox of Plenty: Oil Booms and Petro-States*, Studies in International Political Economy, 26, University of California Press.

- \* Kataranova, M. (2010) *Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Inflation in Russland* [Связь между обменным курсом и инфляцией в России; Svyaz` mezhdub obmenny`m kursom i inflyaciej v Rossii], *Wirtschaftsfragen* [Вопросы экономики; Voprosy` e'konomiki], No. 1/2010, <http://www.eeg.ru/files/vek.pdf>
- Krugman, P. (1987) *The narrow moving band, the Dutch disease, and the competitive consequences of Mrs. Thatcher. Notes on Trade in the Presence of Dynamic Scale Economies*. *Journal of Development Economics* 27 (1987) 41-55. North-Holland.
- Krugman, P. (2011) "Currency Wars" and the Impossible Trinity (Wonkish) *The New York Times*, The Opinion Pages, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/05/09/currency-wars-and-the-impossible-trinity-wonkish/>
- Krugman, P., Obstfeld, M., Melitz, M. (2012) *Internationale Wirtschaft Theorie und Politik der Außenwirtschaft*, 9. Aufl., Pearson, München.
- \* Kudrin, A. (2008) *Äußerungen des Finanzministers im Gosduma*, [Высказывания А.Л. Кудрина в Госдуме; Vy`skazy`vaniya A.L. Kudrina v Gosdume] *Offizielle Information des Finanzministeriums der Russischen Föderation vom 06.08.2008*, [www.minfin.ru/ru/official/index.php?id\\_4=6427&from\\_4=05.08.2008&to\\_4=13.08.2008&type\\_4=1](http://www.minfin.ru/ru/official/index.php?id_4=6427&from_4=05.08.2008&to_4=13.08.2008&type_4=1).
- \* Kudrin, A. (2009) *Die globale Finanzkrise und ihre Auswirkungen auf Russland* [Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию; Mirovoj finansovy`j krizis i ego vliyanie na Rossiju], *Wirtschaftsfragen* [Вопросы экономики; Voprosy` e'konomiki] Nr.1, [www.vopreco.ru/rus/redaction.files/21-09.pdf](http://www.vopreco.ru/rus/redaction.files/21-09.pdf).
- Landes, D.S. (1998) *The wealth and poverty of nations: why some are so rich and some so poor*, New York, W. W. Norton & Company, Inc.
- Larsen, E. R. (2004), *Escaping the Resource Curse and the Dutch Disease. When and Why Norway Caught up with and Forged Ahead of its Neighbors* Discussion Papers No. 377, May 2004, Statistics Norway, Research Department.
- Latsis, O. (2005) *Dutch Disease Hits Russia*, *Moscow News*, 14. Juni 2005, abgerufen am 10.09.2008, <http://eng.globalaffairs.ru/engsmi/922.html>
- Lederman, D., Maloney, W. (2007) *Natural Resource: Neither Curse nor Destiny*, Weltbank, Stanford University Press, Washinton, DC.
- Lukoil (2009) *Consolidated Financial Statements as of December 31, 2008 and 2007*, <http://www.lukoil.com/new/finreports/2008>
- Lukoil (2007) *Consolidated Financial Statements as of December 31, 2006 and 2005*, <http://www.lukoil.com/new/finreports/2006>
- Mabro, R., Monroe, E. (1974) *Arab wealth from oil: problems of its investment*, *International Affairs*, Vol. 50, No. 1 (Jan., 1974), pp. 15-27

- Magud, N., Sosa, S. (2010) *When and Why Worry About Real Exchange Rate Appreciation? The Missing Link between Dutch Disease and Growth* IMF WP/10/271, Washington DC.
- Manzano, O., Rigobon, R. (2007) *Resource Curse or Debt Overhang?* in Lederman, D., Maloney, W. (Hrs.) *Natural Resource: Neither Curse nor Destiny*, Weltbank, Stanford University Press, Washinton, DC. pp. 41-70.
- Mehlum, H., Moene K., Torvik R. (2001) *Institutions and the resource curse*, Memorandum No 29/2002, Department of Economics, University of Oslo
- Mehlum, H., Moene K., Torvik R. (2006) *Institutions and the resource curse*, The Economic Journal, 116, 1–20. Royal Economic Society.
- Mikesell, R. (1997) *Explaining the resource curse, with special reference to mineralexporting countries*, Resources Policy, Vol. 23, No. 4, pp. 191-199.
- Mundell, R.A. (1968) *International Economics*, New York: MacMillan.
- Neary, J., van Wijnbergen, S. (1985) *Natural Resources and the Macroeconomy: A Theoretical Framework*, Centre for Economic Research Working Paper Series; No. 36, University College Dublin. School of Economics.
- Neary, J.P., Van Wijbergen, S. (1986) *Natural Resources and the Macroeconomy*, Centre for Economic Policy Research, Blackwell, Oxford, UK, 352 pp.
- Nestmann, T., Moser, E. (2007) *Der Finanzsektor in Russland*, Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen 402, 26.11.2007, Frankfurt am Main.
- Nkusu, M. (2004) *Aid and the Dutch Disease in Low-Income Countries: Informed Diagnoses for Prudent Prognoses*, IMF WP 04/49
- Norges Bank (2004) *Historical Monetary Statistics for Norway 1819-2003*, Norges Banks Skriftserie / Occasional Papers no. 35, Oslo.
- Norges Bank (2009) *Government pension fund global Annual report 2008* Norges Bank Investment Management, [\\_nbim.no/Global/Reports/2008/2008%20annual%20report.pdf](http://nbim.no/Global/Reports/2008/2008%20annual%20report.pdf)
- OECD (2007) *OECD Economic Surveys: Norway* ISBN 92-64-03125-1
- Oomes, N., Kalcheva. K. (2007) *Dutch Disease: Does Russia Have the Symptoms?*, BOFIT Discussion Papers 6. Helsinki, Banl of Finland.
- \* Putin, V. (2007) *Botschaft des Präsidenten der Russischen Föderation an die Bundesversammlung vom 26.04.2007* [Послание Президента РФ Федеральному Собранию от 26.04.2007; Poslanie Prezidenta RF Federal`nomu Sobraniyu ot 26.04.2007], Moskau, Internet-Seite des Präsidenten Russlands, <http://archive.kremlin.ru/text/appears/2007/04/125339.shtml>.

- Rautava, J. (2002) *The Role of the Oil Prices and the Real Exchange Rate in Russia's Economy* BOFIT Discussion Papers 2002, No. 3 Bank of Finland, Institute for Economies in Transition.
- Robinson, J. A., Acemoglu, D., Johnson, S. (2003) *An African Success Story: Botswana*. In Dani, R. (Hrs.) *In Search of Prosperity: Analytic Narratives on Economic Growth*, Princeton: Princeton University Press, pp. 80-119.
- Roland, G. (2006) *The Russian Economy in the Year 2005*. Mimeo. University of California Berkeley.
- Rosneft (2009) *OJSC Oil Company Rosneft Consolidated Financial Statements as of December 31, 2008 and 2007 and for the years ended December 31, 2008, 2007 and 2006*, [http://www.rosneft.com/attach/0/58/64/Rosneft\\_GAAP\\_2008\\_ENG.pdf](http://www.rosneft.com/attach/0/58/64/Rosneft_GAAP_2008_ENG.pdf)
- Ross, M. (2003) *Natural Resources and Civil War: An Overview with Some Policy Options*, Draft report prepared for the conference on "The Governance of Natural Resources Revenues," World Bank and the Agence Française de Développement, Paris, December, 2002.
- Rudd, D. (1996) *An Empirical Analysis of Dutch Disease: Developing and Developed Countries*, Illinois Wesleyan University Projects. Paper 62.
- Sachs, J. D., Warner, A. (1995) *Natural Resource Abundance and Economic Growth*, NBER Working Paper 5398, Cambridge, MA.
- Sachs, J. D., Warner, A., Åslund, A., Fischer, S. (1995) *Economic Reform and the Process of Global Integration*, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1995, No. 1, 25th Anniversary Issue, pp. 1-118.
- Sachs, J. D., Warner, A. (1999) *The Big Push, Natural Resource Booms, and Growth*, Journal of Development Economics 59: 43–76.
- Sachs, J. D., Warner, A. (2001) *The Curse of Natural Resources* European Economic Review 45: 827–38
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2008) *Das deutsche Finanzsystem. Effizienz steigern – Stabilität erhöhen*. Expertise im Auftrag der Bundesregierung, Wiesbaden.
- Sala-i-Martin, X., Subramanian, A. (2003) *Addressing the natural resource curse: An illustration from Nigeria*, NBER Working Paper Series, No 9804, Cambridge.
- Samuelson, P.A. (1964) *Theoretical Notes on Trade Problems*, Review of Economics and Statistics. 46, pp. 145-54.
- Serven, L., Solimano, A. (1994) *Debt crisis, adjustment policies and capital formation in developing countries: Where do we stand?*, World Development. Volume 21, Issue 1, pp. 127-140.

- Sberbank (2010) Geschäftsbericht der Sberbank von Russland OAO für das Jahr 2009, [http://www.sberbank.ru/en/investor\\_relations/financial\\_highlights/annual\\_reports/](http://www.sberbank.ru/en/investor_relations/financial_highlights/annual_reports/)
- Sosunov, K., Zamulin, O. (2006) *Can Oil Prices Explain the Real Appreciation of the Russian Ruble in 1998–2005*, CEFIR/NES Working Paper No. 83 (Moscow: Center for Economic and Financial Research at New Economic School)
- Spatafora, N., Stavrev, E. (2003) *The Equilibrium Exchange rate in a Commodity Exporting Country: The Case of Russia* IMF Working Paper 03/93, Washington DC.
- Statistikamt Norwegen (1980) *The Statistical Yearbook of Norway 1980* Central Bureau of Statistics, Oslo, 08.09.1980.
- Statistikamt Norwegen (1990) *The Statistical Yearbook of Norway 1990* Central Bureau of Statistics, Oslo, 25.05.1990.
- Statistikamt Norwegen (2009) *National Accounts 1970-2008* Statistics Norway, Oslo, 14.08.2009.
- \* Statistikamt Russland (2005) *Verordnung des Statistikamts „Zu den methodologischen Vorschriften zur Beobachtung und Berechnung von Konsumentenpreisen“* Bundesdienst für Staatsstatistik der Russischen Föderation, Nr. 110 vom 30.12.2005, Moskau.
- Statistikamt Russland (2009) *Russia in figures 2009, Statistical Handbook* Bundesdienst für Staatsstatistik der Russischen Föderation, Moskau, [www.gks.ru/bgd/regl/b09\\_12/Main.htm](http://www.gks.ru/bgd/regl/b09_12/Main.htm)
- Sturm, M., Gurtner, F., Alegre, J. G. (2009) *Fiscal policy challenges in oil-exporting countries* Occasional Paper series, No 104 / June 2009, ECB, Frankfurt am Main.
- Taylor, J. (1993) *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Nr. 39, North-Holland pp. 195-214.
- Van der Ploeg, R., Poelhekke, S. (2008) *Volatility, Financial Development and the Natural Resource Curse*, Oxford Centre for the Analysis of Resource-rich Economies Paper No 2008/03, pp. 727–760, Oxford.
- Van Wijnbergen, S. (1984) *Inflation, unemployment and the Dutch disease in oil-exporting countries: A short-run dis-equilibrium analysis*, Quarterly Journal of Economics, May 1984.
- VTB (2010) Financial Statements for the year ended 31.12.2009, VTB Bank [www.vtb.com/upload/iblock/a81/2009-vtb-ifrs-reportg1d.pdf](http://www.vtb.com/upload/iblock/a81/2009-vtb-ifrs-reportg1d.pdf)
- ZBR, Bankenbericht (2003) *Bericht zur Entwicklung des Bankensektors und der Bankenaufsicht 2002*, ZBR, Moskau, [cbr.ru/publ/archive/root\\_get\\_blob.aspx?doc\\_id=7204](http://cbr.ru/publ/archive/root_get_blob.aspx?doc_id=7204)
- ZBR, Bankenbericht (2004) *Bericht zur Entwicklung des Bankensektors und der Bankenaufsicht 2003*, ZBR, Moskau, [cbr.ru/publ/archive/root\\_get\\_blob.aspx?doc\\_id=7205](http://cbr.ru/publ/archive/root_get_blob.aspx?doc_id=7205)

- ZBR, Bankenbericht (2005) *Bericht zur Entwicklung des Bankensektors und der Bankenaufsicht 2004*, ZBR, Moskau, [cbr.ru/publ/archive/root\\_get\\_blob.aspx?doc\\_id=7206](http://cbr.ru/publ/archive/root_get_blob.aspx?doc_id=7206)
- ZBR, Bankenbericht (2006) *Bericht zur Entwicklung des Bankensektors und der Bankenaufsicht 2005*, ZBR, Moskau, [cbr.ru/publ/archive/root\\_get\\_blob.aspx?doc\\_id=7203](http://cbr.ru/publ/archive/root_get_blob.aspx?doc_id=7203)
- ZBR, Bankenbericht (2007) *Bericht zur Entwicklung des Bankensektors und der Bankenaufsicht 2006*, ZBR, Moskau, [cbr.ru/publ/archive/root\\_get\\_blob.aspx?doc\\_id=7297](http://cbr.ru/publ/archive/root_get_blob.aspx?doc_id=7297)
- ZBR, Bankenbericht (2008) *Bericht zur Entwicklung des Bankensektors und der Bankenaufsicht 2007*, ZBR, Moskau, [cbr.ru/publ/archive/root\\_get\\_blob.aspx?doc\\_id=8136](http://cbr.ru/publ/archive/root_get_blob.aspx?doc_id=8136)
- ZBR, Bankenbericht (2009) *Bericht zur Entwicklung des Bankensektors und der Bankenaufsicht 2008*, ZBR, Moskau, [cbr.ru/publ/archive/root\\_get\\_blob.aspx?doc\\_id=8461](http://cbr.ru/publ/archive/root_get_blob.aspx?doc_id=8461)
- ZBR, Bankenbericht (2010) *Bericht zur Entwicklung des Bankensektors und der Bankenaufsicht 2009*, ZBR, Moskau, [cbr.ru/publ/archive/root\\_get\\_blob.aspx?doc\\_id=8669](http://cbr.ru/publ/archive/root_get_blob.aspx?doc_id=8669)
- \* ZBR, Hauptrichtlinien (2001) *Die Hauptrichtlinien der einheitlichen Geldpolitik für das Jahr 2001* [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2001 год; Osnovny'e napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2001 god], Zeitschrift der ZBR [Вестник Банка России, Vestnik Banka Rossii], N1(501), 05.01.2001, Moskau.
- \* ZBR, Hauptrichtlinien (2002a) *Die Hauptrichtlinien der einheitlichen Geldpolitik für das Jahr 2002* [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2002 год; Osnovny'e napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2002 god], Zeitschrift der ZBR [Вестник Банка России, Vestnik Banka Rossii], N1(579), 03.01.2002, Moskau.
- \* ZBR, Hauptrichtlinien (2002b) *Die Hauptrichtlinien der einheitlichen Geldpolitik für das Jahr 2003* [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2003 год; Osnovny'e napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2003 god], Zeitschrift der ZBR [Вестник Банка России, Vestnik Banka Rossii], N68(646), 18.12.2002, Moskau.
- \* ZBR, Hauptrichtlinien (2003) *Die Hauptrichtlinien der einheitlichen Geldpolitik für das Jahr 2004* [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2004 год; Osnovny'e napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2004 god], Zeitschrift der ZBR [Вестник Банка России, Vestnik Banka Rossii], N66(718), 04.12.2003, Moskau.
- \* ZBR, Hauptrichtlinien (2004) *Die Hauptrichtlinien der einheitlichen Geldpolitik für das Jahr 2005* [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2005 год; Osnovny'e napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2005 god], Zeitschrift der ZBR [Вестник Банка России, Vestnik Banka Rossii], N70(795), 16.12.2004, Moskau.
- \* ZBR, Hauptrichtlinien (2005) *Die Hauptrichtlinien der einheitlichen Geldpolitik für das Jahr 2006* [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 год; Osnovny'e napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2006 god], Zeitschrift der ZBR [Вестник Банка России, Vestnik Banka Rossii], N65(863), 08.12.2005, Moskau.

- \* ZBR, Hauptrichtlinien (2006) *Die Hauptrichtlinien der einheitlichen Geldpolitik für das Jahr 2007* [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 год; Osnovny'e napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2007 god], Zeitschrift der ZBR [Вестник Банка России, Vestnik Banka Rossii], N66(936), 30.11.2006, Moskau.
- \* ZBR, Hauptrichtlinien (2007) *Die Hauptrichtlinien der einheitlichen Geldpolitik für das Jahr 2008* [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год; Osnovny'e napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2008 god], Zeitschrift der ZBR [Вестник Банка России, Vestnik Banka Rossii], N47(991), 22.08.2007, Moskau.
- \* ZBR, Hauptrichtlinien (2008) *Die Hauptrichtlinien der einheitlichen Geldpolitik für die Jahre 2009-2011* [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009-2011 годы; Osnovny'e napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2009-2011 gody.], Zeitschrift der ZBR [Вестник Банка России, Vestnik Banka Rossii], N66(1082), 14.11.2008, Moskau.
- \* ZBR, Hauptrichtlinien (2009) *Die Hauptrichtlinien der einheitlichen Geldpolitik für die Jahre 2010-2012* [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010-2012 годы; Osnovny'e napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2010-2012 gody.], Zeitschrift der ZBR [Вестник Банка России, Vestnik Banka Rossii], N68(1159), 26.11.2009, Moskau.

ZBR, Jahresbericht (1999) *Jahresbericht der Bank von Russland 1998*, ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=god&PageYear=1998>

ZBR, Jahresbericht (2000) *Jahresbericht der Bank von Russland 1999*, ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=god&PageYear=1999>

ZBR, Jahresbericht (2001) *Jahresbericht der Bank von Russland 2000*, ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=god&PageYear=2000>

ZBR, Jahresbericht (2002) *Jahresbericht der Bank von Russland 2001*, ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=god&PageYear=2001>

ZBR, Jahresbericht (2003) *Jahresbericht der Bank von Russland 2002*, ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=god&PageYear=2002>

ZBR, Jahresbericht (2004) *Jahresbericht der Bank von Russland 2003*, ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=god&PageYear=2003>

ZBR, Jahresbericht (2005) *Jahresbericht der Bank von Russland 2004*, ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=god&PageYear=2004>

ZBR, Jahresbericht (2006) *Jahresbericht der Bank von Russland 2005*, ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=god&PageYear=2005>

ZBR, Jahresbericht (2007) *Jahresbericht der Bank von Russland 2006*, ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=god&PageYear=2006>

ZBR, Jahresbericht (2008) *Jahresbericht der Bank von Russland 2007*, ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=god&PageYear=2007>

ZBR, Jahresbericht (2009) *Jahresbericht der Bank von Russland 2008*, ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=god&PageYear=2008>

ZBR, Jahresbericht (2010) *Jahresbericht der Bank von Russland 2009*, ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=god&PageYear=2009>

ZBR, Inflationsberichte (2004-2010), *Vierteljährliche Inflationsberichte der ZBR*, vom 2004-I bis 2010-I, <http://cbr.ru/publ/?Prtid=ddcp>

ZBR, Statistik (2007-2009) *Bulletin of banking statistics*, N1(164) – N12(199), ZBR, Moskau, <http://cbr.ru/eng/publ/default.aspx?prtid=bbs>

ZBR, Statistik (2008) *Bulletin of banking statistics, regional supplement*, N4 (32) ZBR, Moskau, [http://cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbsq0804e.pdf?pid=bbs&sid=itm\\_49341](http://cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbsq0804e.pdf?pid=bbs&sid=itm_49341)

ZBR, Statistik (2010) *Bulletin of banking statistics, regional supplement*, N1 (37) ZBR, Moskau, [http://cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbsq1001e.pdf?pid=bbs&sid=itm\\_49341](http://cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbsq1001e.pdf?pid=bbs&sid=itm_49341)

\* Zollamt, Online Statistiken zum Außenhandel, der Bundeszolldienst der Russischen Föderation, [customs.ru/index.php?option=com\\_content&view=article&id=13858&Itemid=2095](http://customs.ru/index.php?option=com_content&view=article&id=13858&Itemid=2095)

\* Ulukaev, A., Sokolov, B., Gurvich, E. (2008) *Einschätzung des Beitrags des Balassa-Samuelson-Effektes in der Inflationsdynamik* [Оценка вклада эффекта балассы–самуэльсона в динамику реального обменного курса рубля; Ocenka vklada e'ffekta balassy`–samue'l'sona v dinamiku real'nogo obmennogo kursa rublya], *Wirtschaftsfragen* [Вопросы экономики; Voprosy` e'konomiki] Nr. 7, Moskau, <http://www.eeg.ru/files/ve7bal-sam.pdf>

\* Ulukaev (2009) *Auswirkungen der Weltgüterpreise auf globale und inländische Inflation* [Воздействие мировых товарных цен на глобальную и российскую инфляцию; Vozdejstvie mirovy`x tovarny`x cen na global'nyu i rossijskuyu infljacyu], *Geld und Kredit* [Деньги и кредит; Den`gi i kredit] 4/2009, Moskau.



## Rechtsgrundlagenverzeichnis

Die Rechtsgrundlagen wurden vom Verfasser von Russisch in Deutsch übersetzt. Die Abkürzungen sind nicht amtlich und wurden vom Verfasser eingeführt.

Quelle: Internetdatenbank für die Rechtsgrundlagen in Russland [www.base.consultant.ru](http://www.base.consultant.ru)

- \* Bankengesetz (1990) *Bundesgesetz der Russischen Föderation „Zu den Banken und der Banktätigkeit“* Nr. 395-1 vom 02.12.1990 in der Fassung vom 23.07.2010 [Федеральный закон от 02.12.1990 N 395-1 "О банках и банковской деятельности"].
- \* Devisenkaufverordnung-alt (1999) *Verordnung zum Devisenkauf auf dem Binnendevisenmarkt der Russischen Föderation zwecks der Zahlungsausführung im Rahmen der Verträge zu Güterimporten*, ZBR, Nr. 519-U vom 22.03.1999 in der Fassung vom 28.06.99, außer Kraft seit 17.12.2002 [Указание Банка России от 22.03.1999 N 519-У "О порядке покупки юридическими лицами - резидентами иностранной валюты за рубли на внутреннем валютном рынке Российской Федерации для целей осуществления платежей по договорам об импорте товаров в Российскую Федерацию"].
- \* Devisenkaufverordnung-neu (2002) *Verordnung zum Devisenkauf auf dem Binnendevisenmarkt der Russischen Föderation zwecks der Zahlungsausführung im Rahmen der Verträge zu Güterimporten*, ZBR, Nr. 1223-U vom 17.12.2002, außer Kraft seit 18.04.2004 [Указание Банка России от 17.12.2002 N 1223-У "Об особенностях покупки юридическими лицами - резидентами иностранной валюты за валюту Российской Федерации на внутреннем валютном рынке Российской Федерации для целей осуществления платежей по договорам об импорте товаров в Российскую Федерацию"].
- \* Devisenkontrollgesetz-neu (2003) *Bundesgesetz der Russischen Föderation „Zur Devisenregulierung und –kontrolle“* Nr. 173-FG vom 10.12.2003 in den Fassungen bis zum 22.07.2008, Inkrafttreten seit 18.06.2004 [Федеральный закон от 10.12.2003 N 173-ФЗ "О валютном регулировании и валютном контроле"].
- \* Devisenkontrollgesetz-alt (1992) *Bundesgesetz der Russischen Föderation „Zur Devisenregulierung und –kontrolle“* Nr. 3615-1 vom 09.10.1992 in den Fassungen bis zum 07.07.2003, außer Kraft seit 18.06.2004 [Федеральный закон от 09.10.1992 N 173-ФЗ "О валютном регулировании и валютном контроле"].
- \* Devisenkontrollverschärfung (1999) *Anweisung zur Devisenkontrollverschärfung durch die Banken und Sanktionsmaßnahmen*, ZBR, Nr. 500-U vom 12.02.1999 in der Fassung vom 23.08.1999 [Указание Банка России от 12.02.1999 N 500-У "Об усилении валютного контроля со стороны уполномоченных банков за правомерностью осуществления их клиентами валютных операций и о порядке применения мер воздействия к уполномоченным банкам за нарушения валютного законодательства"].

- \* Devisenzwangungsverkaufsverordnung (1992) *Verordnung zum Zwangsverkauf von Deviseneinnahmen der Unternehmen sowie der Durchführung von Geschäften auf dem Binnendevisenmarkt der Russischen Föderation*, ZBR, Nr. 7 vom 29.06.1992 in der Fassung vom 18.06.1999, außer Kraft seit 18.06.2004 [Инструкция Банка России от 29.06.92 N 7 "О порядке обязательной продажи предприятиями, объединениями, организациями части валютной выручки через уполномоченные банки и проведения операций на внутреннем валютном рынке Российской Федерации"].
  - \* Devisenverkaufsverordnung (2002) *Verordnung zum Devisenverkauf auf dem Binnendevisenmarkt der Russischen Föderation*, ZBR, Nr. 1192-U vom 05.09.2002, außer Kraft seit 18.06.2004 [Указание Банка России от 05.09.2002 N 1192-У "О порядке продажи иностранной валюты на внутреннем валютном рынке Российской Федерации"].
- EGV (2010) *Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft*, konsolidierte Fassung von Lissabon, Amtsblatt der Europäischen Union C 83, 53. Jahrgang vom 30.03.2010
- \* Exporteinnahmekontrollverordnung (1999) *Verordnung zur Kontrolle der Deviseneinzahlungen in der Russische Föderation aus den Exporteinnahmen*, ZBR, Nr. 86-I und Nr. 01-23/26541 vom 13.10.1999, außer Kraft seit 29.06.2004 [Инструкция Банка России N 86-И, ГТК РФ N 01-23/26541 от 13.10.1999 "О порядке осуществления валютного контроля за поступлением в Российскую Федерацию выручки от экспорта товаров"].
  - \* Finanzsystemunterstützungsgesetz (2008) *Bundesgesetz „Zu den weiteren Maßnahmen zur Unterstützung des Finanzsystems“* Nr. 173 vom 13.10.2008 [Федеральный закон от 13.10.2008 N 173-ФЗ "О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской Федерации"].
  - \* Fondsverwaltungsbeschluss (2006) *Beschluss der Bundesregierung der Russischen Föderation „Zur Verwaltungsordnung der Mitteln des Stabilisierungsfonds der Russischen Föderation“* Nr. 229 vom 21.04.2006 [Постановление Правительства РФ от 21.04.2006 N 229 "О порядке управления средствами Стабилизационного фонда Российской Федерации"].
  - \* Grundgesetz (1993) *Die Verfassung der Russischen Föderation*, vom 12.12.1993, in der Fassung vom 30.12.2008 ["Конституция Российской Федерации" (принята всенародным голосованием 12.12.1993)].
  - \* GUS-Investitionsverordnung (2001) *Verordnung zu den direkten Investitionen nach GUS-Ländern*, ZBR, Nr. 142 vom 05.07.2001, außer Kraft seit 18.06.2004 ["Положение о порядке проведения юридическими лицами - резидентами валютных операций, связанных с осуществлением прямых инвестиций в страны Содружества Независимых Государств" (утв. Банком России 05.07.2001 N 142-П)].
  - \* Haushaltskodex (1998) *Bundshaushaltskodex der Russischen Föderation* N 145 vom 31.07.1998 in den Fassungen bis zum 08.05.2010 ["Бюджетный кодекс Российской Федерации" от 31.07.1998 N 145-ФЗ].
  - \* НК-Änderungsgesetz (2005) *Bundesgesetz der Russischen Föderation „Zu Änderungen im Haushaltskodex der Russischen Föderation“* Nr. 127 vom 12.10.2005, außer Kraft gesetzt durch das Bundesgesetz vom 26.04.2007 [Федеральный закон от 12.10.2005 N 127-ФЗ "О внесении изменений в статью 96.1 Бюджетного кодекса Российской Федерации"].

- \* Haushaltsänderungsgesetz (2009) *Bundesgesetz der Russischen Föderation „Zu den Änderungen im Bundeshaushalt“* Nr. 314 vom 17.12.2009, außer Kraft gesetzt durch das Bundesgesetz vom 26.04.2007 [Федеральный закон от 17.12.2009 N 314-ФЗ "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с Федеральным законом "О федеральном бюджете на 2010 год и на плановый период 2011 и 2012 годов"]].
- \* Importzahlungskontrollverordnung (1995) *Verordnung zur Devisenkontrolle bei der Zahlungen für die Güterimporte*, ZBR, Nr. 30 vom 26.07.1995 i.d.F. vom 22.02.2000, außer Kraft seit 01.01.2001 [Инструкция Банка России N 30, ГТК РФ N 01-20/10538 от 26.07.1995 "О порядке осуществления валютного контроля за обоснованностью платежей в иностранной валюте за импортируемые товары"]].
- \* Maßnahmenpaketgesetz (1998) *Bundesgesetz der Russischen Föderation „Zu den vordringlichsten Maßnahmen im Bereich der Fiskal- und Steuerpolitik“* Nr. 192-FG vom 29.12.1998, in den Fassungen bis zum 03.12.2008 [Федеральный закон от 29.12.1998 N 192-ФЗ "О первоочередных мерах в области бюджетной и налоговой политики"]].
- \* Mindestlohngesetz (2000) *Bundesgesetz der Russischen Föderation „Zum Mindestlohn“* Nr. 82 vom 19.06.2000 in diversen Fassungen bis zum 24.07.2009 [Федеральный закон от 19.06.2000 N 82-ФЗ "О минимальном размере оплаты труда"]].
- \* Nichtresidentenkontenverordnung (1993) *Verordnung zur Öffnung und Führung von Konten von Nichtresidenten in den Banken*, ZBR, Nr. 16 vom 06.07.1998, außer Kraft seit 08.03.2001 [Инструкция Банка России от 16.07.1993 N 16 "О порядке открытия и ведения уполномоченными банками счетов нерезидентов в валюте Российской Федерации"]].
- \* Offshorezonenverordnung (1999a) *Verordnung zur Reservebildung bei Geschäften mit Nicht-Residenten in Offshore Zonen*, ZBR, Nr. 606-U vom 13.07.1999, außer Kraft seit 28.09.2003 [Указание Банка России от 13.07.1999 N 606-У "О формировании резерва под операции кредитных организаций Российской Федерации с резидентами офшорных зон"]].
- \* Offshorezonenverordnung (1999b) *Verordnung zu den Kontenbeziehungen mit den Banken Nicht-Residenten mit Sitz in Offshore Zonen*, ZBR, Nr. 634-U vom 26.08.1999, außer Kraft seit 28.09.2003 [Указание Банка России от 26.08.1999 N 634-У "О порядке установления уполномоченными банками корреспондентских отношений с банками-нерезидентами, зарегистрированными в государствах и на территориях, предоставляющих льготный налоговый режим и (или) не предусматривающих раскрытие и предоставление информации при проведении финансовых операций (оффшорных зонах)"]].
- \* Privatkontenverordnung (2001) *Verordnung zu Privatkonten außerhalb der Russischen Föderation*, ZBR, Nr. 100-I vom 29.08.2001, außer Kraft seit 18.06.2004 [Инструкция Банка России от 29.08.2001 N 100-И "О счетах физических лиц - резидентов в банках за пределами Российской Федерации"]].
- \* Regierungsbeschluss (2008) *Beschluss der Bundesregierung der Russischen Föderation „Zur Verteilungsordnung von Bundeshaushaltsmitteln auf Bankeneinlagen“* Nr. 227 vom 29.03.2008 [Постановление Правительства РФ от 29.03.2008 N 227 "О порядке размещения средств федерального бюджета на банковские депозиты"]].

- \* Stabilisierungsfondsgesetz (2003) *Bundesgesetz der Russischen Föderation „Zu den Änderungen im Haushaltskodex der Russischen Föderation“* Nr. 184 vom 23.12.2003, außer Kraft gesetzt durch das Bundesgesetz vom 26.04.2007 [Федеральный закон от 23.12.2003 N 184-ФЗ "О внесении дополнений в Бюджетный кодекс Российской Федерации в части создания Стабилизационного фонда Российской Федерации"].
- \* Steuerkodex (2000) *Bundessteuerkodex der Russischen Föderation (Teil II)* N 117 vom 05.08.2000 in der Fassung vom 27.12.2009 ["Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая)" от 05.08.2000 N 117-ФЗ].
- \* Steuerkodexänderungsgesetz (2000) *Bundesgesetz der Russischen Föderation „Zu den Änderungen zum Steuerkodex der Russischen Föderation“* Nr. 118 vom 05.08.2000. [Федеральный закон от 05.08.2000 N 118-ФЗ "О введении в действие части второй Налогового кодекса Российской Федерации и внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации о налогах"].
- \* VEB Gründungsgesetz (2007) *Bundesgesetz der Russischen Föderation „Zur Entwicklungsbank“* Nr. 82-FG vom 17.05.2007 [Федеральный закон от 17.05.2007 N 82-ФЗ "О банке развития"].
- \* Zentralbankgesetz (2002) *Bundesgesetz der Russischen Föderation „Zur Zentralbank der Russischen Föderation“* Nr. 86-FG vom 10.07.2002 in der Fassung vom 25.11.2009 [Федеральный закон от 10.07.2002 N 86-ФЗ "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)"].
- \* Zollsätzebeschluss (2006) *Beschluss der Bundesregierung der Russischen Föderation „Zur Festlegung der Ausfuhrzollsätze“* Nr. 795 vom 23.12.2006 in diversen Fassungen bis 16.12.2009 [Постановление Правительства РФ от 23.12.2006 N 795 "Об утверждении ставок вывозных таможенных пошлин на товары, вывозимые с территории Российской Федерации за пределы государств - участников соглашений о Таможенном союзе, и признании утратившими силу некоторых актов Правительства Российской Федерации"].
- \* Zolltarifgesetz (1993) *Bundesgesetz der Russischen Föderation „Zu den Zolltarife“* Nr. 5003-1 vom 21.05.1993, in der Fassung vom 28.06.2009 [Закон РФ от 21.05.1993 N 5003-1 "О таможенном тарифе"].