

Buch, Claudia M.; Koop, Michael J.; Schweickert, Rainer; Wolf, Hartmut

Book — Digitized Version

Währungsreformen im Vergleich: monetäre Strategien in Rußland, Weißrußland, Estland und der Ukraine

Kieler Studien, No. 270

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Buch, Claudia M.; Koop, Michael J.; Schweickert, Rainer; Wolf, Hartmut (1995) :
Währungsreformen im Vergleich: monetäre Strategien in Rußland, Weißrußland, Estland und der
Ukraine, Kieler Studien, No. 270, ISBN 316146415X, Mohr, Tübingen

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/831>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Kieler Studien

Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Herausgegeben von Horst Siebert

270

Claudia M. Buch · Michael J. Koop
Rainer Schweickert · Hartmut Wolf

Währungsreformen im Vergleich

*Monetäre Strategien in Rußland, Weißrußland,
Estland und der Ukraine*

611602



J.C.B. MOHR (PAUL SIEBECK) TÜBINGEN

ISSN 0340-6989

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

Währungsreformen im Vergleich : monetäre Strategien in
Russland, Weissrussland, Estland und der Ukraine / Claudia M.
Buch ... - Tübingen : Mohr, 1995

(Kieler Studien ; 270)

ISBN 3-16-146415-X

NE: Buch, Claudia M.; GT

Schriftleitung: Harmen Lehment



Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

J. C. B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen 1995

Alle Rechte vorbehalten

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es auch nicht
gestattet, den Band oder Teile daraus
auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen

Printed in Germany

ISSN 0340-6989

Vorwort

Das Bundesministerium für Wirtschaft hat dem Institut für Weltwirtschaft einen Forschungsauftrag zu dem Thema *Währungsreformen im Vergleich: Analyse und Bewertung monetärer Strategien in den Nachfolgestaaten der Sowjetunion* erteilt. Im Rahmen dieses Projektes wurden die währungspolitischen Strategien der Nachfolgestaaten Rußland, Weißrußland, Ukraine und Estland analysiert sowie Empfehlungen für zukünftige währungspolitische Entscheidungen dieser Staaten hergeleitet. Im Vordergrund stand dabei weniger die Darstellung der allgemeinen Theorie der Währungspolitik als vielmehr deren Anwendung auf den Transformationsprozeß, verbunden mit der empirischen Überprüfung für die Nachfolgestaaten.

Bei der Bewertung der Forschungsergebnisse muß ausdrücklich auf die unzureichende Datenlage in den untersuchten Ländern hingewiesen werden. Diese ergibt sich zum einen aus dem Umbruch bei der Erhebung von Daten. Beispielsweise wurden durch das traditionelle Berichtssystem interrepublikanische Ströme von Waren, Dienstleistungen und Kapital kaum erfaßt, und der Aufbau eines völlig neuen statistischen Erhebungsverfahrens ist noch nicht abgeschlossen. Zum anderen entspricht eine Vielzahl statistischer Konzepte noch nicht den Anforderungen eines marktwirtschaftlichen Systems, so daß die Interpretation einzelner Kennziffern problematisch ist. Dies gilt etwa für die Erfassung geld- und währungspolitischer Prozesse in Bilanzen von Geschäfts- und Zentralbanken. Um dennoch die Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu gewährleisten, wurde vielfach auf interne Arbeitsmaterialien internationaler Organisationen zurückgegriffen. Diese Materialien wurden durch entsprechende nationale Statistiken ergänzt. An dieser Stelle möchten die Autoren Herrn Dr. Hermann Clement danken, der umfangreiches Datenmaterial über die Ukraine zur Verfügung gestellt hat.

Im Institut für Weltwirtschaft wurde das Projekt von Claudia M. Buch, Rainer Schweickert und Hartmut Wolf bearbeitet. Die Federführung lag bei Michael J. Koop. Danken möchten die Autoren Matthias Lücke für seine wertvollen Anregungen. Dank gilt aber auch Maxime Grichanine und Dimitri Lioulchev, die an dem Projekt beteiligt waren, sowie Gretel Glissmann, Maren Hoeret, Karin Petz und Kerstin Stark, die die Schreibarbeiten bis hin zur Drucklegung übernahmen.

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	1
B. Grundlagen währungspolitischer Entscheidungen	5
I. Währungspolitische Optionen.....	5
1. Währungsintegration bei gemeinsamer Währung	5
2. Währungsintegration bei nationalen Währungen	6
3. Währungspolitik bei unabhängiger Währung.....	8
a. Extremlösungen.....	8
b. Zwischenlösungen	14
II. Referenzsystem für eine erfolgreiche währungspolitische Strategie	18
1. Zielsystem	18
2. Stabilisierungspolitik bei festem und bei flexiblem Wechselkurs	21
3. Anpassungspolitik bei festem und bei flexiblem Wechsel- kurs.....	27
C. Überblick über die monetäre Wirtschaftspolitik	32
I. Rußland.....	32
1. Währungspolitik	32
2. Geld- und Kreditpolitik.....	36
3. Bankensystem	43
4. Wirtschaftslage	45

II. Weißrußland.....	46
1. Währungspolitik	46
2. Geld- und Kreditpolitik	52
3. Bankensystem	57
4. Wirtschaftslage	59
III. Ukraine	60
1. Währungspolitik	60
2. Geld- und Kreditpolitik	67
3. Bankensystem	71
4. Wirtschaftslage	73
IV. Estland	74
1. Währungspolitik	74
2. Geld- und Kreditpolitik	77
3. Bankensystem	81
4. Wirtschaftslage	85
D. Die Rubelzone als optimaler Währungsraum?	87
I. Bedingungen eines optimalen Währungsraums	87
1. Ziele währungspolitischer Integration	87
2. Determinanten erfolgreicher währungspolitischer Integration	88
a. Theorie optimaler Währungsräume.....	88
b. Import stabilisierungspolitischer Kompetenz	90
II. Mögliche Mitglieder einer Währungsunion.....	91
1. Währungsunion und außenwirtschaftliche Störungen	91
a. Arbeitskräftemobilität.....	91
b. Produktionsstruktur	92
c. Offenheit der Volkswirtschaft.....	98
d. Probleme im interrepublikanischen Zahlungsverkehr...	105
e. Bewertung	106
2. Währungsunion und monetäre Stabilisierung	108
a. Probleme der monetären Steuerung	108
b. Glaubwürdigkeit der Stabilisierungspolitik	111
c. Bewertung	115

III. Politische Ökonomie einer Währungsunion am Beispiel Rußlands und Weißrußlands	115
1. Ausgangslage.....	115
2. Ziele der Partnerländer.....	117
3. Ausgestaltung und Bewertung des Vertrages.....	118
IV. Zusammenfassung und Bewertung	121
E. Wirtschaftspolitische Aspekte unabhängiger Währungen	123
I. Institutionelle Voraussetzungen auf den Finanzmärkten	123
1. Institutionelle Regelungen für Devisenmärkte.....	124
2. Institutionelle Regelungen für Geld- und Kapitalmärkte	126
3. Bewertung	132
II. Außenwirtschaftliche Beziehungen bei unabhängiger Währung	134
1. Handelsbeziehungen und ihre Bedeutung für die Geld- und Wechselkurspolitik	134
2. Wirtschaftspolitische Agenda.....	137
a. Handelspolitik	137
b. Konvertibilität.....	138
3. Stand der Neuorientierung der Handelsbeziehungen.....	142
a. Rußland.....	142
b. Weißrußland.....	146
c. Ukraine	149
d. Estland	152
4. Bewertung	155
5. Exkurs: Zahlungsunion versus privater Zahlungsverkehr....	157
III. Fiskalpolitik bei unabhängiger Währung	161
1. Bedeutung der Fiskalpolitik	161
2. Wirtschaftspolitische Agenda.....	164
a. Reform der Staatsfinanzen.....	164
b. Monetäre Steuerung bei fiskalischer Restriktion	169
3. Stand der Neuorientierung der Finanzpolitik	172
a. Rußland.....	172
b. Weißrußland.....	176

VIII

c. Ukraine	179
d. Estland	182
4. Bewertung	184
F. Zusammenfassung und wirtschaftspolitische Perspektiven	186
I. Rubelzone oder nationale Währungen?.....	186
II. Währungspolitik und Reformprogramm	189
III. Möglichkeiten externer Hilfe.....	193
Anhang.....	196
Literaturverzeichnis.....	200

Verzeichnis der Tabellen und Übersichten

Tabelle 1 — Ausgewählte Indikatoren zur wirtschaftlichen Lage Rußlands 1990–1994	37
Tabelle 2 — Anteil überfälliger Kredite an der gesamten Kreditvergabe der Geschäftsbanken in Weißrußland, Estland und Rußland 1993–1994	44
Tabelle 3 — Ausgewählte Indikatoren zur wirtschaftlichen Lage Weißrußlands 1990–1994	54
Tabelle 4 — Ausgewählte Indikatoren zur wirtschaftlichen Lage der Ukraine 1990–1994	70
Tabelle 5 — Ausgewählte Indikatoren zur wirtschaftlichen Lage Estlands 1990–1994	79
Tabelle 6 — Struktur der industriellen Produktion der Russischen Föderation 1990–1994	93
Tabelle 7 — Struktur der industriellen Produktion Weißrußlands 1990–1994	94
Tabelle 8 — Struktur und Wachstum der Industriezweige in der Ukraine 1991–1993	96
Tabelle 9 — Struktur der industriellen Produktion Estlands 1991–1993	97
Tabelle 10 — Außenhandelsstruktur der Russischen Föderation nach Handelspartnern 1992–1993	99
Tabelle 11 — Außenhandelsstruktur Weißrußlands nach Handelspartnern 1992–1994	101
Tabelle 12 — Außenhandelsstruktur der Ukraine nach Handelspartnern 1991–1993	102
Tabelle 13 — Außenhandelsstruktur Estlands nach Handelspartnern 1991–1993	104
Tabelle 14 — Indikatoren der Geldnachfrage in Rußland, Weißrußland und der Ukraine 1992–1994	110
Tabelle 15 — Jährliche Änderung der Verbraucherpreise in Rußland, Weißrußland und der Ukraine 1990–1994	112
Tabelle 16 — Russische Zahlungsbilanz 1992–1993	145
Tabelle 17 — Weißrussische Zahlungsbilanz 1992–1994	148

Tabelle 18 — Ukrainische Zahlungsbilanz 1991–1993.....	151
Tabelle 19 — Estnische Zahlungsbilanz 1992–1994.....	153
Tabelle 20 — Russischer Staatshaushalt 1992–1994	172
Tabelle 21 — Weißrussischer Staatshaushalt 1992–1994	176
Tabelle 22 — Ukrainischer Staatshaushalt 1991–1993	179
Tabelle 23 — Estnischer Staatshaushalt 1991–1994	182
Tabelle A1 — Indikatoren zur wirtschaftlichen Lage 1990–1994	196
Tabelle A2 — Indikatoren zur außenwirtschaftlichen Lage 1991–1993....	197
Tabelle A3 — Zinsentwicklung und Mindestreservesätze 1991–1994	197
Tabelle A4 — Geldmengen- und Kreditentwicklung 1990–1994.....	198
Tabelle A5 — Monetäre Indikatoren 1990–1994.....	198
Tabelle A6 — Verteilung der Kredite der Geschäftsbanken nach Laufzeit und Empfänger 1990–1994	199
Übersicht 1 — Wichtige Bestimmungen des „Vertrages über die Ver- einigung des Geldsystems der Republik Weißrußland mit dem Geldsystem der Russischen Föderation und über die Modalitäten des Funktionierens eines einheitlichen Geld- systems“ vom 12. April 1994	119

Verzeichnis der Schaubilder

Schaubild 1 — Stabilisierungsprogramme mit festen und flexiblen Wechselkursen	22
Schaubild 2 — Anpassung an nominale Veränderungen bei festen und flexiblen Wechselkursen.....	28
Schaubild 3 — Anpassung an reale Veränderungen bei festen und flexiblen Wechselkursen.....	29
Schaubild 4 — Nominaler und realer Wechselkurs des russischen Rubels zum Dollar 1992–1994.....	33
Schaubild 5 — Kurse und Umsätze auf der Moskauer Devisenbörse September–Oktober 1994	35
Schaubild 6 — Zwischenbetriebliche Kredite und M2 in Rußland 1992–1994.....	39
Schaubild 7 — Monatliche reale Zinsen in Rußland 1992–1994	40
Schaubild 8 — Nominaler Wechselkurs des weißrussischen Rubels zum Dollar 1993–1994	50
Schaubild 9 — Realer Wechselkurs des weißrussischen Rubels zu russischem Rubel und Dollar 1993–1994	52
Schaubild 10 — Monatliche reale Refinanzierungszinsen in Weißrußland 1992–1994	55
Schaubild 11 — Nominaler Wechselkurs des ukrainischen Karbowanez zum Dollar 1993–1994	65
Schaubild 12 — Realer Wechselkurs des ukrainischen Karbowanez zu Dollar und russischem Rubel 1992–1994	67
Schaubild 13 — Realer Wechselkurs der estnischen Krone zu russischem Rubel, Dollar und D-Mark 1992–1994.....	76
Schaubild 14 — Passivseite der Bilanz der estnischen Zentralbank 1992–1994	78
Schaubild 15 — Anteil des Basisgeldes an der Geldmenge M2 in Estland 1992–1994.....	80
Schaubild 16 — Realer Kreditbestand der estnischen Geschäftsbanken 1992–1994.....	84
Schaubild 17 — Monatliche reale Zinsen in Estland 1993–1994.....	85

Verzeichnis der Abkürzungen

BIP	Bruttoinlandsprodukt
CAC	Cash and Accounting Centres
ECU	European Currency Unit
EFTA	European Free Trade Association
EU	Europäische Union
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
GUS	Gemeinschaft Unabhängiger Staaten
IB	Interstaaten Bank
IFS	International Financial Statistics
IMF	Internationaler Währungsfonds
LIBOR	London Interbank Offer Rate
MICEX	Moscow Interbank Currency Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
RGW	Rat für gegenseitige Wirtschaftshilfe
SZR	Sonderziehungsrechte des Internationalen Währungsfonds
UdSSR	Union der Sozialistischen Sowjetrepubliken

A. Einleitung

Die Auflösung der Sowjetunion hat deren Nachfolgestaaten auf wirtschaftlichem Gebiet insbesondere vor die Frage gestellt, wie eine monetäre Desintegration möglichst ohne negative Rückwirkungen auf den realwirtschaftlichen Anpassungsprozeß durchgeführt werden kann. Die Beantwortung dieser Frage mußte dabei vor dem Hintergrund einer völligen Neuordnung der interrepublikanischen Handelsbeziehungen geschehen. Die für eine entsprechende Anpassung der Geld- und Währungspolitik notwendigen Reformen sind erst in wenigen Ländern — hier sind besonders die baltischen Staaten zu nennen — weitgehend abgeschlossen worden. In den meisten Nachfolgestaaten besteht hingegen nach wie vor erheblicher währungspolitischer Handlungsbedarf. So ist etwa in Rußland noch keine grundlegende Währungsreform in Angriff genommen worden, und in vielen Nachfolgestaaten, die eine neue Währung eingeführt haben, ist dieser Schritt ohne die Schaffung eines funktionierenden Geldwesens erfolgt.

Im Rahmen ihrer währungspolitischen Entscheidungen ergeben sich für die Staaten außerhalb Rußlands grundsätzlich zwei Optionen. Zum einen besteht die Möglichkeit, eine Währungsunion mit Rußland einzugehen und somit einen Teil der wirtschaftlichen Souveränität nicht nur auf währungspolitischem Gebiet aufzugeben. Zum anderen können sich die Staaten aber auch für die Beibehaltung einer eigenen Währung und somit eines gewissen wirtschafts- und währungspolitischen Spielraums entscheiden. Bei der Wahl dieser zweiten Option steht zusätzlich die Frage im Vordergrund, wie der Stabilität einer eigenen Währung durch die Wahl einer geeigneten geld- und währungspolitischen Strategie Glaubwürdigkeit verliehen werden kann. Dabei muß auch entschieden werden, ob feste oder flexible Wechselkurse bzw. ein Wechselkurssystem in Form eines *Crawling peg*¹ den Erfordernissen des Transformationsprozesses eher genügt und wie die Konvertibilität der Währungen erreicht werden kann.

In der vorliegenden Studie werden die währungspolitischen Strategien der Nachfolgestaaten am Beispiel der Länder Rußland, Weißrußland, Ukraine und Estland unter Berücksichtigung von drei Hauptaspekten analysiert. *Erstens* stellt sich im Fall der Nachfolgestaaten der Sowjetunion die Frage, welcher Währungsraum optimal ist und welche Anreize zur Teilnahme an einer Währungsunion bestehen. Aus theoretischer Sicht ist für die Optimalität eines Währungsraums entscheidend, wie die Wirtschaftssysteme der einzelnen Mitglieds-

¹ Im Rahmen eines *Crawling peg* wird der nominale Wechselkurs nach einem zuvor festgelegten Plan schrittweise abgewertet.

länder einer Währungsunion auf reale Schocks reagieren. Angesichts der außerordentlich unterschiedlichen realwirtschaftlichen Strukturen der Nachfolgestaaten, die etwa in ihrer Ressourcenausstattung zum Ausdruck kommen, kann bezweifelt werden, daß die ehemalige Sowjetunion bzw. die Rubelzone einen optimalen Währungsraum darstellt. Neben realwirtschaftlichen Faktoren spielt auch die politische Ökonomie einer Währungsunion für die Bereitschaft zur Teilnahme an ihr eine entscheidende Rolle. Über die Nutzen und Kosten einer Währungsunion für die einzelnen Länder sind die erwarteten Kreditzuweisungen Rußlands, die Aufteilung der Seigniorage-Gewinne aus der Rubelemission sowie die Präferenzen der einzelnen Mitgliedsländer hinsichtlich der optimalen Inflationsrate oder bezüglich der Koordination geld- und fiskalpolitischer Entscheidungen ausschlaggebend.

Zweitens hat das Fehlen eines institutionellen Rahmens entscheidende Auswirkungen für die Implementierung währungspolitischer Strategien der Nachfolgestaaten. In allen Staaten mit Ausnahme Rußlands fehlten zu Beginn des Desintegrationsprozesses funktionsfähige geld- und währungspolitische Institutionen. Damit waren die Ausgangsbedingungen für die Festlegung eines wirtschaftspolitischen Kurses grundsätzlich andere als etwa in den Reformstaaten Mitteleuropas. Untersucht wird daher, welche Auswirkungen fehlende institutionelle Reformen auf den Finanzmärkten auf die geld- und währungspolitischen Möglichkeiten der Nachfolgestaaten gehabt haben. Häufig ist auch die Notwendigkeit der Aufrechterhaltung eines funktionierenden Zahlungssystems als Argument für die Beibehaltung der Rubelzone genannt worden.

Drittens werden der Erfolg und die Glaubwürdigkeit einer währungspolitischen Strategie, die die Einführung bzw. Beibehaltung einer eigenen Währung beinhaltet, von begleitenden Reformen wesentlich mitbestimmt. Von entscheidender Bedeutung sind in diesem Zusammenhang die Bereiche Außenwirtschafts- und Fiskalpolitik. Anhand der Erfahrungen der Nachfolgestaaten der Sowjetunion wird untersucht, wie ein glaubwürdiges Stabilisierungsprogramm ausgestaltet sein sollte. Wiederholt ist auch die Forderung nach einer Stützung der neuen Währungen von außen durch einen Stabilisierungsfonds gestellt worden. Jedoch kann eine solche Unterstützung von außen nur dann Erfolg versprechen, wenn die entscheidenden strukturellen und stabilitätsorientierten Reformbemühungen vom Land selbst unternommen werden.

Als Grundlage für die Analyse dieser Aspekte dienen die Erfahrungen der vier Nachfolgestaaten Rußland, Weißrußland, Ukraine und Estland, die hierfür besonders geeignet sind, weil sie die Betrachtung sehr unterschiedlicher währungspolitischer Strategien erlauben. Bei der Analyse fällt Rußland eine Sonderrolle zu, da das Land durch seine wirtschaftliche Vormachtstellung auf dem Gebiet der ehemaligen Sowjetunion lange Zeit die wirtschafts- und währungspolitischen Entscheidungen der übrigen Nachfolgestaaten mitbestimmen kann.

te. Nach der Auflösung der Sowjetunion war zunächst der russische Rubel als gemeinsame Währung beibehalten worden, wobei nur Rußland das Recht zur Ausgabe von Bargeld hatte, die Zentralbanken der übrigen Staaten aber Giralgeld emittieren konnten. Da die Kreditvergabe in anderen Nachfolgestaaten oft stärker expandierte als in Rußland, stellte Rußland einerseits die Lieferungen von Bargeld an diese Staaten ein. Andererseits wurde aber auch das Giralgeld der Republiken nur noch zu einem Abschlag gehandelt, so daß sich de facto unabhängige Währungen bildeten. Rußland hat lange Zeit die übrigen Nachfolgestaaten mit zinsgünstigen Zentralbankkrediten versorgt. Erst als die Notwendigkeit zur Eindämmung der heimischen Inflation größer wurde, wurden diese Kredite eingeschränkt. Gleichzeitig wurden verschärfte Bedingungen für eine Teilnahme an der Rubelzone gestellt, und durch die „Bargeld-Umtauschaktion“ vom Juli 1993 wurde die Auflösung der Rubelzone gleichsam erzwungen. Der russische Rubel ist beschränkt konvertibel, sein Kurs bildet sich grundsätzlich flexibel am Markt. Allerdings bestimmt die Zentralbank durch ihre Interventionen in erheblicher Weise die Kursbildung, so daß von einem Wechselkursregime des „dirty floating“ gesprochen werden kann.

Weißrußland wird als Beispiel eines Landes betrachtet, das seine wirtschaftspolitischen Interessen den Vorgaben Rußlands lange Zeit vollständig untergeordnet hat und als eines der letzten beiden Länder — neben Tadschikistan — in der Rubelzone verblieben war. Zwar hatte Weißrußland als Antwort auf eine zunehmende Bargeldknappheit 1992 sogenannte „Verrechnungsschecks“ parallel zum russischen Rubel eingeführt, aus denen nunmehr der weißrussische Rubel als eine eigenständige Währung hervorgegangen ist. Erst im Herbst 1994 wurde allerdings entschieden, das Ziel einer Währungsunion mit Rußland bis auf weiteres nicht mehr zu verfolgen. Damit sind auch die Bestimmungen des Vertrages über eine Währungsunion zwischen Rußland und Weißrußland und die damit verbundene Aufgabe wirtschaftspolitischer Autonomie Weißrußlands de facto hinfällig geworden.

Die Bestimmung der geld- und währungspolitischen Strategie der Ukraine fällt angesichts zahlreicher noch bestehender administrativer Eingriffe in den Devisenmarkt und das Außenhandelssystem schwer. Die Ukraine hatte bereits im Januar 1992 den Karbowanez als eine Parallelwährung zum russischen Rubel emittiert. Bedingt durch hohe Expansionsraten der Geldmenge verlor der ukrainische Karbowanez sowohl gegenüber dem Dollar als auch im Verhältnis zum russischen Rubel nominal kontinuierlich an Wert, allerdings verlief die Entwicklung der realen Wechselkurse eher uneinheitlich. Nachdem die Ukraine insbesondere in der zweiten Jahreshälfte von 1993 die Schwelle zur Hyperinflation überschritten hatte, konnte die Inflationsrate 1994 durch eine starke Beschränkung des Geldmengenwachstums aber auch mit Hilfe verbliebener Preisregulierungen zeitweise in den einstelligen Bereich geführt werden.

Estland hat im Juni 1992 als erster Nachfolgestaat der Sowjetunion eine eigene Währung, die Krone, eingeführt und ist damit aus der Rubelzone ausgeschieden. Die estnische Krone ist in einem festen Austauschverhaltis an die Deutsche Mark angebunden; gegenüber anderen Währungen bestimmt sich der Kurs der Krone frei am Markt. Die Krone ist sowohl für Transaktionen der Handels- wie auch der Kapitalbilanz konvertibel. Die Geldpolitik Estlands folgt dem Prinzip eines modifizierten Currency-Board-Systems, d.h., die Zentralbank darf nur dann Bargeld emittieren, wenn zuvor Devisenreserven in das Land geflossen sind. Somit darf die estnische Zentralbank dem Staatshaushalt keine Finanzmittel zur Verfügung stellen, keine eigentliche Lender-of-last-resort-Funktion für das Bankensystem übernehmen und keine Interventionen auf dem Devisenmarkt durchführen.

Die vorliegende Studie ist in sechs Kapitel gegliedert. In Kapitel B werden die währungspolitischen Optionen der Nachfolgestaaten aus theoretischer Sicht dargestellt. Hierbei werden insbesondere die Bedingungen für die erfolgreiche Implementierung von Systemen fester bzw. flexibler Wechselkurse erlauert. Es schließt mit der Herleitung eines Referenzrahmens für eine erfolgreiche währungspolitische Strategie. In Kapitel C werden die währungspolitischen Strategien der Länder Rußland, Weißrußland, Ukraine und Estland dargestellt. Nach einem ublick über die Währungspolitik werden auch Entwicklungen in der Geld- und Kreditpolitik erlauert sowie ein kurzer ublick über die jeweilige wirtschaftliche Lage gegeben. Kapitel D beschäftigt sich mit der Frage, ob die Rubelzone als optimaler Währungsraum gelten kann. Zur Beantwortung dieser Frage werden empirische Erkenntnisse über die Produktionsstruktur der Länder und die außenwirtschaftlichen Verflechtungen herangezogen. In Kapitel E werden verschiedene Aspekte im Zusammenhang mit der Einführung nationaler Währungen analysiert. Hierunter fallen Reformen der institutionellen Rahmenbedingungen auf den Finanzmärkten, außenwirtschaftliche Anpassungsmaßnahmen sowie Reformen im fiskalpolitischen Bereich. In Kapitel F werden die Ergebnisse der Studie zusammengefaßt, währungspolitische Empfehlungen, die sich aus den Untersuchungen ergeben, erlauert und Ansatzpunkte für ausländische Hilfe aufgezeigt.

B. Grundlagen währungspolitischer Entscheidungen

I. Währungspolitische Optionen

Bei den währungspolitischen Optionen in den Nachfolgestaaten der Sowjetunion ist grundsätzlich zwischen den alternativen Ausgestaltungen der währungspolitischen Integration mit oder ohne das Ziel einer gemeinsamen Währung sowie den alternativen Ausgestaltungen unabhängiger Währungen zu unterscheiden.

1. Währungsintegration bei gemeinsamer Währung

Die Möglichkeiten der institutionellen Ausgestaltung der Währungsintegration reichen von der Währungsunion bis zur koordinierten Wechselkursunion (Vaubel 1988: 124–129). Bei der Währungsunion, der höchsten Form währungspolitischer Integration, wird nur *eine* Währung als legales Zahlungsmittel im Integrationsgebiet benutzt. Die Stabilität einer solchen Währungsunion erfordert, daß es nur einen Anbieter der gemeinsamen Währung geben darf, d.h., die Entscheidung über die Emission des gemeinsamen Geldes muß einer zentralen Behörde unterliegen. Dies impliziert, daß die zentrale Behörde auch die Kontrolle über die Devisenmarktinterventionen ausübt.

Eine freie Interzirkulationsunion liegt dann vor, wenn — ohne Vorhandensein von Regulierungen des Geldmarktes — mehrere Währungen in einem Währungsgebiet existieren. In einer solchen freien Interzirkulationsunion kann das Geldangebot kartelliert sein oder in freiem Wettbewerb bestimmt werden. Bei einer Kartelllösung — mit oder ohne Preisführer — wird es zu relativ festen Wechselkursen kommen; bei einer Wettbewerbslösung — mit öffentlichen oder privaten Banken als Geldanbietern — sind eher flexible Wechselkurse zwischen den zirkulierenden Währungen wahrscheinlich. Die freie Interzirkulationsunion kann zum einen das Endstadium der perfekten Integration der Geldmärkte widerspiegeln oder aber eine Zwischenstation auf dem Weg zur Währungsunion darstellen. Zur Währungsunion wird es dann kommen, wenn das Geldangebot ein natürliches Monopol ist und freier Wettbewerb zwischen den zirkulierenden Währungen zugelassen wird. In diesem Fall wird das „gute“ Geld das „schlechte“ Geld verdrängen, der Währungswettbewerb wird sich

selbst zerstören, und das beste Geld wird zur Einheitswährung in der entstehenden Währungsunion.

Eine hybride Form der Währungsintegration zwischen Währungsunion und freier Interzirkulationsunion stellt die Parallelwährungsunion dar. Bei einer Parallelwährungsunion zirkuliert neben den jeweiligen nationalen Währungen noch eine allen Regionen gemeinsame Parallelwährung als legales Zahlungsmittel. Wie bei einer Währungsunion existiert somit eine gemeinsame Währung im Währungsgebiet; wie bei einer freien Interzirkulationswährung findet in jedem nationalen Hoheitsgebiet und — über die Parallelwährung — auch im gesamten Währungsgebiet Währungswettbewerb statt. Ist die Parallelwährung allen nationalen Währungen überlegen, so stellt die Parallelwährungsunion wie schon die freie Interzirkulationsunion eine Zwischenstation auf dem Weg zur gemeinsamen Währung dar. Beide institutionellen Ausgestaltungen führen die gemeinsame Währung graduell und marktbestimmt ein, und zwar nur dann, wenn dies optimal ist. Dagegen findet der Prozeß der Währungsintegration bei der Implementierung der Währungsunion abrupt und politikbestimmt statt. Die einheitliche Währung muß nicht optimal sein.

2. Währungsintegration bei nationalen Währungen

Im Gegensatz zu einer Währungsunion werden bei einer Wechselkursunion die nationalen Währungen beibehalten und die Wechselkurse zwischen allen Währungen im Währungsraum als unabänderlich fest erklärt. Eine solche Lösung ist einer Währungsunion aus vier Gründen grundsätzlich unterlegen. Erstens fallen höhere Transaktionskosten an, ohne daß die Flexibilität des Systems erhöht wird. Zweitens besteht aufgrund der unterschiedlichen Währungen die Möglichkeit zu Devisenmarktkontrollen. Drittens steigt die Unsicherheit über die Wechselkursentwicklung, da es immer noch leichter ist, die festen Wechselkurse trotz gegenteiliger Ankündigung aufzugeben als aus einer Währungsunion auszuschneiden. Viertens kommt es in der Regel zu spekulativen Attacken auf die festen Währungsparitäten, die dann Interventionen der Zentralbanken nach sich ziehen.

Dabei bleibt das grundsätzliche Problem der Währungsunion, die Geldpolitik zu zentralisieren, bestehen. Im Falle der Wechselkursunion bezeichnet man dieses Problem als „Problem der n-ten Währung“. Es läßt sich verdeutlichen, wenn man die Wechselkursunion als Relativpreiskartell zwischen den Geldanbietern betrachtet. Dabei stellen die bilateralen Wechselkurse die fixierten Relativpreise der einzelnen Geldmengen dar. Dies läßt jedoch die absoluten Preise der Währungen, d.h. ihre Kaufkraft, unbestimmt. Kartelle, die sich nicht über einen gemeinsamen Preis für ihr Produkt einigen können, müssen explizit oder

implizit einen Preisführer zulassen, der das absolute Preisniveau bestimmt. Im Falle der Wechselkursunion wäre dies ein Land, das durch eine autonome Geldpolitik das Inflationsniveau und damit die Kaufkraftentwicklung bestimmt. Alle anderen Länder hätten sich daran anzupassen. Eine solche Konstellation ist nur dann stabil, wenn sich ein Land zu einem geldpolitischen Ziel bereit erklärt und alle anderen Länder ihre Geldpolitik auf die Stabilität des Wechselkurses zwischen ihrer Währung und der des führenden Landes ausrichten.

Bei einer koordinierten Geldpolitik wird die Kartelllösung nicht über den Preis, sondern über die Menge erzielt. Dabei versuchen die beteiligten Länder, über die Festlegung der Expansion der nationalen Geldmengen sowohl den gesamten Output, d.h. die Geldmengenexpansion im gesamten Währungsgebiet, als auch die jeweiligen Marktanteile zu steuern. Dabei ist es grundsätzlich möglich, aber extrem unwahrscheinlich, die Geldmengenexpansion der nationalen Währungen so festzulegen, daß das Angebot genau der jeweiligen Nachfrage entspricht. In diesem Fall könnten die bilateralen Wechselkurse ohne staatliche Festlegung stabil bleiben. Dies ist um so unwahrscheinlicher, je unvorhersehbarer die Entwicklung der Geldnachfrage und je größer und instabiler das Ausmaß der Währungssubstitution ist. Außerdem wird das Problem der *n*-ten Währung nicht gelöst, sondern verschärft, da durch die Festlegung der Geldmengenexpansion in einem Land die Geldmengenexpansion in allen anderen Ländern weiterhin unbestimmt bleibt. Die koordinierte Geldpolitik wird deshalb bestenfalls die Ergebnisse der Wechselkursunion reproduzieren können — in jedem Fall aber deren institutionelle Schwächen übernehmen oder gar verschärfen.

Die koordinierte Wechselkursunion stellt eine hybride Form zwischen Wechselkursunion und koordinierter Geldpolitik dar. In einem ersten Schritt werden dabei die Expansionsraten für die nationalen Geldmengen so festgelegt, daß feste Wechselkurse zu erwarten sind. Dennoch auftretende Wechselkursschwankungen sind durch symmetrische Interventionen zu beseitigen, deren Auswirkungen auf die Expansion der Geldbasis nicht sterilisiert werden dürfen. Auf diesem Wege wird versucht, sowohl das Problem der *n*-ten Währung zu lösen als auch Wechselkursschwankungen zu minimieren. Es ist wahrscheinlich, daß keines dieser Probleme gelöst wird, sondern daß die Nachteile sowohl der Wechselkursunion als auch der koordinierten Geldpolitik übernommen werden. Letztendlich müßten sich alle beteiligten Länder bereit finden, (a) die bilateralen Wechselkurse ohne zeitliche oder konditionale Einschränkungen konstant zu halten und (b) gemeinsam über ihre Geldpolitik zu bestimmen. Sind sie dazu bereit, so ist kaum zu begründen, warum nicht die institutionelle Lösung der Währungsunion gewählt wird, die einfacher, effizienter und sicherer ist. Umgekehrt läßt jedes Abweichen von einer solchen institutionellen Lösung darauf schließen, daß eine der beiden genannten Bedingungen nicht erfüllt ist. Alle

währungspolitischen Optionen bei Beibehaltung der nationalen Währungen weisen somit gegenüber der Währungsunion ein Glaubwürdigkeitsdefizit auf, ohne dafür entscheidende Effizienzgewinne zu bieten.

Als Zwischenergebnis läßt sich somit festhalten, daß eine Währungsunion allen anderen Lösungen für den Prozeß der Währungsintegration überlegen ist, wenn ein fester Wechselkurs als optimal erachtet wird. Sowohl die freie Interzirkulationsunion als auch die Parallelwährungsunion kommen dann als Alternativen in Betracht, wenn entweder ein gradueller Übergang von nationalen Währungen zu einer gemeinsamen Währung ermöglicht werden soll oder wenn Unsicherheit darüber besteht, ob eine gemeinsame Währung, d.h. ein unabänderlich festgelegter Wechselkurs zwischen den Regionen eines Währungsgebietes, optimal ist. Alle bisher beschriebenen Lösungen setzen jedoch voraus, daß eine Verhandlungslösung zwischen den beteiligten Nationen erzielt wird. Die Konsensfindung dürfte sich insbesondere im Transformationsprozeß aufgrund großer Unsicherheiten über die wirtschaftliche Entwicklung, wenig Erfahrung mit Marktprozessen sowie Bestrebungen, nationale Identitäten zu schaffen bzw. zu festigen, schwierig gestalten.

Kommt ein Land zu dem Schluß, daß ein unabänderlich fester Wechselkurs in einer Währungsunion die optimale Lösung für sein makroökonomisches Management darstellt, eine solche Verhandlungslösung jedoch nicht erzielt werden kann, so kann die Einführung einer Fremdwährung als einziges legales Zahlungsmittel rational sein. Durch die Einführung der gewünschten Währung und die Abschaffung der eigenen Währung wird eine Währungsunion simuliert, indem ein Land die Währung eines anderen Landes als die n-te Währung anerkennt und keinen Anspruch auf Beteiligung an der Festlegung der Geldpolitik erhebt.

3. Währungspolitik bei unabhängiger Währung

Als Alternative zur Währungsunion bzw. zur Abschaffung der eigenen Währung bietet sich die Schaffung einer eigenen Währung an, wobei die Währungspolitik auf einem kontinuierlichen Spektrum zwischen festem und frei flexiblem Wechselkurs gegenüber einer Fremdwährung zu bestimmen ist.

a. Extremlösungen

Eine Extremlösung stellt das sogenannte Currency Board dar (Hanke und Schuler 1993). Ein Currency Board emittiert eine nationale Währung im Austausch gegen eine ausländische Reservewährung zu einem festen Wechselkurs. Der feste Wechselkurs entspricht dem Gleichgewichtskurs von Angebot und

Nachfrage nach Devisen, zu dem das Currency Board jedes Angebot bzw. jede Nachfrage nach Devisen befriedigt. Die Geldmenge in nationaler Währung ist deshalb vollkommen endogen. Um dies zu gewährleisten, ist die heimische Geldbasis zu mindestens 100 vH durch Devisen in der Reservewährung in Form von zinstragenden Wertpapieren mit niedrigem Risiko gedeckt. Die Entwicklung der gesamten Geldmenge einschließlich der Devisen, die nicht in nationale Währung getauscht werden, hängt von der Zahlungsbilanzsituation, d.h. von der Entwicklung der Devisenbilanz, ab. In bezug auf die Geldmengenentwicklung hat das Currency Board somit die gleichen Implikationen wie eine Aufgabe der eigenen Währung und wie eine Währungsunion — die umlaufende Geldmenge in fremder bzw. gemeinsamer Währung wird lediglich durch die eigene Währung substituiert.

In seiner reinen Form gewährleistet das Currency Board die volle Konvertibilität der umlaufenden nationalen Noten und Münzen, d.h. deren uneingeschränkte Umtauschbarkeit in die Reservewährung. Ausgeschlossen wird durch eine solche Konstruktion eine autonome Geldschöpfung über eine Deckung der Geldemission durch heimische Aktiva. Deshalb kann das Currency Board in seiner reinen Form nicht wie eine Zentralbank als Lender of last resort für den Geschäftsbankensektor fungieren und auch nicht zur Finanzierung staatlicher Budgetdefizite beitragen. Allerdings ist es im Gegensatz zu der Aufgabe der eigenen Währung möglich, durch die Differenz zwischen den Zinseinnahmen aus den Reserveaktiva und den Produktionskosten des heimischen Geldes einen Gewinn aus der Geldschöpfung — den Seigniorage — zu erzielen. Dieser Gewinn kann als reguläre Einnahme zur Finanzierung von Staatsausgaben beitragen.

Letztlich ist das Currency Board eine moderne Version des im 19. Jahrhundert und zu Beginn des 20. Jahrhunderts gebräuchlichen Goldstandards. Es kombiniert einen festen Wechselkurs mit einer institutionellen Absicherung, die jegliches diskretionäres Handeln ausschließen soll. Deshalb ist insbesondere für die Transformationsländer vorgeschlagen worden, den Wechselkurs in dieser Form zu fixieren (Lipton und Sachs 1990; Bofinger 1991; Schmieding 1991, 1993; Hofmann und Sell 1993). Dabei wird angeführt, daß fixe Wechselkurse als nominale Anker die Inflationserwartungen des privaten Sektors dämpfen und die Glaubwürdigkeit eines Stabilisierungsprogramms wesentlichverstarken können. Die Einschränkung des eigenen Handlungsspielraums soll die (noch) fehlende Reputation im Hinblick auf eine stabilitätsorientierte Fiskal- und Geldpolitik ausgleichen.

Ob die Glaubwürdigkeit einer Reformpolitik durch einen festen Wechselkurs tatsächlich erhöht werden kann und welche Kosten dabei entstehen können, wird in Abschnitt B.II noch zu diskutieren sein. Hier ist zunächst festzuhalten, daß die volle Deckung der umlaufenden nationalen Geldbasis keineswegs ein

notwendiges konstituierendes Element einer Wechselkursfixierung darstellt (Glismann et al. 1986: 213 f.). Hinreichend ist, daß die Geldpolitik ausschließlich das Ziel der Wechselkursstabilisierung verfolgt. Da der Wechselkurs der Relativpreis zwischen nationaler und fremder Währung ist, genügt hierzu, daß das nationale Geldangebot so variiert wird, daß zum festgesetzten Wechselkurs das Angebot von nationaler Währung stets dessen Nachfrage entspricht. Entscheidend ist beim Currency Board, daß dies automatisch gewährleistet wird. Das Currency Board stellt somit sehr geringe Ansprüche an das geldpolitische Management. Um die automatische Regulierung des nationalen Geldangebots über die Devisenbilanz zu gewährleisten, ist die volle Devisendeckung der nationalen Geldbasis hinreichend, aber nicht notwendig. Grundsätzlich muß die Deckungsquote ausreichen, um Schwankungen der Geldnachfrage auszugleichen.

Ein *frei flexibler Wechselkurs* ist die extreme Alternative zum Currency Board. Bei einem solchen System finden keinerlei Devisenkäufe bzw. -verkäufe seitens der nationalen geldpolitischen Behörden statt. Der Wechselkurs bildet sich somit frei durch privates Angebot und private Nachfrage am Devisenmarkt. Im Vergleich zum festen Wechselkurs bzw. zum Currency Board sind dabei in institutioneller Hinsicht zwei Aspekte von Bedeutung: (i) die Unabhängigkeit der nationalen Geldpolitik und (ii) die Stabilität des Devisenmarktes.

(i) Die Unabhängigkeit der nationalen Geldpolitik bei flexiblem Wechselkurs impliziert, daß sowohl eine übermäßig expansive als auch eine konservative Geldpolitik grundsätzlich möglich ist und im Ermessen der geldpolitischen Behörden steht. Um die Unsicherheit der Privaten über die Entwicklung der Geldbasis zu stabilisieren, kann es deshalb sinnvoll sein, die Geldpolitik zu binden. Zwei Ebenen sind dabei bei einer rationalen Entscheidung zu unterscheiden (Blinder 1987). Erstens wird man die geldpolitischen Behörden dann binden, wenn man glaubt, daß die eingeschränkte Flexibilität der Geldpolitik durch die Stabilitätseigenschaften des Marktes ausgeglichen wird. Anderfalls wird man den Behörden den größtmöglichen Entscheidungsspielraum lassen. Zweitens wird man die Art der Bindung ebenfalls vom Verhältnis zwischen erwartetem Markt- und Politikversagen abhängig machen. Bei Marktversagen ist eine Festlegung des geldpolitischen Zieles — z.B. Preisniveaustabilität — plausibler, da eine solche Bindung die Möglichkeit zu diskretionärem Eingreifen seitens der Zentralbank offenläßt. Bei Politikversagen ist eine Festlegung des geldpolitischen Instrumentariums — z.B. eine feste Geldmengenregel — plausibler, um gerade ein diskretionäres Vorgehen seitens der geldpolitischen Behörden zu unterbinden.

Ein möglicher Weg, diskretionäres Vorgehen zwar grundsätzlich zuzulassen, dessen Mißbrauch jedoch zu unterbinden und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu erhalten, wird in der Unabhängigkeit der Zentralbank gesehen, da in diesem Fall die Formulierung der Politik in der Hand von politisch unabhängigen Beamten liegen würde, die sich eine langfristige Sichtweise erlauben können (Castello-Branco und Swinburne 1992). Die theoretische Grundlage dieser Ansicht ist das Problem der Zeitinkonsistenz der Geldpolitik. Es kann gezeigt werden, daß gewählte Politiker, die neben Inflations- auch Beschäftigungs- oder Einkommensziele verfolgen, einen Anreiz haben können, kurzfristige Produktionsgewinne durch Abweichung von einer vorher angekündigten, nichtinflationären Geldpolitik zu erkaufen.

Bei der Unabhängigkeit der Zentralbank lassen sich die funktionelle, die personelle, die instrumentelle und die finanzielle Ebene unterscheiden (Willms 1990, 1992: 219–220). Funktionelle Unabhängigkeit bedeutet (a) keinerlei Weisungsbefugnis von Regierungsorganen gegenüber Mitgliedern der Gremien der Zentralbank, (b) jegliche Entbindung der Zentralbank von der Verpflichtung zur Unterstützung der Wirtschaftspolitik der Regierung und (c) keine Kontrolle der Zentralbank durch die Regierung oder das Parlament. Die personelle Unabhängigkeit betrifft die Auswahl und Ernennung der Mitglieder des Zentralbankrats und die Festlegung ihrer Amtszeiten. Um unabhängig zu sein, müssen die Mitglieder nach fachlichen und nicht nach politischen Gesichtspunkten ausgewählt werden. Eine Wahl aus Zentralbankgremien heraus ist einer politischen Ernennung deshalb vorzuziehen. Die Amtszeit der Mitglieder des Zentralbankrats muß relativ lang bemessen sein, damit sie in ihrer Position gegenüber dem Druck von Politikern, Gewerkschaften und Unternehmensverbänden ungefährdet sind. Instrumentelle Unabhängigkeit bedeutet, daß die Zentralbank die volle Kontrolle über alle Instrumente besitzt, die das Geldangebot beeinflussen. Dies erfordert, daß eine direkte Finanzierung von Budgetdefiziten verboten ist und die Entscheidung über Wechselkurssysteme und Wechselkurse gegenüber Drittwährungen bei der Zentralbank liegt. Finanzielle Unabhängigkeit bedeutet, daß die Zentralbank über eigene Einnahmen verfügt, einen eigenen Haushalt hat und selbständig bilanziert. Der Haushalt sollte von unabhängigen Rechnungsprüfern überwacht werden. Zur finanziellen Unabhängigkeit gehört auch eine eindeutige Regelung der Gewinnausschüttung an die Regierung.

Selbst die hier definierte vollständige Unabhängigkeit der Zentralbank ist jedoch weder notwendig noch hinreichend, um die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik sicherzustellen. Die Erfahrungen in Entwicklungsländern zeigen dies in drastischer Weise. Während in Asien auch ohne unabhängige Zentralbanken eine konsequente und verlässliche Geldpolitik möglich war, konnten selbst de jure unabhängige Zentralbanken in Lateinamerika nicht für eine Verstetigung der Geldpolitik sorgen (Hiemenz 1992). Die polit-ökonomische Erklärung dafür

ist, daß die Politiker und die Beamten — und somit auch die Mitglieder des Zentralbankrates — versuchen, ihre Nutzen zu maximieren. Wichtigster einflußbarer Entscheidungsparameter ist dabei die Reputation aus der Ausübung des Amtes. Genießt — wie dies in Asien der Fall ist — Preisniveaustabilität einen hohen gesellschaftlichen Wert, so werden die für die Geldpolitik zuständigen Beamten oder Politiker ihren Nutzen maximieren, indem sie dieses Gut bereitstellen. Die Unabhängigkeit der Zentralbank ist dabei redundant. Genießen aber — wie dies für viele lateinamerikanische Länder zutrifft — geldpolitische Zielsetzungen einen eher geringen gesellschaftlichen Wert, so werden auch unabhängige Zentralbanker dazu neigen, ihren Nutzen dadurch zu maximieren, daß sie durch häufige diskretionäre und regulierende Eingriffe ihr Machtpotential ausdehnen, da dies ihre Reputation erhöht.

Dies bedeutet nicht, daß die Institutionalisierung einer unabhängigen Zentralbank keine sinnvolle Maßnahme zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik darstellen kann. Es bedeutet vielmehr, daß auch bei einer unabhängigen Zentralbank und bei Unsicherheit über den Wert, der in der Gesellschaft der Erfüllung geldpolitischer Zielsetzungen beigemessen wird — z.B. aufgrund geringer Erfahrungen zu Beginn des Transformationsprozesses —, eine Kontrolle der Zentralbank über die Erfüllung eines klar zu definierenden geldpolitischen Zieles sinnvoll sein muß. Dies impliziert, daß die Zielerfüllung überwacht werden kann und die Verantwortung für die Nichterfüllung klar definiert ist. Angesichts der im letzten Absatz angeführten polit-ökonomischen Argumente mag es nicht verwundern, daß die meisten Zentralbanken bei der Bereitstellung von Informationen, etwa Begründungen für Zielabweichungen, sehr restriktiv vorgehen und die gesetzlichen Statuten der meisten Zentralbanken — mit der Ausnahme Neuseelands — keine besonders strengen Mechanismen bezüglich der Verantwortung beinhalten. Am weitesten geht in bezug auf die Verantwortung der Vorschlag, die Bezüge der Mitglieder des Zentralbankrates in Abhängigkeit von der Zielerreichung zu definieren (Vaubel 1993: 71 f.). Eine weitere radikale Alternative wäre die Zulassung einer Parallelwährung. Wie bereits in Abschnitt B.I.1 dargelegt wurde, ist eine Parallelwährung geeignet, Wettbewerbsdruck zu erzeugen und damit die Zentralbank über den Markt zu regulieren. Schätzen die Privaten das von der Zentralbank emittierte nationale Geld schlechter ein als die Parallelwährung, so wird es zu Währungssubstitution kommen, und die nationale Währung und damit die Zentralbank werden zunehmend an Bedeutung verlieren. Geht man von signifikanten Transaktionskosten der Währungssubstitution aus, so bliebe für die Zentralbank zwar ein Spielraum bei der Gestaltung ihrer Politik, dieser Spielraum wäre jedoch beschränkt. Formale Regulierungen, die die Möglichkeit zur Umgehung geldpolitischer Zielsetzungen beinhalten und die Kosten der Geldproduktion unnötig erhöhen, würden so überflüssig.

(ii) Voraussetzung für die Implementierung einer unabhängigen Geldpolitik bei flexiblen Wechselkursen ist die Stabilität des Devisenmarktes ohne staatliche Interventionen. Im Falle von Entwicklungs- und Transformationsländern wäre einzuwenden, daß die technischen Möglichkeiten eines frei flexiblen Wechselkurses aufgrund von Angebots- und Nachfragebeschränkungen auf Devisenmärkten nicht gegeben sind.² Erstens fände durch fehlende Integration in den internationalen Kapitalmarkt keine Währungsspekulation und keine Arbitrage auf dem Devisenmarkt statt. Ein Gleichgewichtspreis auf dem Devisenmarkt könne deshalb nicht gefunden werden. Zweitens sei auch bei Integration in den internationalen Kapitalmarkt keine effektive Arbitrage­tätigkeit zu erwarten. Aufgrund des geringen Entwicklungsstandes der heimischen Finanzmärkte stünden die für eine effektive Arbitrage­tätigkeit notwendigen Instrumente nicht zur Verfügung. Beide Argumentationslinien sind wenig stichhaltig.

Bei fehlender Integration in den internationalen Kapitalmarkt ergibt sich die Überschußnachfrage nach Devisen durch das Handelsbilanzdefizit. Die kurzfristige Stabilität des Devisenmarktes hängt dann davon ab, ob die Handelsbilanz normal auf Wechselkursänderungen reagiert. Dies ist der Fall, wenn ein Handelsbilanzdefizit und die sich daraus ergebende Überschußnachfrage nach Devisen durch eine Abwertung, d.h. durch eine Preiserhöhung der Importe und der Exporte, reduziert wird, indem die Privaten die Importe einschränken und die Exporte erhöhen. Gerade für kleine Länder ist eine solche Normalreaktion anzunehmen, da hier die Preiselastizitäten der Exportnachfrage und des Importangebots sehr hoch sind (Williamson und Milner 1991: 197). Währungsspekulation ist also keine notwendige Voraussetzung für das Funktionieren eines Devisenmarktes bei frei flexiblen Wechselkursen in kleinen Ländern.

Folgt man der zweiten Argumentationslinie und geht von der Integration in den internationalen Kapitalmarkt aus, so sind gut ausgebaute Kapital- und Devisenmärkte keine notwendige Voraussetzung für das Funktionieren von Währungsarbitrage und -spekulation. Vom unterschiedlichen Stand der Finanzmärkte hängt lediglich die Formulierung der Arbitrage- und Spekulationsbedingungen ab. Bei Gültigkeit der gedeckten Zinsparität müßte die Zinsdifferenz zwischen In- und Ausland dem Swapsatz entsprechen. Dies gilt nur dann, wenn keine länderspezifischen Risiken oder Transaktionskosten bestehen (Frankel 1992: 199 f.). Für Entwicklungs- und Transformationsländer könnte also nur die ungedeckte Zinsparität gelten. Dies bedeutet aber nicht, daß keine Arbitrage stattfinden kann. Der Swapsatz wird lediglich eine Prämie enthalten, die die Risiko- und Transaktionskosten widerspiegelt. Auch bei fehlendem Terminmarkt wird Arbitrage stattfinden, denn ein Terminkontrakt kann immer durch eine Kombination von Barkauf (Verkauf) und Kreditvergabe (Kreditaufnahme)

² Vgl. dazu den kritischen Überblick in Wickham (1985: 251–258).

dargestellt werden. Sind in- und ausländische Aktiva nur schwer zu substituieren, so wird sich die Arbitrage vornehmlich auf in- und ausländisches Geld konzentrieren. Statt an der Zinsdifferenz wird sich die Arbitrage dann an der Inflationsdifferenz zwischen den Währungen ausrichten. Die umfangreichen Erfahrungen auf den Devisenschwarz- und -parallelmärkten in Entwicklungsländern bestätigen dies. Es zeigt sich ein enger Zusammenhang zwischen Preisniveau und Schwarzmarktkurs, und monetäre Ungleichgewichte haben einen wesentlichen Einfluß auf die Schwarzmarktkurse (Roberts 1989; Agénor 1990; Chhiber und Shafik 1990).

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß grundsätzlich beide extremen Alternativen der Geld- und Wechselkurspolitik bei unabhängiger Währung — ein unabänderlich fester Wechselkurs mit passiver Geldpolitik und ein frei flexibler Wechselkurs mit vollständig autonomer Geldpolitik — möglich sind. Ihre Vorteile sind im wesentlichen die Klarheit der ordnungspolitischen Entscheidung, die insbesondere im Transformationsprozeß dazu beitragen könnte, die Glaubwürdigkeit der Geld- und Wechselkurspolitik durch eine Verstärkung der Erwartungsbildung der Privaten zu erhöhen.

b. Zwischenlösungen

Zwischen den beiden Extrem Lösungen existiert ein kontinuierliches Spektrum von institutionellen Ausprägungen, die durch das Ausmaß der Wechselkursflexibilität und das Ausmaß der Regelbindung definiert werden. Grundsätzlich können zwei Gründe für die Beeinflussung des Wechselkurses durch die geldpolitischen Behörden, d.h. für eine eingeschränkte Wechselkursflexibilität, vorgebracht werden (Willms 1992: 152 f.). Erstens besteht ein Grund zur Intervention darin, die auf freien Devisenmärkten zu beobachtenden starken und erratischen Wechselkursschwankungen auf Tages- und Wochenbasis zu glätten. Ziel einer derartigen Strategie ist die Verringerung von sehr kurzfristigen Wechselkursrisiken und den mit der Risikoabsicherung verbundenen Kosten. Dabei bleibt fraglich, warum der Staat die Kosten der Risikoabsicherung tragen sollte. Eine zweite mögliche Begründung für Interventionen liegt darin, als falsch empfundene mittel- und langfristige Wechselkursentwicklungen zu beeinflussen. Eine solche Politik ist nicht nur in Transformationsländern mit einem sehr hohen Risiko verbunden, da sie voraussetzt, daß die geldpolitischen Behörden den richtigen, d.h. den gleichgewichtigen, Wechselkurs kennen. Fehleinschätzungen können fatale Folgen haben, wenn die geldpolitischen Behörden sich irren und somit Ungleichgewichte noch verschärfen oder gar erst hervorrufen.

Läßt man zumindest das erste Argument gelten, so stellt sich die Frage der institutionellen Ausgestaltung der eingeschränkten Wechselkursflexibilität. Eine Möglichkeit ist ein rein diskretionäres Vorgehen, bei dem die geldpolitische Behörde kein Wechselkursziel bekanntgibt, sondern von Fall zu Fall diskretionär eingreift. Ein solches schmutziges Floaten (dirty floating) maximiert jedoch die Unsicherheit bei den Privaten, da unklar bleibt, ob, wann und in welchem Ausmaß ein geldpolitisches Ziel aufgegeben wird. Zur Verminderung der Unsicherheit und zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit im Transformationsprozeß wäre deshalb eine Regelbindung dringend geboten. Eine solche Regelbindung beinhaltet grundsätzlich zwei Elemente: die Bestimmung der zentralen Parität und die Festlegung der Bandbreite (Schweickert 1993a).

Bei der Bestimmung der zentralen Parität stellt sich *erstens die Frage*, ob sich diese am nominalen Wechselkurs oder am realen Wechselkurs orientieren soll. Der reale Wechselkurs ist das Tauschverhältnis zwischen in- und ausländischen Gütern. Legt man die Kaufkraftparitätdefinition des realen Wechselkurses zugrunde, so ergeben sich Änderungen des realen Wechselkurses durch die um die Inflationsdifferenz zwischen In- und Ausland bereinigten nominalen Wechselkursänderungen. Bei einem realen Wechselkurs als zentraler Parität würde man also eine Veränderung des nominalen Wechselkurses entsprechend der Inflationsdifferenz zulassen, um den realen Wechselkurs konstant zu halten (passiver Crawling peg). Aktive Crawling peg sind solche gleitenden nominalen Paritäten, die eine Veränderung des realen Wechselkurses dadurch zulassen, daß die nominale Wechselkursänderung von der Inflationsdifferenz abweicht.

Eine zweite Frage bei der Bestimmung der zentralen Parität betrifft die Auswahl der Währungen, gegenüber denen der Wechselkurs beeinflußt werden soll. Wird die bisher implizit getroffene Annahme, daß das Ausland aus einem großen Land besteht, aufgegeben, so stellt sich die Frage, ob die Parität gegenüber einer Einzelwährung oder gegenüber einem Währungskorb festgelegt werden soll. Legt man ausschließlich das Effizienzkriterium zugrunde, so wird nur im Extremfall die Parität gegenüber einer Einzelwährung festzulegen sein. Es ist dabei folgendes zu beachten (Maciejewski 1983; Schneeberger 1989: 47–50; Ohr 1992: 293–295):

- Die tatsächlich beobachteten, aus einzelwirtschaftlicher Sicht relevanten bilateralen Wechselkursschwankungen gegenüber der Währung eines Landes hängen von den Wechselkursschwankungen zwischen seiner Währung und den restlichen Korbwährungen sowie dem jeweiligen Gewicht der Währungen im Korb ab. Die Unsicherheit über die Entwicklung des einzelwirtschaftlich relevanten Wechselkurses könnte also bei der Stabilisierung des Wechselkurses gegenüber einem Währungskorb im

Vergleich zu einer Stabilisierung gegenüber einer Einzelwährung aus einzelwirtschaftlicher Sicht erhöht werden.

- Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht würde dagegen eine Einzelwährungsbindung gegenüber der Währung eines Landes bei sich ändernden Wechselkursen zwischen der Währung dieses Landes und anderen Währungen zu Änderungen des für die gesamten Außenhandelsbeziehungen relevanten effektiven Wechselkurses führen. Nur bei nicht diversifiziertem Außenhandel wäre dann eine ausschließliche Bindung an eine einzelne Währung sinnvoll.
- Bei der Definition des für die gesamten Außenhandelsbeziehungen relevanten effektiven Wechselkurses sind mehrere Wirkungsebenen zu unterscheiden. Als erster Ansatzpunkt können die Anteile der bilateralen Handelsbeziehungen am gesamten Außenhandel als Gewichte zur Bestimmung eines Währungskorbes verwendet werden. Diese Gewichte sind zu erhöhen, wenn Konkurrenzbeziehungen mit einem Land auf dritten Märkten bestehen, da dies durch die bilateralen Handelsströme zwischen dem Inland und dem entsprechenden Land nicht erfaßt wird. Außerdem wären die Handelsgewichte zu senken, wenn die mit diesem Land gehandelten Güter nicht in Konkurrenzbeziehung zu heimischen Produkten stehen.

Durch die Bildung individueller Währungskörbe könnte also die Außenhandelsdiversifizierung entsprechend abgebildet werden. Die Komplexität, die Informationsprobleme und die geringe einzelwirtschaftliche Transparenz einer solchen Gewichtung sprechen jedoch dafür, bei individueller Kalkulation ein einfaches, handelsorientiertes Gewicht zu verwenden (Williamson 1991a: 400). Eine Alternative hierzu bietet eine Bindung an Haupthandelswährungen oder an künstliche Währungen wie Sonderziehungsrechte des Internationalen Währungsfonds (SZR) oder den ECU, die selbst gewichtete Durchschnitte einzelner Währungen darstellen und deren Wertentwicklung täglich veröffentlicht wird (Bofinger 1991; Ohr 1992: 294 f.).

Die dritte institutionelle Frage bei der Bestimmung der zentralen Parität bezieht sich auf die Veränderbarkeit der zentralen Parität. Eine Möglichkeit besteht darin, den realen statt des nominalen Wechselkurses als zentrale Parität zu wählen. Soll die Parität auch bei Änderungen des gleichgewichtigen realen Wechselkurses verändert werden, so spricht man von einer Zielzonenorientierung für den realen Wechselkurs (Williamson 1985: 62 ff.; 1991a: 397 ff.). Voraussetzung ist dabei, daß der gleichgewichtige reale Wechselkurs bestimmt werden kann. In Transformationsländern dürften die damit verbundenen Informationsprobleme extrem hoch sein (Schweickert 1993a: 63 f.).

Als mögliches Substitut können Bandbreiten für die nominalen Wechselkurse festgelegt werden, die Wechselkursschwankungen um eine zentrale Pari-

tät zulassen. Der Vorteil von Bandbreiten ist, daß abrupte Paritätsänderungen vermieden werden. Eine allmähliche Anpassung hat den Vorteil, daß sie besser prognostizierbar ist und zu geringeren Ungleichgewichten führt (Glismann et al. 1986: 251). Bei einer Paritätsveränderung geht nämlich die Preisveränderung (die Veränderung des relativen Preises zweier Währungen) der Mengenveränderung (der Veränderung der relativen Geldmengen) voraus. Bei kontinuierlicher Wechselkursveränderung folgt dagegen die Preisveränderung der Mengenveränderung. Wechselkurse reagieren jedoch auf Geldmengenveränderungen schneller als die relativen Geldmengen auf Wechselkursveränderungen; deshalb ist das vorübergehende Ungleichgewicht von kürzerer Dauer und geringer, wenn die Geldmengenveränderung der Wechselkursveränderung folgt.

Existieren Bandbreiten um eine nominale Parität oder einen passiven Crawling peg, so werden dadurch zwar Wechselkursschwankungen in gewissem Maße zugelassen. Am oberen bzw. unteren Interventionspunkt funktioniert das System jedoch wie bei einem festen Wechselkurs. Grundsätzlich kann ein System beschränkter Wechselkursflexibilität nur dann glaubwürdig sein, wenn ein System fester Wechselkurse bei Fixierung des Wechselkurses am oberen bzw. unteren Interventionspunkt glaubwürdig wäre (Krugman und Rotemberg 1990). Ist dies nicht der Fall, so besteht ein Anreiz zu destabilisierender Spekulation aufgrund der Risikoabsicherung durch die beschränkte Wechselkursflexibilität. Die Wechselkursschwankungen innerhalb des zulässigen Bereichs werden dann nicht gedämpft, sondern verstärkt, und auftretende Spekulationsschübe müssen von der Geldpolitik akkommodiert werden (Butter und Pesenti 1990: 39).

Sichere Lösungen für dieses Problem führen zu den oben bereits beschriebenen Extremlösungen. Will man sicher sein, den Wechselkurs an den Interventionspunkten zu verteidigen, so wird man letztlich eine dem Currency Board ähnliche Devisendeckung wählen müssen. Die Zulassung von Bandbreiten macht dann aber wenig Sinn, und man könnte den Wechselkurs gleich fixieren. Stehen Devisenreserven in diesem Ausmaß nicht zur Verfügung oder will man den Wechselkurs innerhalb der Bandbreiten halten, ohne auf die geldpolitische Autonomie zu verzichten, so wird man ein sehr weites Band wählen, um eine Intervention generell unwahrscheinlich zu machen. Dies führt letztlich zu einem System eines frei flexiblen Wechselkurses. Ähnlich wie bei den oben im Falle der Währungsintegration beschriebenen Vorschlägen zur Politikkoordination besteht bei Zwischenlösungen mit eingeschränkter Wechselkursflexibilität die Gefahr, die Nachteile der Extremlösungen nicht zu vermeiden, sondern zu summieren. Eine solche Gefahr dürfte insbesondere in Transformationsländern bestehen, da hier die Unsicherheit über die Entwicklung von Relativpreisen und der wirtschaftlichen Entwicklung sehr hoch ist.

II. Referenzsystem für eine erfolgreiche währungspolitische Strategie

Abstrahiert man von den oben diskutierten konkreten institutionellen Ausgestaltungen, so sind die grundsätzlichen Alternativen bei der Festlegung einer monetären Strategie feste bzw. flexible Wechselkurse. Um zwischen diesen Alternativen zu diskriminieren, ist zunächst das Zielsystem für die monetäre Wirtschaftspolitik zu bestimmen. Danach sind die grundsätzlichen Eigenschaften fester bzw. flexibler Wechselkurse bei der Verfolgung dieser Ziele zu verdeutlichen, um die Entscheidungskriterien herauszuarbeiten.

1. Zielsystem

Die Bestimmung des Zielsystems für die monetäre Steuerung ist durchaus nicht trivial. Zwar ist weitgehend unbestritten, daß Inflation schädlich für die wirtschaftliche Entwicklung ist und daß deshalb die monetäre Wirtschaftspolitik möglichst Preisniveaustabilität herstellen soll. Vernachlässigt werden jedoch oft die realwirtschaftlichen Implikationen der monetären Steuerung sowie eine Differenzierung zwischen Höhe und Variabilität der Inflationsrate und zwischen direkten und indirekten Inflationseffekten. Die Berücksichtigung dieser Effekte führt schließlich zu einem mehrdimensionalen Zielsystem.

Bei den direkten Inflationseffekten ist zwischen erwarteter und unerwarteter Inflation zu unterscheiden:

- Die erwartete Inflation erhöht zunächst die Opportunitätskosten der Geldhaltung und senkt dadurch die reale Geldnachfrage. Nimmt man an, daß die Geldhaltung zur Senkung von Transaktionskosten und zur Effizienz des Produktionsprozesses beiträgt (Levhari und Patinkin 1968: 737-739), so folgt aus einer höheren Inflation ein niedrigeres gesamtwirtschaftliches Wachstum.
- Außerdem vermindert die Inflation die Steuereinnahmen des Staates (Tanzi 1977). Die realen Steuerschulden nehmen bei indirekten Proportionalsteuern um so mehr ab, je länger die Zahlung fälliger Steuern hinausgezögert werden kann und je höher die Inflationsrate ist. Ein damit einhergehendes höheres Budgetdefizit führt typischerweise zu steigender inflationärer Finanzierung oder zu einer Kürzung investiver Ausgaben. Sind letztere — wie etwa Infrastrukturinvestitionen — komplementär zu privaten Investitionen, kann die Wachstumsdynamik erheblich beeinträchtigt werden. Es ist jedoch zu bedenken, daß die Besteuerung der

Geldhaltung durch Inflation durchaus eine Alternative zu anderen Steuern darstellt, wenn solche Steuern schwierig einzuführen oder durchzusetzen sind (Végh 1989).

- Im Gegensatz zur erwarteten Inflation werden durch unerwartete Schwankungen der Inflationsrate die relativen Preise aufgrund unterschiedlicher Geschwindigkeiten bei der Preisanpassung z.B. auf Arbeits- und Kapitalmärkten verzerrt (Fischer und Modigliani 1978: 815). Dies führt zu Relativpreisänderungen, denen keine realen Schocks zugrunde liegen, oder bewirkt, daß reale Schocks sich nicht in Relativpreisänderungen niederschlagen können, da reale Effekte von Inflationseffekten überlagert werden. In beiden Fällen folgt eine Fehlallokation von Ressourcen und eine Beeinträchtigung des Wirtschaftswachstums.
- Unerwartete Schwankungen der Inflationsrate erschweren schließlich die Prognostizierbarkeit der Inflationsrate. Die Privaten werden dann ausländische Aktiva oder reale Vermögenswerte als Wertsicherung bevorzugen. Außerdem steigen die Intermediationskosten des Finanzsystems aufgrund steigender Risiken bei der Laufzeitentwertung, der Zunahme schlechter Kredite und steigender Kosten durch die Zunahme kurzfristiger Geschäfte mit ständiger Prolongation (Fry 1988: 266 ff.; Corsepius 1989b: 225). Sowohl die zunehmende Präferenz für reale Vermögenswerte als auch die steigenden Intermediationskosten des Finanzsektors beschränken die finanziellen Mittel, die für produktive Investitionen zur Verfügung stehen. Erschwert werden produktive Investitionen zusätzlich durch die schwierige Prognose von Nachfrage- bzw. Angebotsentwicklungen bei schwankender Inflationsrate (Corsepius 1989a: 132).

Insgesamt läßt sich festhalten, daß vor allem die unvorhergesehenen Schwankungen der Inflationsrate zu erheblichen realwirtschaftlichen Störungen führen können. Verzerrte Relativpreise und verminderte finanzielle Ressourcen dürften den Reallokationsprozeß in Transformationsländern empfindlich stören. Dagegen dürften die negativen Auswirkungen moderater Inflationsraten eher gering zu veranschlagen sein. Daraus ergibt sich als Ziel für die monetäre Steuerung, die Inflationsrate zu stabilisieren und auf das geringste durchhaltbare Niveau zu reduzieren.

Wird die Inflation nicht bekämpft, so hat dies — wie die Erfahrung von Entwicklungsländern zeigt — weitere, indirekte Folgekosten durch Ausweichstrategien. Die Privaten werden versuchen, ihre Kontrakte zu indexieren. Dies führt zu einer zunehmenden Verkrustung von Relativpreisen (Gros 1986: 135 ff.) und zu einer abnehmenden Attraktivität der Geldhaltung, da diese nicht indexiert werden kann (Samuelson 1987: 1122). Staatliche Stellen versuchen, die Inflationseffekte zu verschleiern, indem sie umfassende Preisregulierungen

in Kraft setzen. Die Folge sind Rationierung, Schwarzmärkte, finanzielle Repression und eine überbewertete Währung.

Die Attraktivität eines regulierten und im Extremfall festen Wechselkurses in Hochinflationenländern entsteht durch den internationalen Preiszusammenhang, der dafür sorgt, daß bei Fixierung des Wechselkurses die heimische Inflation im Bereich der handelbaren Güter unmittelbar unterbunden wird. Zusammen mit dem Auftreten von negativen realen Schocks birgt eine solche Stabilisierungspolitik jedoch die Gefahr einer überbewerteten Währung. Wieso dies der Fall ist, wird in den nächsten beiden Abschnitten diskutiert. Hier sollen zunächst die negativen Auswirkungen einer Überbewertung für die wirtschaftliche Entwicklung festgehalten werden, was anhand der Erfahrungen in Entwicklungsländern belegt werden soll:

- Die Produktionsstrukturen werden durch eine Diskriminierung der Produktion handelbarer Güter und eine Begünstigung von import- und kapitalintensiven Produktionslinien verzerrt (Langhammer und Hiemenz 1989: 109). Dies folgt aus einer realen Verteuerung heimischer Produkte und einer realen Verbilligung ausländischer Produkte und ausländischen Kapitals durch die Überbewertung.
- Typischerweise führt die Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit heimischer importsubstituierender Industrieprodukte zu einer Verschärfung von Protektionsstrategien mit Hilfe von eskalierenden Zollltarifen und der Ausweitung von nichttarifären Handelsbeschränkungen (Langhammer 1988).
- Die Verzerrung der Produktionsstruktur führt nicht nur zu Ineffizienzen durch eine weitreichende Fehlallokation von Ressourcen sondern auch zu Zahlungsbilanzproblemen. Strukturelle Handelsdefizite bewirken aber entweder einen Devisenabfluß oder eine zunehmende externe Verschuldung. Um dies zu vermeiden, erfolgt typischerweise ein weiterer Ausbau der Protektionsstrategien mit der Folge einer Zunahme der Umgehungsstrategien durch Schmuggel, Schwarzmärkte und Fehldeklaration, die das Zahlungsbilanzproblem zunehmend verschärfen (Bhagwati 1978).
- Im Falle der Entwicklungsländer endete diese Entwicklung in der Schuldenkrise und einer erheblichen Kapitalflucht. Die Kosten der Überbewertung mußten so vom Staatsbudget getragen werden. Zusammen mit dem Produktionseinbruch als Folge der vorangegangenen Fehlallokationen verursachte die Kapitalflucht hohe Defizite in den öffentlichen Haushalten, die letztlich nur über eine monetäre Expansion gedeckt werden konnten und somit die Inflationsspirale erneut beschleunigten.

Um solche Entwicklungen in Transformationsländern wie den Nachfolgestaaten der Sowjetunion zu verhindern, ist die Vermeidung einer überbewerteten Währung unbedingt in das Zielsystem der monetären Wirtschaftspolitik aufzunehmen. Das Geld- und Wechselkursregime muß eine Anpassungspolitik an veränderte realwirtschaftliche Bedingungen jederzeit gewährleisten. Für Transformationsländer ist dies vermutlich von noch größerer Bedeutung als für andere Entwicklungsländer. Die Vermeidung bzw. der Abbau von Inflation und Überbewertung sind als Ziele für die Geld- und Wechselkurspolitik also mindestens als gleichwertig zu betrachten; die Inflationsbekämpfung sollte dauerhaft sein, um die Erwartungen der Privaten zu stabilisieren und die negativen Wachstumseffekte schwankender Inflationsraten zu vermeiden. Im folgenden ist nun zu untersuchen, wie Systeme fester bzw. flexibler Wechselkurse diese Ziele erreichen können. Als Maßstab soll dabei sowohl die Glaubwürdigkeit als auch die Effizienz der betrachteten grundsätzlichen Alternativen dienen.

2. Stabilisierungspolitik bei festem und bei flexiblem Wechselkurs

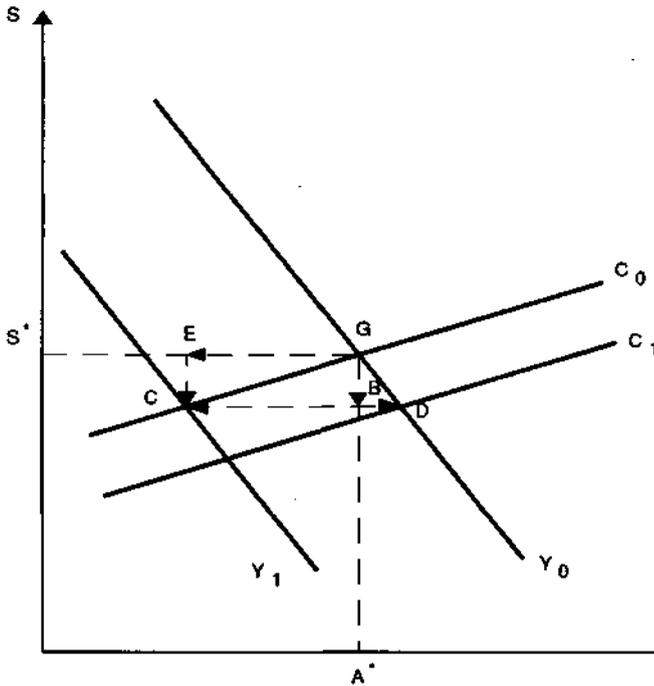
Die aufgeführten grundsätzlichen Unterschiede zwischen Reformprogrammen zur Inflationsbekämpfung mit festen und flexiblen Wechselkursen lassen sich in Anlehnung an Corden (1991)³ anhand einer einfachen graphischen Darstellung verdeutlichen. Schaubild 1 zeigt auf der horizontalen Achse die reale Absorption (A), d.h. die gesamte reale Inlandsnachfrage nach heimischen und importierten Gütern, und auf der vertikalen Achse den realen Wechselkurs (S), definiert als

$$[1] \quad S = \left\{ e \cdot [a \cdot (1+t) \cdot p_m + (1-a) \cdot p_x] \right\} / p_n = e \cdot p_i / p_n$$

- wobei
- e = nominaler Wechselkurs (einheimische Währung/ausländische Währung);
 - a = relatives Gewicht der importierten Güter im Preisindex der handelbaren Güter;
 - t = effektiver Importzollsatz;
 - p_m = Preisindex der importierten Güter in ausländischer Währung;
 - p_x = Preisindex der exportierten Güter in ausländischer Währung;
 - p_n = Preisindex nichthandelbarer Güter in inländischer Währung;
 - p_i = Preisindex handelbarer Güter in ausländischer Währung.

³ Für eine ausführliche Diskussion des Modells vgl. Schweickert (1993b).

Schaubild 1 — Stabilisierungsprogramme mit festen und flexiblen Wechselkursen



Unterstellt man zur Vereinfachung lineare Zusammenhänge, so kennzeichnet die Gerade C_0 (unter Vernachlässigung von Kapitalverkehr) alle Punkte mit Handelsbilanzgleichgewicht. Die Gerade Y_0 zeigt Kombinationen von S und A , die zu einem gleichen realen Einkommensniveau (d.h. zu gleicher Gesamtnachfrage nach heimisch produzierten Gütern) führen. Dabei entspreche Y_0 dem — kurzfristig konstanten — Güterangebot bei Vollbeschäftigung. Die positive Steigung der C -Geraden ergibt sich aus der Überlegung, daß bei steigender Absorption die handelbaren Güter relativ teurer werden müssen (steigendes S), damit die Handelsbilanz nicht ins Defizit gerät. Die negative Steigung der Y -Geraden ergibt sich andererseits daraus, daß die handelbaren Güter relativ billiger werden müssen (sinkendes S), damit sich die zusätzliche Absorption ausschließlich auf handelbare Güter richtet und das Gleichgewicht auf dem Markt für heimisch produzierte Güter erhalten bleibt. Aus diesen Überlegungen ergibt sich auch, daß eine Verschiebung von C_0 nach unten (z.B. C_1) Punkte mit gleichem Handelsbilanzdefizit zusammenfaßt. Eine Linksverschiebung von

Y_0 bedeutet eine geringere reale Nachfrage nach heimisch produzierten Gütern (z.B. Y_1).

Die Preise für handelbare Güter in ausländischer Währung sind im Falle eines kleinen Landes extern bestimmt, und ihre Preise in heimischer Währung können nur durch Wechselkursänderungen beeinflußt werden. Nachfrageänderungen bei fixem Wechselkurs führen dann lediglich zu Mengeneffekten. Ungleichgewichte auf dem Markt für nichthandelbare Güter können Preisänderungen dieser Güter bewirken. Bei inflexiblen Preisen erfolgt dagegen eine Mengenanpassung, d.h., eine zu geringe Nachfrage mündet in Unterbeschäftigung und Einkommensverlusten.

Ein Antiinflationsprogramm mit Wechselkursfixierung läuft wie folgt ab. In der Ausgangssituation (Punkt G in Schaubild 1) sei der reale Wechselkurs bei gegebener nominaler Abwertung und gegebener Inflationsrate konstant. Wird der nominale Wechselkurs fixiert, ergibt sich eine reale Aufwertung, solange eine positive Inflationsdifferenz zum Ausland fortbesteht. Die Konsequenz ist ein gesunkenes Realeinkommen und ein Handelsbilanzdefizit. Der entsprechende Devisenabfluß führt über eine monetäre Kontraktion zu einer sinkenden Absorption. Hierdurch kann zwar das Handelsbilanzgleichgewicht wiederhergestellt werden, die Nachfrage nach heimisch produzierten Gütern liegt jedoch weiterhin unter dem Vollbeschäftigungsniveau. Bei kurzfristig konstantem Angebot besteht ein Überschußangebot, das zu einem Preissenkungsdruck auf dem Markt für nichthandelbare Güter führt. Bei sinkenden Preisen erhöhen sich die Realkasse und die Absorption. Die Währung wertet real ab, und das ursprüngliche Gleichgewicht kann wieder erreicht werden — mit einer niedrigeren Inflationsrate als im Ausgangszustand.

Folgende Voraussetzungen müssen für den Erfolg eines solchen Programms gegeben sein:

- Zum einen muß das Programm konsistent sein. Um nicht in einer Situation mit niedrigerem Einkommen und einem Handelsbilanzdefizit zu verharren, muß die Wechselkursfixierung von einer monetären Kontraktion begleitet werden.
- Zum anderen bestimmen vor allem die Erwartungen hinsichtlich der geldpolitischen Disziplin, ob die Preisanpassung im privaten Sektor überhaupt stattfindet und wie schnell dies geschieht. Diese Erwartungen hängen wiederum von dem Anreiz des Staates, das Programm zu ändern, und von der Durchführbarkeit einer monetären Kontraktion ab.

Anreize, das Programm zu ändern, ergeben sich aus der Tatsache, daß das reale Einkommen nach der Wechselkursfixierung gegenüber dem Ausgangszustand bereits gesunken ist (Punkt B in Schaubild 1) und bei Implementierung

der restlichen Schritte des Programms zunächst noch weiter sinken wird. Ist ein bestimmtes Einkommens- bzw. Beschäftigungsniveau in der Zielfunktion des Staates enthalten, besteht sogar ein Anreiz, eine expansive Geldpolitik zu betreiben, um kurzfristig das alte Einkommensniveau wieder zu erreichen (Barro und Gordon 1983). Dadurch würde die notwendige Anpassungsrezession zunächst aufgeschoben, letztendlich sogar noch verstärkt.

Probleme bei der Durchführbarkeit ergeben sich aus den gesamtwirtschaftlichen Restriktionen Devisenbestand und Staatshaushalt (Schweickert 1993c). Ist der Devisenbestand (und die Kreditwürdigkeit) eines Landes gering, so könnten die Währungsreserven erschöpft sein, bevor das Handelsbilanzgleichgewicht wiederhergestellt ist, d.h., eine Zahlungsbilanzkrise droht (Dornbusch 1987; Krugmann 1979). Zu erwarten wäre in diesem Fall, daß entgegen der Ankündigung doch abgewertet wird. Andererseits ist eine solche Situation ein typischer Ausgangspunkt für protektionistische Maßnahmen (beispielsweise tarifäre und nichttarifäre Handelshemmnisse, Konvertibilitätsbeschränkungen), um das Handelsbilanzgleichgewicht ohne Änderung des Wechselkursregimes zu erreichen (Williamson 1987: 43). Dies vermindert jedoch entscheidend den Druck auf die heimischen Produzenten, die Preise ihrer Produkte zu senken.

Eine monetäre Kontraktion kann sich auch nachteilig auf den Staatshaushalt auswirken. Ist ein beträchtlicher Anteil der Steuereinnahmen der Inflationssteuer zuzurechnen, und finanziert der Staat bei externer Kreditrationierung sein Defizit durch Kreditaufnahme am heimischen Kapitalmarkt oder direkt bei der Zentralbank, so ist eine erhebliche Ausgabenbeschränkung nötig, um das Haushaltsgleichgewicht zu erhalten. Ist dies nicht möglich und die Flexibilität des Steuersystems kurzfristig gering, so kann die monetäre Kontraktion nicht durchgeführt werden, und der Preisanpassungsdruck entfällt.

Weitere Unwägbarkeiten im Verlauf des Stabilisierungsprozesses ergeben sich bei Berücksichtigung des Kapitalverkehrs. Bei besonders starkem Kapitalzufluß erhält man das für die erste Phase vieler Stabilisierungsprogramme in Entwicklungsländern typische Muster einer realen Aufwertung, eines Devisenzuflusses und eines starken Anstiegs der heimischen Absorption (Schweickert 1994a). Bei kurzfristig gegebenem Angebot an nichthandelbaren Gütern kann sogar ein Preiserhöhungsdruck ausgelöst werden, der die reale Aufwertung noch verstärkt. Im Gegensatz zum Fall konstanter Nettokapitalzuflüsse bedeutet die reale Aufwertung dann jedoch keine Überbewertung der Währung, solange der erhöhte Mittelzufluß anhält. Sind die Kapitalzuflüsse dagegen weitgehend temporärer Natur, so kann die notwendige Anpassung, d.h. die notwendige monetäre Kontraktion bzw. reale Abwertung durch den Kapitalverkehr, verschärft werden. In diesem Fall kann die Devisenbilanz nur stabilisiert werden, wenn der Mittelzufluß in den Aufbau leistungsfähiger Produktionsli-

nien für handelbare Güter investiert wird (Rechtsverschiebung der C_0 -Geraden in Schaubild 1).⁴

Aus der bisherigen Analyse des Stabilisierungsprozesses wird klar, daß ein fester Wechselkurs keine hinreichende Bedingung zum Erreichen eines neuen stabilen Gleichgewichts mit einer niedrigen Inflationsrate darstellt, da die Wechselkursfixierung keine Glaubwürdigkeit erzeugt, sondern diese vielmehr in hohem Maße benötigt. Erforderlich sind somit begleitende Reformmaßnahmen, die die gesamtwirtschaftlichen Restriktionen lockern. So kann von einer Handelsliberalisierung erwartet werden, daß sie die Angebotsflexibilität bei den handelbaren Gütern erhöht, für einen rascheren Abbau von Handelsbilanzdefiziten sorgt und die Devisenbilanz stabilisiert. Entsprechend könnte eine Reform der Staatsfinanzen Freiräume für die Geldpolitik schaffen und so die monetäre Kontraktion ermöglichen.

Damit das neue Gleichgewicht mit geringerer Inflation tatsächlich erreicht wird, ist es außerdem erforderlich, daß die Preisanpassung des privaten Sektors nicht behindert wird. Preissenkungen werden be- oder verhindert durch vollständige Indexierung, fehlenden Wettbewerb und interne Verteilungskämpfe, die ein gleichzeitiges Senken von Preisen und Löhnen unmöglich machen. Die Erfolgsaussichten eines Stabilisierungsprogramms steigen somit, wenn gleichzeitig der Wettbewerbsdruck für die Unternehmen erhöht wird. Neben der Deregulierung kommt dabei vor allem der Handelsliberalisierung eine zentrale Rolle zu. Sind die Preise dagegen aufgrund eines zu geringen Wettbewerbsdrucks nicht nach unten flexibel, so wird sich das Angebot an die gesunkene Absorption anpassen. Die Folgen wären ein dauerhaft geringeres Einkommen und Arbeitslosigkeit.

Es läßt sich zudem nachweisen, daß die Schaffung eines nominalen Ankers in Form eines festen Wechselkurses keine notwendige Bedingung für ein erfolgreiches Stabilisierungsprogramm darstellt. Der gleiche Erfolg könnte bei flexiblem Wechselkurs durch eine sofortige monetäre Kontraktion erreicht werden, wenn diese der bei fixen Wechselkursen notwendigen Kontraktion entspricht (Bewegung von G nach E in Schaubild 1). Die Folge ist ein Handelsbilanzüberschuß. Wegen des damit verbundenen erhöhten Devisenangebots wertet die heimische Währung auf, bis wieder eine ausgeglichene Handelsbilanzposition erreicht wird. Die weitere Anpassung erfolgt entsprechend dem Reformprogramm mit festem Wechselkurs. Es wird klar, daß eine Inflationsbe-

⁴ Wenn der Kapitalverkehr in die Analyse einbezogen wird, ergibt sich die folgende Modifikation. Die Gerade C_0 kann nun als Leistungsbilanzgleichgewicht mit ausgeglichener Kapitalverkehrsbilanz im Ausgangszustand interpretiert werden. Kommt es etwa nach einer Wechselkursfixierung wegen entfallender Wechselkursrisiken zu Kapitalzuflüssen, so könnte z.B. C_1 das neue Zahlungsbilanzgleichgewicht darstellen.

kämpfung mit festen oder flexiblen Wechselkursen die gleichen Anforderungen an die Flexibilität von Preisen in der Wirtschaft stellt. Deregulierung und Handelsliberalisierung sind deshalb auch bei einer Stabilisierung mit flexiblem Wechselkurs notwendig, um den Preisanpassungsdruck zu erhöhen und Restriktionen bezüglich des Instrumenteneinsatzes zu decken. Außerdem kann eine nominale Abwertung wie eine monetäre Kontraktion einer fiskalischen Restriktion unterliegen, wenn Handelssteuern oder der externe Schuldendienst eine bedeutende Rolle bei den Staatseinnahmen bzw. -ausgaben spielen. Finanzreformen sind deshalb auch bei einer Stabilisierung mit flexiblem Wechselkurs notwendig, um den Preisanpassungsdruck zu erhöhen und Restriktionen bezüglich des Instrumenteneinsatzes zu lockern.

Unterschiede bestehen jedoch in der Rolle von Kapitalverkehrsbewegungen und in der Durchführbarkeit des Stabilisierungsprogramms. Spekulation läßt sich in beiden Wechselkurssystemen nicht verhindern. Sie wirkt sich jedoch unterschiedlich aus. Bei flexiblem Wechselkurs werden spekulative Kapitalzuflüsse nicht durch Wechselkursgarantien angezogen, und sie werden durch rasche Wechselkursanpassung unwahrscheinlicher. Ein weiterer Vorteil ist, daß Kapitalzuflüsse keine Implikationen für die Geldpolitik haben. Dagegen wird bei festem Wechselkurs die Geldpolitik destabilisiert.

Die Durchführbarkeit eines Antiinflationsprogramms mit monetärer Kontraktion ist bei flexiblem Wechselkurs eher gesichert als bei festem Wechselkurs, da die monetäre Kontraktion zuerst erfolgt und einen Devisenzufluß provoziert. Der Wechselkurs paßt sich lediglich an die tatsächlich vollzogene Kontraktion der Geldmenge an. Dagegen wird bei fixem Wechselkurs durch das Festsetzen des Wechselkursparameters die damit konsistente Kontraktion zur notwendigen Bedingung für den Erfolg der Strategie. Ob diese durchführbar ist, kann bei Beginn des Programms nicht mit Sicherheit gesagt werden (Balassa 1990: 87).

Außerdem kann bei flexiblem Wechselkurs die monetäre Kontraktion kontinuierlich erfolgen, so daß jede — die Absorption drosselnde — Bewegung vom ursprünglichen Gleichgewicht von einer Wechselkursanpassung begleitet wird. Die Abweichung vom Einkommensniveau im Ausgangspunkt bleibt gering. Passen sich daraufhin die Privaten an, so erfolgt die nächste Kontraktionsphase wieder vom ursprünglichen Gleichgewichtseinkommen aus. Dieser Prozeß kann sich wiederholen, bis die Inflation auf das angestrebte Maß reduziert ist. Durch geringe Einkommenseinbußen kann für den Staat der Anreiz entfallen, seine Politik zu ändern.

Das potentielle Glaubwürdigkeitsdefizit beim Ansatz fester Wechselkurse kann letztlich nur behoben werden, wenn die Wechselkursfixierung im Rahmen einer Währungsunion endgültig ist und wenn der Staat, mit dem die Währungsunion eingegangen wird, die Geldversorgung und die Finanzierung des Staats-

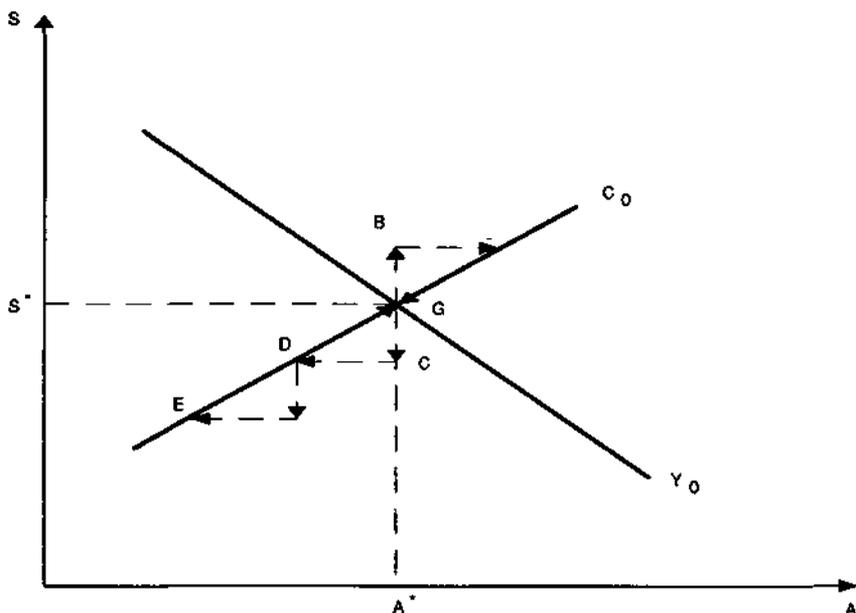
defizits des Beitrittsstaates garantiert. Durch diese Garantien werden die Devisen- und Haushaltsrestriktion aufgehoben, und die Kontraktion erfolgt automatisch über Handelsbilanzdefizite des Beitrittslandes mit dem ursprünglichen Währungsgebiet. Die zur Erzeugung eines Preissenkungsdrucks im Hochinflationsland notwendige monetäre Kontraktion wird jedoch nicht stattfinden, wenn Handelsbilanzdefizite dauerhaft durch zusätzliche finanzielle Transfers alimentiert werden.

3. Anpassungspolitik bei festem und bei flexiblem Wechselkurs

Grundsätzlich muß die Wirtschaftspolitik flexibel genug sein, um sich an veränderte externe Rahmenbedingungen anpassen zu können. Dabei sind zwei Arten von Veränderungen zu beachten: eine Variation der ausländischen Inflationsrate und reale Schocks. Die Anpassungspfade bei veränderten Inflationsraten im Ausland verdeutlichen bereits wesentliche Unterschiede der alternativen Währungsregime. Der bei einer höheren ausländischen Geldentwertung entstehende Handelsbilanzüberschuß (Punkt B in Schaubild 2) würde bei festem nominalem Wechselkurs zu Reservezuflüssen führen. Die monetäre Expansion wiederum bewirkt Preiserhöhungen und die Rückkehr zum Gleichgewicht (Punkt G in Schaubild 2), allerdings mit einer um die Veränderung der ausländischen Inflationsrate höheren inländischen Inflationsrate als im ursprünglichen Gleichgewicht. Dieser Anpassungsprozeß dürfte relativ reibungslos verlaufen, da er Preiserhöhungsspielräume im Inland schafft.

Fällt die Inflationsrate im Ausland niedriger aus als in der Vergangenheit, so gilt bei festem Wechselkurs der im vorhergehenden Abschnitt für ein Stabilisierungsprogramm beschriebene Anpassungspfad mit all seinen Unwägbarkeiten. Sind etwa Preise und Löhne nicht nach unten flexibel, so verharrt das System in einer Situation mit einem überbewerteten realen Wechselkurs und geringerem Einkommens- und Beschäftigungsniveau (Punkt D in Schaubild 2). Besonders problematisch ist dabei, daß sich bei dauerhafter Verringerung der ausländischen Inflationsrate der gleiche Ablauf in der nächsten Periode wiederholt und sich das Ungleichgewicht ausweitet (Bewegung von D nach E in Schaubild 2). Eine solche Verschärfung der Krise ist auch in einer Währungsunion möglich, die bei entsprechender Ausgestaltung zwar die notwendige monetäre Kontraktion ermöglicht, bei geringer Preisflexibilität nach unten jedoch erhebliche Wachstumsdifferenzen zwischen den Mitgliedsstaaten nicht verhindern kann. Ist der Wechselkurs dagegen flexibel, so ist eine Anpassung durch nominale Aufwertung (bei höherer ausländischer Inflation) bzw. Abwertung (bei gesunkener ausländischer Inflation) möglich, ohne die Geldpolitik zu destabilisieren und die Preisflexibilität zu testen.

Schaubild 2 — Anpassung an nominale Veränderungen bei festen und flexiblen Wechselkursen

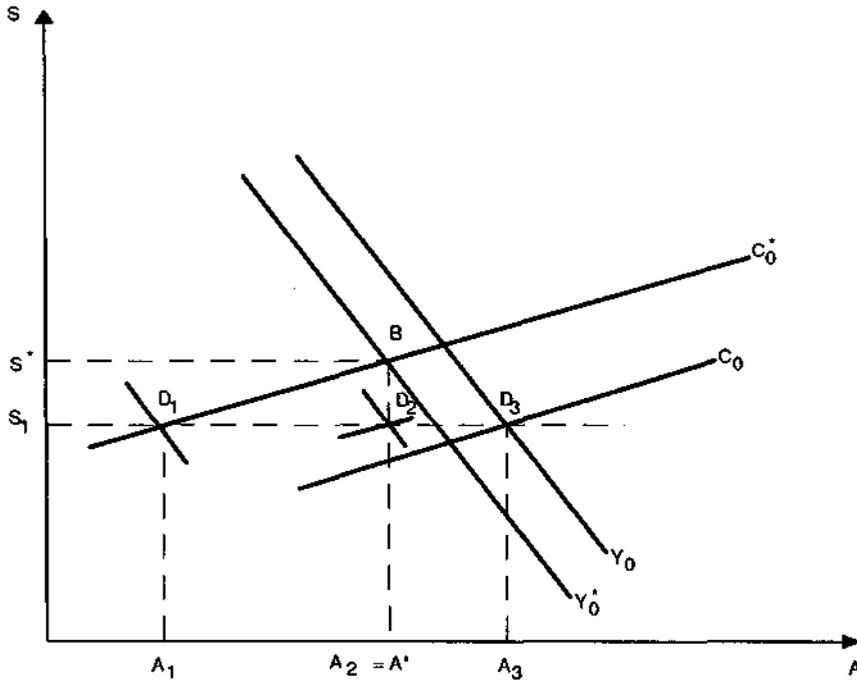


Im Gegensatz zu Inflationsdifferenzen ist bei realen Schocks, d.h. bei internem Strukturanpassungsbedarf oder veränderten externen Rahmenbedingungen, eine reale Wechselkursänderung erforderlich. Derartige Schocks haben zur Folge, daß die Handelsbilanz aus dem Gleichgewicht gerät und/oder sich das alte Vollbeschäftigungseinkommen verändert. So entsteht durch verschlechterte Terms of Trade in D_3 (Schaubild 3) ein Handelsbilanzdefizit und ein Nachfrageüberhang. Das neue Gleichgewicht entsteht in B durch die Verschiebung der Geraden von C_0 nach C_0^* und Y_0 nach Y_0^* .

Wie schon bei einer Stabilisierung durch Wechselkursfixierung bzw. bei sinkender ausländischer Inflationsrate ist der reale Wechselkurs nun überbewertet. Um ein neues Gleichgewicht zu erreichen, sind ein Abbau des Defizits und eine Drosselung der Nachfrage nach heimisch produzierten Gütern erforderlich. Dies bedingt für beide wechselkurspolitischen Strategien einen Anpassungsbedarf bei der Geldpolitik und bei den Preisen. Auch hier werden also begleitende handels- und finanzpolitische Reformen erforderlich, um diesem Anpassungsbedarf ein entsprechendes Anpassungspotential gegenüberzustellen. Allerdings läßt sich zeigen, daß die durch die verschlechterten Terms of Trade notwendig

gewordene monetäre Kontraktion im Fall fixer Wechselkurse stärker ausfällt als bei flexiblen Wechselkursen.

Schaubild 3 — Anpassung an reale Veränderungen bei festen und flexiblen Wechselkursen



Außerdem ist der geldpolitische Anpassungsbedarf bei flexiblen Wechselkursen in Situationen realer Überbewertung grundsätzlich — d.h. auch bei anderen realen Schocks — kleiner ist als im Fixkurssystem. Betrachtet man alle Ausgangsgleichgewichte D_1 , bei denen durch reale Schocks eine gleich starke reale Überbewertung ($S = S_1 < S^*$) eingetreten ist, so sorgt bei festem Wechselkurs der Zahlungsbilanzmechanismus für eine Anpassung nach D_1 . Von D_1 erfolgt die Anpassung nach B durch eine entsprechende Preisanpassung (hier sinkende Preise). Der geldpolitische Anpassungsbedarf (GAP), definiert als notwendige Kontraktion, ergibt sich als:

$$[2] \quad GAP_{fest} = A_i - A_1,$$

wobei A_i = Absorption im ursprünglichen Gleichgewicht.

Bei flexiblem Wechselkurs erfolgt eine Anpassung des realen Wechselkurses durch den nominalen Wechselkurs, bis ein neues Handelsbilanzgleichgewicht auf der Geraden C_0 erreicht ist. Danach müssen geldpolitische Maßnahmen für eine Bewegung entlang C_0 nach B sorgen. Daraus ergibt sich ein geldpolitischer Anpassungsbedarf von:

$$[3] \quad GAP_{flex} = A_1 - A_2 .$$

Für alle A_i gilt dann $GAP_{fest} > GAP_{flex}$. Dies bedeutet, daß bei festen Wechselkursen (i) für Punkte links von D_1 eine mögliche monetäre Expansion minimiert wird; (ii) für alle Punkte zwischen D_1 und D_2 einer monetären Kontraktion eine monetäre Expansion bei flexiblen Wechselkursen gegenübersteht und (iii) für Punkte rechts von D_2 eine notwendige monetäre Kontraktion maximiert wird. Letzteres gilt z.B. für in Entwicklungsländern oft beobachtete Ausgangspunkte mit überbewerteter Währung, Zahlungsbilanzdefizit und zu hoher Absorption (z.B. D_3).

Ist die Bedeutung der wechselkursabhängigen Komponente des Staatsbudgets geringer als die der geldmengenabhängigen Komponenten, so wird bei festem Wechselkurs auch der fiskalpolitische Anpassungsbedarf maximiert. Hinzu kommt, daß feste Wechselkurse wiederum Preisflexibilität erfordern und daß die Erwartungsbildung der Privaten über die zukünftigen Gleichgewichtspreise dadurch erschwert wird, daß bei ursprünglichem Zahlungsbilanzdefizit die Anpassung der Absorption ihre Richtung wechselt (z.B. bei einer Anpassung von D_3 über D_1 nach B). Für alle Situationen mit überbewerteter Währung, d.h. mit einem zu hohen inländischen Preisniveau nach einem realen Schock, besteht die Gefahr, daß diesem Flexibilitätsbedarf kein entsprechendes Potential gegenübersteht.

Bei realen Schocks und bei Inflationsdifferenzen zum Ausland wird also bei festem Wechselkurs der geldpolitische Anpassungsbedarf maximiert bzw. die Absorption destabilisiert. Schließlich sind bei Ungleichgewichtssituationen im Gegensatz zu einem System mit flexiblem Wechselkurs generell Preisanpassungen nötig, um das neue Gleichgewicht zu erreichen, d.h. Arbeitslosigkeit zu vermeiden. Grundsätzlich besteht also ein Trade off zwischen Preisniveaustabilität und Wechselkursstabilität. Nur für sehr kleine und offene Volkswirtschaften dürfte der Nutzen aus der gewonnenen externen Preisniveaustabilität durch fixe Wechselkurse größer sein als der Nutzen aus interner Preisniveaustabilität im Fall flexibler Wechselkurse (Glismann et al. 1986: 216).

Die eventuellen Kosten der erforderlichen Preisflexibilität müssen dem Nutzen aus stabilen externen Preisen gegenübergestellt werden. Sie bestimmen sich

aus dem Preisanpassungsbedarf, der wiederum dem realen Wechselkursanpassungsbedarf entspricht (Schaubild 3). Die Kosten fixer Wechselkurse sind letztlich um so höher, je größer der Bedarf an realer Anpassung ist und je stärker deren Auswirkungen auf den realen Wechselkurs sind (Vaubel 1988: 234–240). Diese Kosten werden von der Theorie optimaler Währungsräume analysiert. Grundsätzlich nimmt das Erfordernis einer realwirtschaftlichen Anpassung bei unterschiedlichen Produktions- und Handelsstrukturen zu und damit die Wahrscheinlichkeit, daß internationale Schocks die Volkswirtschaften in unterschiedlicher Weise treffen. Außerdem können Veränderungen im internen wirtschaftspolitischen Regime einen realen Anpassungsbedarf hervorrufen. Dies gilt z.B. für einen Wechsel von einer protektionistischen zu einer liberaleren Außenhandelspolitik. Der reale Wechselkurseffekt einer realen Anpassung wird um so größer ausfallen,

- je geringer die Faktormobilität,
- je geringer die fiskalische Integration, d.h. die Verpflichtung zu redistributiven, staatlichen Kapitaltransfers, und
- je geringer die gegenseitige Offenheit der Volkswirtschaften ist.

Aus dem zuletzt skizzierten Kosten-Nutzen-Vergleich ergibt sich, ob ein fester Wechselkurs — im Rahmen einer Währungsunion oder bei unabhängiger Währung — vorteilhafter als ein flexibler Wechselkurs ist. Dies wird in Kapitel D für Rußland, Weißrußland, die Ukraine und Estland untersucht. Kapitel E geht schließlich von eigenständigen Währungen aus. Hier wird analysiert, ob die Voraussetzungen für ein möglichst gutes Erreichen der Ziele der monetären Wirtschaftspolitik — Stabilisierung und reale Anpassung — gegeben sind. Im Gegensatz zu Kapitel D wird dabei weniger auf gegebene Strukturen als vielmehr auf notwendige Reformmaßnahmen in den Bereichen Institutionen, Handelsbeziehungen und Staatshaushalt abzustellen sein. Zunächst ist jedoch in Kapitel C zu beschreiben, welche der in Abschnitt B beschriebenen Optionen von den untersuchten Ländern gewählt wurden und wie sich dies auf ihre wirtschaftliche Entwicklung ausgewirkt hat.

C. Überblick über die monetäre Wirtschaftspolitik

I. Rußland

1. Währungspolitik

Die russische Währungspolitik der vergangenen drei Jahre ist von einer graduellen Liberalisierung des Wechselkurses zum Dollar und einer ebenso schrittweisen Ausgrenzung von Mitgliedern der Rubelzone aus dem Währungsverbund mit Rußland gekennzeichnet. In der ehemaligen Sowjetunion wurden bis Ende 1990 verschiedene Wechselkurskoeffizienten auf die Berechnung des bilateralen Wechselkurses zwischen Rubel und Dollar angewandt (IMF 1992b). Dieses System gespaltener Wechselkurse wurde 1991 vereinfacht, jedoch blieben differenzierte Wechselkurse bestehen. Im Januar 1992 galt beispielsweise ein Sonderkurs für den Umtausch von Exporterlösen aus dem Handel mit Rohstoffen. Einen weiteren Quasi-Marktkurs, der auf den Umtausch anderer Exporterlöse angewandt wurde, setzte die Zentralbank unter Berücksichtigung eines Interbanken-Kurses und eines Touristenkurses fest. Transaktionen der Regierung, insbesondere zentralisierte Importe, wurden wiederum zu einem gesonderten Kurs abgewickelt. Lediglich der sogenannte Touristenkurs konnte von den Banken relativ frei bestimmt werden. Dieses System gespaltener Wechselkurse hat dazu geführt, daß Exporteure Anreize hatten, ihre Exporterlöse nicht voll zu deklarieren bzw. auf Konten im Ausland zu deponieren oder ihren Handel ganz auf Tauschbasis umzustellen (Goldberg 1993: 856).

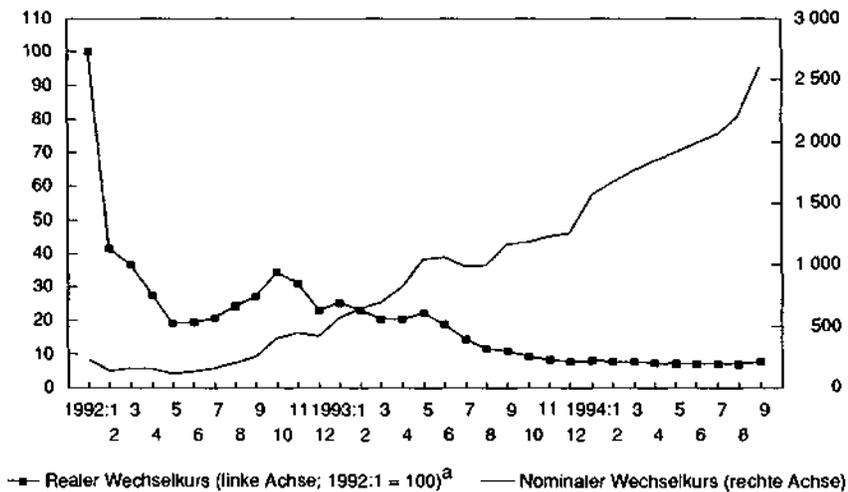
Anfang 1992 gab die russische Regierung Pläne bekannt, das Wechselkursystem zu vereinheitlichen und den Rubel fest an den Dollar zu binden, sobald eine gewisse gesamtwirtschaftliche Stabilisierung erreicht worden sei (IMF 1992b: 30). In den Monaten Mai und Juni 1992 mußte die Zentralbank jedoch zunächst in erheblichem Umfang auf dem Interbanken-Markt intervenieren, um eine Abwertung des Rubels gegenüber dem Dollar zu verhindern. Im Juli wurden schließlich der Quasi-Marktkurs und die speziellen Außenhandelskurse abgeschafft und der Dollarkurs weitgehend freigegeben (DIW et al. 1992a).⁵ Allerdings wird die Kursbildung auf dem Moskauer Devisenmarkt im wesentli-

⁵ Goldberg (1993: 861) bemerkt, daß die Vereinheitlichung des Wechselkurssystems in Rußland weniger — wie sonst üblich — darin bestand, den offiziellen Wechselkurs an den Schwarzmarktkurs anzupassen, sondern darin, verschiedene offizielle Kurse anzugleichen.

chen von der russischen Zentralbank bestimmt, die einerseits der größte Marktteilnehmer ist und andererseits die am Handel beteiligten Banken auswählen kann (*Kommersant* vom 31. Mai 1994: 12). Pläne zur Fixierung des Rubel-Dollar-Kurses sind bisher nicht umgesetzt worden.

Insgesamt hat der russische Rubel gegenüber dem Dollar zwischen dem Zeitpunkt der Preisfreigabe Anfang 1992 und dem dritten Quartal 1994 um nominal 765 vH abgewertet, wobei der Bargeldkurs etwa seit Ende 1992 leicht über dem Interbanken-Kurs für Buchgeld gelegen hat. Da jedoch die inländischen Preise innerhalb dieses Zeitraums wesentlich schneller als der Preis des Dollars gestiegen waren, bedeutete diese nominale Abwertung eine reale Aufwertung um rund 92 vH (Schaubild 4). Diese reale Aufwertung dürfte die Exportchancen russischer Unternehmen auf den Weltmärkten deutlich verschlechtert haben. Unterbrochen wurde die nominale Abwertungstendenz des russischen Rubels von einer kurzen Periode eines stabilen bzw. sogar leicht aufwertenden Kurses im Spätsommer 1992. Diese Entwicklung kann — neben möglichen Interventionen der Zentralbank — mit zwei institutionellen Änderungen erklärt werden. Zum einen erhielten Exportunternehmen Anfang Juli 1992 die

Schaubild 4 — Nominaler und realer Wechselkurs des russischen Rubels zum Dollar 1992–1994



^aMonatsendwerte; basierend auf dem Verbraucherpreisindex 1992:1 = 100.

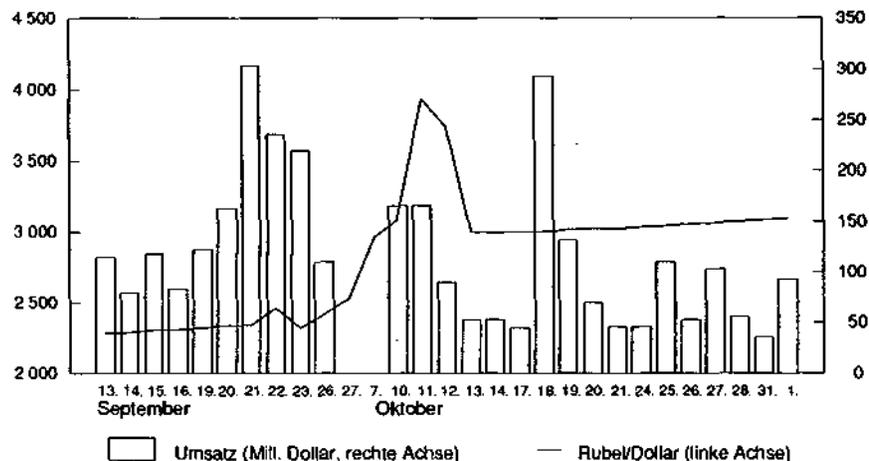
Quelle: *Planecon* (lfd. Ausgaben), Granville (1994), eigene Berechnungen.

Erlaubnis, 50 vH ihrer Exporterlöse innerhalb eines Zeitraums von zwei Wochen auf dem Devisenmarkt anzubieten. Diese Maßnahme hat tendenziell zu einer Erhöhung der direkten Nachfrage nach Rubeln geführt. Zuvor hatten Exporteure 50 vH ihrer Erlöse an Banken verkaufen müssen, die wiederum 30 vH den Devisenreserven der Zentralbank zuführen mußten. Eine zweite Maßnahme, die die Rubelnachfrage erhöht haben dürfte, war die Einführung von Rubelkonten in russischen Banken für Nichtrussen (T. Ross 1993: 48).

Der Einfluß der russischen Zentralbank auf die Kursbildung am Devisenmarkt ist besonders im Zusammenhang mit der Kursentwicklung im Oktober 1994 deutlich geworden. Innerhalb eines Tages war der Kurs des Rubels zum Dollar um knapp 30 vH gestiegen, zwei Tage später um rund 25 vH gefallen (Schaubild 5). Für diese Kurssprünge sind sowohl makroökonomische Faktoren als auch Änderungen in der Politik der russischen Zentralbank verantwortlich. Nachdem die Wachstumsraten der Geldmengenaggregate pro Quartal in den ersten drei Monaten von 1994 im Vergleich zu den beiden Vorjahren durchweg gesenkt werden konnten, expandierten sowohl die Geldmenge als auch das gesamtwirtschaftliche Kreditvolumen im zweiten Quartal von 1994 wieder stärker (DIW et al. 1994c). Besonders markant war dieser Anstieg der Wachstumsrate für die Geldmenge M2, die im ersten Quartal um nur 9 vH, im zweiten hingegen um 48 vH zunahm. Ein Grund für die stärkere Zunahme des Geldmengenwachstums dürfte die Senkung der Refinanzierungszinsen der Zentralbank von 210 % jährlich auf 155 % im Juli und schließlich 130 % im August sein. Diese Entwicklungen führten zu einer erhöhten Liquidität der Banken und Unternehmen, die angesichts steigender Inflationserwartungen in einer verstärkten Nachfrage nach Devisen zum Ausdruck kam. Diese Nachfrage schlug sich zunächst nicht in der Kursentwicklung nieder, da die Zentralbank im Verlauf des Septembers versucht hatte, eine Überschußnachfrage nach Dollar durch Interventionen in Höhe von 3,6 Mrd. Dollar zu befriedigen. Diese Interventionen wurden jedoch zunächst ausgesetzt. Daraufhin begann eine Flucht aus dem Rubel, deren Höhepunkt mit der dreißigprozentigen Abwertung am 11. Oktober erreicht wurde. Erneute Interventionen der Zentralbank in Höhe von 1,6 Mrd. Dollar machten die sprunghafte Abwertung rückgängig. Zur Stabilisierung des Rubelkurses wurden zusätzlich die Refinanzierungszinsen der Zentralbank von zuvor 130 % auf 170 % angehoben und die Vorausbezahlung von Devisengeschäften verlangt (DIW et al. 1994c).

Im interrepublikanischen Zahlungsverkehr hat die russische Zentralbank im Januar 1992 Korrespondenzkonten für die Zentralbanken der Republiken eingerichtet; für diese Korrespondenzkonten wurden im Juli 1992 Kreditobergrenzen eingeführt. Durch diese Maßnahme hat die russische Zentralbank die Bildung von Wechselkursen für die Buchgeld-Rubel der Republiken beschleunigt. Bei

Schaubild 5 — Kurse und Umsätze auf der Moskauer Devisenbörse September–Oktober 1994



Quelle: VWD Osteuropa (lfd. Ausgaben).

Ausschöpfung der festgesetzten Kreditobergrenzen wurden Exporterlöse aus dem Geschäft mit Rußland an Importeure, die Waren aus Rußland beziehen wollten, und somit gegen heimisches Buchgeld versteigert. In denjenigen Republiken, in denen die Kreditvergabe der Zentralbank expansiver als in Rußland gewesen war und/oder die ein Handelsbilanzdefizit mit Rußland hatten, wertete das heimische Buchgeld auf diesen Auktionen ab. Diese neu gebildeten Wechselkurse für die Buchgeld-Rubel der Republiken wurden von der russischen Zentralbank seit Juli 1992 offiziell notiert. Seit August 1992 konnte der Zahlungsverkehr zwischen Rußland und den Republiken dann auch über Korrespondenzkonten der Geschäftsbanken abgewickelt werden, allerdings durften zunächst keine neuen Korrespondenzkonten eingerichtet werden. Diese Beschränkung wurde im Juli 1993 aufgehoben (IMF, internes Arbeitspapier).

Hinsichtlich der Konvertibilität des russischen Rubels bestehen nach wie vor Beschränkungen. Zwar müssen Exporterlöse grundsätzlich nicht bei der Zentralbank abgeliefert werden, jedoch müssen 50 vH der Exporterlöse in harter Währung innerhalb von 14 Tagen auf dem Devisenmarkt angeboten werden (T. Ross 1993). Beschränkungen bestehen ferner für Transaktionen, die die Kapitalbilanz betreffen. Zwar dürfen Devisenkonten im Inland gehalten werden;⁶

⁶ Im inländischen Barzahlungsverkehr ist der russische Rubel seit Januar 1994 offiziell allein gültiges Zahlungsmittel.

der Transfer von Guthaben zu Banken im Ausland ist jedoch grundsätzlich genehmigungspflichtig. Nicht-russen können seit Juli 1994 Rubelkonten in Rußland einrichten, wobei Konten, die der Finanzierung des Außenhandels dienen, von solchen unterschieden werden, über die Zahlungen im Zusammenhang mit Direktinvestitionen abgewickelt werden (Government of the Russian Federation 1993(3): 50). Dieser Schritt hat die Kapitalbilanzkonvertibilität für Transaktionen von Ausländern erhöht, gleichzeitig bedeuten aber die Unterscheidung verschiedener Arten von Konten und die damit verbundenen Restriktionen ein Hindernis auf dem Weg zur vollen Konvertibilität des russischen Rubels.

2. Geld- und Kreditpolitik

Die geld- und kreditpolitischen Entscheidungen finden in einem institutionellen Rahmen statt, in dem die russische Zentralbank dem Parlament unterstellt und rechenschaftspflichtig ist. Dabei hat das Parlament de jure erheblichen Einfluß auf die Festlegung der Kreditpolitik der Zentralbank.⁷ De facto aber hat die Zentralbank selbst in den vergangenen Jahren das Ziel der Geldwertstabilität dem der Finanzierung bestimmter Sektoren und Gruppen der Bevölkerung untergeordnet. Im Gegensatz zum Zentralbankgesetz etabliert die im Dezember 1993 verabschiedete Verfassung die Unabhängigkeit der Zentralbank von anderen staatlichen Organen und setzt die Sicherung der Stabilität des Geldwertes als deren oberstes Ziel fest.⁸ Dieser Widerspruch wird durch einen neuen Entwurf des Zentralbankgesetzes, der vom russischen Parlament Anfang 1995 verabschiedet worden ist, aufgehoben. Demnach wird die Zentralbank einer verstärkten Kontrolle durch die Regierung unterworfen und dem Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet sein (Russische Zentralbank, *Vestnik Banka Rossii*, 27. Dezember 1994: 1).

Die geld- und kreditpolitischen Entwicklungen in Rußland sind im Bereich der heimischen Wirtschaft von dem Zielkonflikt der monetären Stabilisierung einerseits und der Abschwächung des realwirtschaftlichen Anpassungsdrucks durch staatliche Finanzhilfen an heimische Unternehmen andererseits geprägt. Im außenwirtschaftlichen Bereich stand die russische Zentralbank seit der Auflösung der Sowjetunion Ende 1991 vor der Entscheidung, die übrigen Staaten der Rubelzone mit Bargeldlieferungen und Krediten zu versorgen oder aber eine Auflösung der Rubelzone durch eine Beschränkung dieser finanziellen Transfers zu beschleunigen. Zumindest bis Mitte 1993 wurde in beiden Be-

⁷ Vgl. das Zentralbankgesetz vom 2. Dezember 1990 „O Central'nom banke RSFSR“.

⁸ Vgl. Text der russischen Verfassung in *Izvestija* vom 10. November 1993.

reichen das Ziel der monetären Stabilisierung tendenziell der finanziellen Abfederung des realwirtschaftlichen Anpassungsprozesses untergeordnet. Dabei war im außenwirtschaftlichen Bereich schon eher als in der heimischen Wirtschaft der Übergang zu einer marktmäßigen Zuteilung von Finanzmitteln zu beobachten.

Im einzelnen sind die geld- und kreditpolitischen Entwicklungen im binnen- bzw. außenwirtschaftlichen Bereich wie folgt verlaufen: Nach der Freigabe der Preise im Januar 1992, die zu einem Anstieg der Verbraucherpreise allein in diesem Monat um 245 vH führte, dehnte die russische Zentralbank zwar ihre inländische Kreditvergabe überproportional aus, die Bargeldemission hielt jedoch nicht mit den Preiserhöhungen Schritt (Tabelle 1). Folglich sank die reale Geldmenge zwischen Januar und Juni um 15 vH. Auch das reale Geldange-

Tabelle 1 — Ausgewählte Indikatoren zur wirtschaftlichen Lage Rußlands 1990–1994

	1990	1991	1992	1993	1994 (1. Hj.)
Reales BIP ^a	-2,0	-13,0	-19,0	-12,0	-17,0 ^b
Industrieproduktion ^a	-0,1	-8,0	-18,8	-16,0	-24,0 ^b
Budgetdefizit/BIP (vH)	nv	-8,5	-3,6	-9,5 ^c	-9,0
Verbraucherpreise ^d	5,6	171	2 059	815	413
Arbeitslosenquote ^e	nv	2,0	2,0	5,0	nv
Bargeld ^d	nv	103	937	693	nv
M2 ^{d,f}	nv	77	644	414	61
Zentralbankkredite ^d	nv	nv	2 355	315 ^g	nv
M2/BIP (vH)	72	92	67	26 ^h	nv
Einlagen in ausländischer Währung/M2 (vH)	2	12	42	33	nv

^aÄnderung gegenüber demselben Zeitraum der Vorperiode in vH. — ^bJanuar–Juli 1994. — ^cErweiterte Regierungsbilanz. — ^dÄnderung gegenüber dem Ende der Vorperiode in vH. — ^eIn vH der Erwerbstätigen zum Periodenende. — ^fM2 = einschließlich Einlagen in ausländischer Währung. — ^gBis November 1993. — ^hGeldmenge = Oktober 1993. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: FAZ Informationsdienste (Ifd. Ausgaben), Government of the Russian Federation (Ifd. Ausgaben), Granville (1994), IMF (1992b und interne Arbeitsunterlagen).

bot M2 nahm im selben Zeitraum um 32 vH ab.⁹ Der Rückgang des realen Geldangebots ist einerseits damit zu erklären, daß der Geldmultiplikator von einem Wert von rund 2,75 Ende 1991 auf etwa 1,75 Mitte 1992 zurückgegangen war. Diese Entwicklung geht sowohl auf eine erhöhte Bargeldnachfrage als auch auf eine gestiegene Reservehaltung der Banken zurück. Gleichzeitig wurden aber auch zunehmend Einlagen in ausländischer Währung gehalten, so daß bei der um diese Komponente erweiterten Geldmenge M2 eine stärkere Zunahme zu verzeichnen war als bei der heimischen Geldmenge. Somit wurde die reale Erhöhung der Kreditvergabe der Zentralbank nicht in eine entsprechende Erhöhung der Kreditvergabe der Geschäftsbanken umgesetzt, die im ersten Halbjahr um real 7 vH zurückging.¹⁰

Der Rückgang der realen Kreditvergabe durch die Banken bei gleichzeitig weichen Budgetbeschränkungen der Unternehmen führte zu einer Substitution von Krediten der Geschäftsbanken durch Lieferantenkredite¹¹ (Schaubild 6). Der reale Wert dieser Kredite überstieg im Juli 1992 den realen Wert der gesamten Geldmenge M2; noch zu Beginn des Jahres hatte es praktisch keine zwischenbetriebliche Verschuldung gegeben.¹² Als Reaktion auf die zunehmende Verschuldung der Betriebe untereinander hatte die russische Regierung die Zentralbank im Mai 1992 zunächst angewiesen, die Schulden durch die Vergabe neuer Kredite zu monetarisieren. Später wurde angeordnet, die zwischenbetrieblichen Schulden einzufrieren, um sie dann gegeneinander zu verrechnen und Netto-Forderungen durch Bankkredite auszugleichen (Buch 1993: 85). Insgesamt hat die Zentralbank in der zweiten Jahreshälfte 1992 ihre Kreditvergabe real fast verdoppelt; bei einer Stabilisierung des Geldmultiplikators auf einem Wert von etwa 1,75 stiegen auch die Geldmenge M2, die Kreditvergabe der Geschäftsbanken und die Bargeldmenge real deutlich an. Dieser Trend kehrte sich erst gegen Ende des Jahres um. Seitdem sind, von kurzen Ausnahmepetoden abgesehen, sämtliche Geldmengenaggregate real gesunken; die Bargeldversorgung ist relativ zur Preisentwicklung in etwa konstant geblieben.

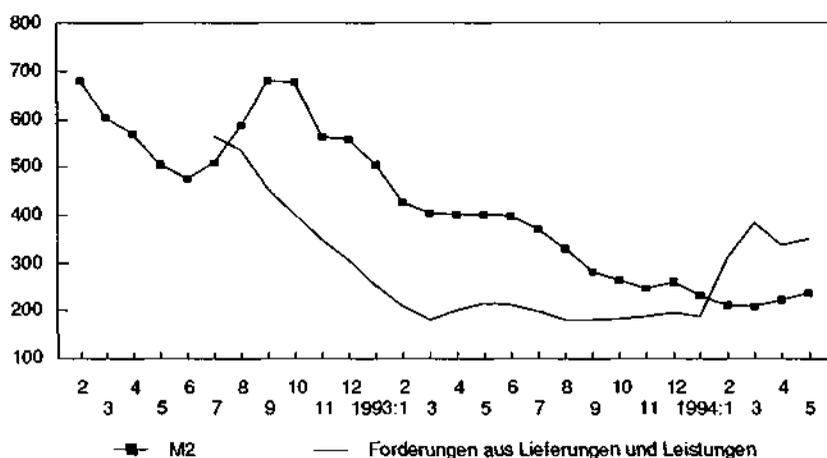
⁹ Hierbei sind die Auswirkungen der Preisfreigabe im Januar nicht berücksichtigt. Gegenüber Dezember 1991 ergibt sich folglich ein realer Rückgang beider Geldmengenaggregate um durchschnittlich 75 vH.

¹⁰ Diese Angaben beruhen auf eigenen Berechnungen auf Grundlage verschiedener Veröffentlichungen der russischen Zentralbank (Russische Zentralbank 1993a, 1993b, 1994a, 1994b).

¹¹ Betrachtet werden die Forderungen russischer Unternehmen, da nur für diese weitgehend konsistente Zeitreihen vorliegen. In dem Maße, in dem russische Unternehmen Netto-Forderungen gegenüber nicht-russischen Unternehmen haben, wird somit die inländische Verschuldung überzeichnet.

¹² Anfang 1992 betrug der Nominalwert zwischenbetrieblicher Schulden nur 39 Mrd. Rubel oder knapp 4 vH der Geldmenge M2 (*Presseschau Ost* 1992(3)).

Schaubild 6 — Zwischenbetriebliche Kredite und M2 in Rußland 1992–1994
(Mrd. Rubel)^a

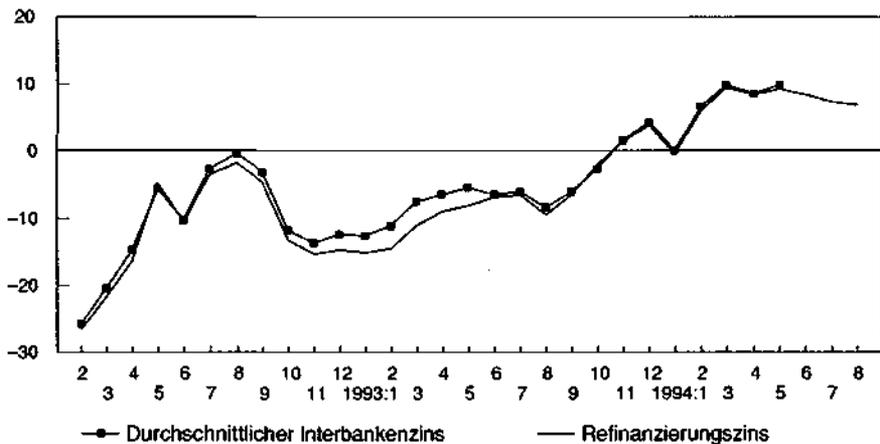


^aIn konstanten Produzentenpreisen von Januar 1992.

Quelle: Russische Zentralbank (1993a, 1994c), Goskomstat (1994), eigene Berechnungen.

Hierin dürften letztlich die Auswirkungen eines Abkommens zwischen Zentralbank und Finanzministerium vom April 1993 zum Ausdruck kommen, demzufolge das Geldmengenwachstum bis Ende 1993 auf 7–10 vH monatlich begrenzt werden sollte (*Izvestija* vom 21. Mai 1993). Eine ähnliche Substitution zwischen Bank- und Lieferantenkrediten, wie sie bereits 1992 beobachtet worden war, hat 1994 erneut eingesetzt. Als Reaktion auf eine deutliche Rückführung des Geldmengenwachstums Ende 1993 und Anfang 1994 stieg die zwischenbetriebliche Verschuldung in dieser Zeit erstmals wieder real an. Diese Entwicklung kann durch die Erwartung der Unternehmen auf eine spätere Monetisierung ihrer Schulden durch die Zentralbank und damit durch die noch bestehenden weichen Budgetbeschränkungen der Unternehmen erklärt werden (DIW et al. 1994c).

Begleitet war die Abnahme der realen Geldmenge seit Ende 1992 von einer schrittweisen Erhöhung der realen Zinsen, die jedoch bis zum Herbst 1993 im negativen Bereich blieben (Schaubild 7). Das Ziel der russischen Zentralbank war es seit April 1993 gewesen, ihre Refinanzierungssätze an die Zinsen auf dem Interbankenmarkt anzupassen. Dieses Ziel wurde jedoch erst im Juli des Jahres 1993 erreicht. Zu diesem Zeitpunkt lagen die nominalen Refinanzie-

Schaubild 7 — Monatliche reale Zinsen in Rußland 1992–1994 (%)^a

^aDeflationierung mit Produzentenpreisen.

Quelle: Goskomstat (1994), Granville (1994), unveröffentlichte Arbeitsunterlagen des russischen Finanzministeriums, eigene Berechnungen.

rungszinsen bei ihrem bisherigen Spitzenwert von 210 % pro Jahr bzw. 17,5 % im Monat.¹³ Infolge der Absenkung der monatlichen Inflationsraten seit November 1993 bedeutete diese Erhöhung der Nominalzinsen erstmals die Durchsetzung positiver Realzinsen. In den ersten Monaten des Jahres 1994 lagen diese bei rund 7 % im Monat oder umgerechnet 125 % im Jahr. Seit Mai 1994 hat die russische Zentralbank ihre Refinanzierungszinsen schrittweise auf zuletzt 130 % im September gesenkt; im Oktober wurde dieser Zinssatz infolge der Rubelkrise erneut angehoben (Abschnitt C.I.1). Neben den offiziellen Refinanzierungszinsen der Zentralbank wurden jedoch, insbesondere in den Jahren 1992 und 1993, Sonderkonditionen für zentralisierte Kredite eingeräumt.¹⁴ Gegen Ende des Jahres 1993 wurde die Differenz zwischen den regulären Refinanzierungszinssätzen und den Zinsen auf zentralisierte Kredite auf maximal 7 Prozentpunkte festgelegt; 1994 ist diese Marge auf 5 Prozentpunkte verkürzt

¹³ Dieser monatliche Zins ergibt sich für Kredite mit einer Laufzeit von einem Monat. Bei der Berechnung der Jahreszinsen werden in Rußland Zinneszinseffekte nicht berücksichtigt. Somit ergibt sich bei einem monatlichen Zinssatz von 17,5 % ein effektiver Jahreszins von 593 %.

¹⁴ Zentralisierte Kredite werden durch die Geschäftsbanken an Unternehmen weitergereicht, ohne daß die Banken Konditionen oder Empfänger der Kredite frei bestimmen können.

worden (Goskomstat 1994). Zudem erhält das Finanzministerium deutlich ver­günstigte Zentralbankkredite zu Jahreszinsen von nominal 10 %. Seit Anfang 1994 versucht die russische Zentralbank, einen Teil ihrer Kredite über Auk­tionen an die Banken zu vergeben. Insgesamt sind zwischen Januar und Juli 1994 Kredite in Höhe von 583 Mrd. Rubel über Kreditauktionen neu emittiert worden; das entspricht einem Anteil von 20 vH der in diesem Zeitraum an die Banken neu vergebenen Mittel (IMF, interne Arbeitsunterlagen).

Im *außenwirtschaftlichen* Bereich wurde die Geld- und Kreditemission der russischen Zentralbank bis August 1993 von der Versorgung der in der Rubelzone verbliebenen Staaten mit Bargeld und Krediten bestimmt. Nach der Auflösung der Sowjetunion Ende 1991 hatte die russische Zentralbank das alleinige Recht auf die Ausgabe von Rubel-Bargeld behalten; die übrigen Mit­glieder der Rubelzone konnten jedoch Rubel-Buchgeld schaffen. Gleichzeitig erhielten die Republiken Kredite der russischen Zentralbank, die über die Anfang 1992 eingerichteten Korrespondenzkonten der Zentralbanken vergeben wurden. Nachdem zunächst keine Obergrenzen für diese Form der Kreditver­gabe festgesetzt worden waren, fand seit April eine schrittweise Zentralisierung des Zahlungsverkehrs mit den Republiken über diese Konten statt, die schließ­lich im Juli 1992 mit der völligen Zentralisierung und der Festlegung von Kreditobergrenzen für Handelskredite endete. Nachdem die Kreditvergabe an die GUS 1991 noch nicht getrennt erfaßt worden war, waren 1992 insgesamt gut 22 vH der gesamten Kredite der russischen Zentralbank an die Nachfol­gestaaten geflossen (Government of the Russian Federation 1993(4)). Anfang 1993 wurde dann allerdings die Kreditierung der Staaten der Rubelzone von der automatischen Finanzierung über die Korrespondenzkonten bei der Zentralbank auf die Finanzierung über Regierungskredite umgestellt. Dazu wurden zunächst alte Kredite der Zentralbank in Regierungskredite zu Marktkonditionen umge­wandelt; entsprechende Regelungen wurden für die Neu-Kreditvergabe einge­führt (IMF 1994).¹⁵ Trotz dieser Verschärfung der Kreditbedingungen machten Kredite an die Staaten der GUS im August 1993 nach wie vor 23 vH des ge­samten Kreditbestandes der russischen Zentralbank aus. Zu diesem Zeitpunkt ist jedoch die Kreditvergabe der Zentralbank an die GUS eingestellt worden, so daß die GUS-Kredite im Mai 1994 nur noch auf einen Anteil von gut 9 vH am gesamten Kreditbestand kamen (Government of the Russian Federation 1994(2)).

Die Monate Juli und August 1993 bedeuteten auch einen entscheidenden Einschnitt bei der Versorgung der übrigen GUS-Länder mit Bargeld. Nachdem

¹⁵ Grundsätzlich sollten die Kredite auf Zinssätze zu LIBOR + 1 % umgestellt und ihre Nominalwerte an die Preisentwicklung angepaßt werden. Wie das Beispiel von Weißrußland zeigt, sind jedoch Ausnahmen von dieser Regel gemacht worden.

noch Ende 1991 etwa 36 vH der gesamten von der russischen Zentralbank emittierten Bargeldmenge außerhalb Rußlands zirkulierte, war dieser Anteil bis Juni 1993 kontinuierlich auf 16 vH gesunken (IMF, internes Arbeitspapier). Während Bargeldlieferungen an die baltischen Staaten und die Ukraine spätestens im September 1992 eingestellt worden waren, wurde im Verlauf des Jahres 1993 die Bargeldemission auch für die übrigen Mitglieder der Rubelzone immer weiter beschränkt. Nach der Bargeld-Umtauschaktion¹⁶ vom 24. Juli 1993 wurde Bargeld offiziell nur noch zu denselben Konditionen geliefert, zu denen auch Rubelkredite zur Verfügung gestellt wurden (IMF, internes Arbeitspapier). Zwischen Juli und September 1993 hatten nur noch 6 verbliebene Mitglieder der Rubelzone Bargeld erhalten.¹⁷

Insgesamt hat die russische Geldpolitik der vergangenen drei Jahre hohe und volatile Inflationsraten verursacht. Nach der Preisfreigabe Anfang 1992 hat die starke Geldmengenexpansion zu einer offenen Inflation geführt, die Rußland zeitweise an den Rand einer Hyperinflation gebracht hat. So stiegen die Verbraucherpreise zwischen Ende 1991 und Ende 1992 um mehr als 2 000 vH und zwischen Ende 1992 und Ende 1993 um gut 815 vH (Tabelle 1). In den ersten 6 Monaten von 1994 war eine Abschwächung des Preisauftriebs auf eine Jahresrate von gut 400 vH zu beobachten, was mit einer deutlichen Abschwächung des Geldmengenwachstums zu erklären ist. Allerdings scheint sich dieser Trend im Herbst 1994 umgekehrt zu haben, denn im Oktober stiegen die Preise wieder deutlich schneller als in den Vormonaten.

Zusammenfassend ergibt sich bei der Bewertung der Reformen im Bereich der Währungs-, Geld- und Kreditpolitik Rußlands ein gemischtes Bild:

- Gegenüber dem Dollar ist zwar eine Vereinheitlichung des Systems gespaltener Wechselkurse erreicht worden. Die Kursbestimmung folgt jedoch weiterhin einem Prinzip des „dirty floating“, bei dem die russische Zentralbank einen erheblichen Einfluß auf die Preisbildung auf den Devisenmärkten hat.
- Der russische Rubel hat sowohl gegenüber der estnischen Krone und dem weißrussischen Rubel als auch gegenüber dem Dollar real aufgewertet.

¹⁶ Die russische Zentralbank hatte im Juli überraschend alle Rubel-Banknoten, die vor 1993 ausgegeben worden waren, für ungültig erklärt. Gerade diese Scheine zirkulierten aber vorwiegend in den Republiken der GUS. Russische Staatsbürger konnten innerhalb von 5 Wochen maximal 100 000 alte Rubel in neue Banknoten umtauschen; 10 000-Rubel-Scheine konnten unbegrenzt umgewechselt werden. Größere Summen mußten zunächst auf Konten bei der Sberbank für mindestens 6 Monate deponiert werden (DIW et al. 1993c: 54).

¹⁷ Es waren dies Armenien, Kasachstan, Tadschikistan, Turkmenistan, Usbekistan und Weißrußland.

Die reale Kursentwicklung gegenüber dem Karbowanez folgte keinem klaren Trend.

- Zumindest bis Mitte 1993 wurde das Ziel der monetären Stabilisierung dem Ziel der finanziellen Abfederung der realwirtschaftlichen Anpassung untergeordnet. Seitdem wurden die Zuwachsrate der Geldmenge gesenkt und die Nominalzinsen angehoben. Somit konnten etwa seit Ende 1993 positive Realzinsen erzielt werden.
- Rußland hat durch den Übergang zu einer marktmäßigen Allokation von Finanzmitteln im Außenbereich de facto die Auflösung der Rubelzone herbeigeführt. Die Beschränkung von Subventionszahlungen an andere Staaten der ehemaligen Sowjetunion hat die Möglichkeiten für die heimische monetäre Stabilisierung verbessert.

3. Bankensystem

Die Liberalisierung des russischen bzw. sowjetischen Bankensystems¹⁸ hatte bereits 1987 begonnen, als die ehemalige Gosbank aufgelöst und die Gründung neuer Geschäftsbanken zugelassen wurde. Zunächst wurden jedoch bestehende Beschränkungen bei der freien Wahl der Bank durch die Bankkunden beibehalten, erst 1990 wurde diese Regelung aufgehoben (DIW et al. 1992a). Die Tätigkeit der Geschäftsbanken wird derzeit von dem Bankengesetz aus dem Jahre 1990 geregelt.¹⁹ Gegenwärtig liegt dem russischen Parlament der Entwurf eines neuen Geschäftsbankengesetzes vor (*Kommersant* vom 26. Juni 1994: 5 ff.).

Mittlerweile sind in Rußland rund 2 100 Banken mit insgesamt 48 200 Zweigstellen tätig. Das entspricht einer Dichte von einer Filiale pro 3 900 Einwohner (Goskomstat 1994). Vielfach sind diese Banken von Unternehmen gegründet worden, die sich durch sie einen vereinfachten Zugang zu den Refinanzierungskrediten der russischen Zentralbank erhofften. Jedoch halten die ehemaligen staatlichen Spezialbanken noch immer die größten Marktanteile. Unter den zwanzig größten russischen Banken befanden sich Anfang 1994 zwar mindestens neun neu gegründete Banken. Vier der fünf größten Banken sind aber, einschließlich der Sberbank, Nachfolger der staatlichen Spezialbanken. Insgesamt halten die fünf größten Banken Rußlands 65 vH der Aktiva der zwanzig größten Banken (DIW et al. 1994a: 26 ff.).

¹⁸ Eine umfassende Darstellung des Reformprozesses im Bereich des Bankensektors findet sich in DIW et al. (1994a). Dieser Abschnitt befaßt sich daher nur mit ausgewählten Problemen des russischen Bankensektors.

¹⁹ Vgl. Gesetz der RSFSR „O bankach i bankovskoj dejatel'nosti v RSFSR“ vom 2. Dezember 1990.

Hinsichtlich der Stabilität des russischen Bankensystems und der Entwicklung der Wettbewerbsbedingungen stehen zwei Probleme im Vordergrund. Zum einen belasten notleidende Kredite in erheblichem Ausmaß die Bilanzen der Banken, zum anderen behindert eine sprunghafte und unklare Gesetzgebung den Marktzutritt neuer, ausländischer Banken:

Notleidende Kredite stellen die Solvenz sowohl der neu gegründeten als auch der ehemaligen staatlichen Spezialbanken in Frage. In beiden Fällen sind Problemkredite das Ergebnis schlechter Informationssysteme und mangelnder Kreditwürdigkeitsprüfungen. Die neu gegründeten Banken haben zudem häufig Kredite an ihre Anteilseigner vergeben und sind somit einem erheblichen Kreditrisiko ausgesetzt, da das Eigenkapital seine Funktion als Risikopolster nicht mehr übernehmen kann. Die ehemaligen Spezialbanken hingegen sind von der Zentralbank zur Weiterleitung zentralisierter Kredite benutzt worden, die sich jetzt weitgehend als notleidend erweisen dürften.²⁰ Für das Jahr 1993 werden die notleidenden Kredite in den Bilanzen der Banken erstmals von der russischen Zentralbank ausgewiesen. Demnach ist der Anteil der überfälligen Kredite an der gesamten Kreditvergabe des Bankensystems von 9 vH im ersten Quartal auf 12 vH im vierten Quartal 1993 angestiegen (Tabelle 2). Eine besonders starke Zunahme war zwischen dem dritten und vierten Quartal zu verzeichnen. In den ersten fünf Monaten von 1994 stieg der Anteil der überfälligen Kredite sogar auf 21 vH an (Russische Zentralbank 1994b, 1994c). Angesichts des hohen Anteils notleidender Kredite dürfte eine monetäre Stabilisierung mit Gefahren für die Stabilität des russischen Bankensystems verbunden sein. Eine solche Stabilisierung würde nämlich die Inflationsentwicklung eindämmen und so den Realwert ausstehender Kredite nahezu unverändert lassen.

Tabelle 2 — Anteil überfälliger Kredite an der gesamten Kreditvergabe der Geschäftsbanken in Weißrußland, Estland und Rußland 1993–1994 (vH)

	1993				1994
	1. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
Weißrußland	1,2	1,9	2,0	6,7	6,7
Estland	7,4	8,9	7,8	6,7	5,2
Rußland	9,2	9,5	9,2	11,9	16,7

Quelle: Eesti Pank, *Quartalsberichte* (lfd. Ausgaben), Russische Zentralbank (1994b), IMF (interne Arbeitsunterlagen), eigene Berechnungen.

²⁰ Betroffen sind hiervon vorwiegend die Landwirtschafts- und die Industriebank (The World Bank 1993a: 16).

Ausländische Banken könnten zwar prinzipiell zu einer Verbesserung der Kreditvergabe und der Wettbewerbsbedingungen beitragen, Aktivitäten dieser Finanzinstitute auf dem russischen Markt waren aber in den vergangenen zwei Jahren de facto nicht möglich. Die Tätigkeit von Auslandsbanken in Rußland ist grundsätzlich von der Erteilung einer Lizenz durch die russische Zentralbank abhängig. Im April 1993 wurde diese Lizenzvergabe jedoch erheblich eingeschränkt, da das gesamte Kapital ausländischer Banken auf 12 vH des Kapitals des Bankensystems beschränkt wurde. Das Mindestkapital für ausländische Banken wurde zu diesem Zeitpunkt zudem deutlich über dem russischer Banken festgesetzt (*Kommersant* vom 19. April 1993). Mit einem Parlamentsbeschluß vom Juli 1993 wurde die Tätigkeit ausländischer Banken auf Geschäfte mit ausländischen Kunden beschränkt, durch einen Präsidentenerlaß vom November 1993 wurde schließlich bestimmt, daß nur die Banken, die bis zu diesem Zeitpunkt eine Lizenz erhalten und ihre Geschäftstätigkeit aufgenommen hatten, weiterhin in Rußland tätig sein dürfen. Alle weiteren ausländischen Banken sollten demnach bis Ende 1996 vom russischen Markt ausgeschlossen sein. Eine erneute Wende nahm die Frage der Zulassung von Auslandsbanken im Juni 1994, als ein Präsidentenerlaß festlegte, daß diejenigen Banken ihre Tätigkeit aufnehmen können, die zwar bereits Lizenzen erhalten, ihre Tätigkeit aber bis November 1993 noch nicht begonnen hatten. Neue Lizenzen sollen aber nach wie vor nicht ausgegeben werden (*Neue Zürcher Zeitung* vom 19./20. Juni 1994).²¹

4. Wirtschaftslage

Angesichts der in den vergangenen drei Jahren häufig fehlgeschlagenen Bemühungen zur Stabilisierung des monetären Sektors, der hohen und volatilen Inflationsraten und der durch die Wechselkurspolitik entstehenden Verzerrungen der außenwirtschaftlichen Beziehungen konnten bisher vom monetären Sektor kaum Impulse ausgehen, die zu einer Stabilisierung der realwirtschaftlichen Seite hätten beitragen können. Somit ist die wirtschaftliche Lage Rußlands von einem fortdauernden Rückgang des Bruttoinlandsprodukts gekennzeichnet; seit 1990 wurde ein kumulativer Rückgang des BIP von rund 60 vH verzeichnet. Auch in der ersten Hälfte des Jahres 1994 war keine Umkehrung

²¹ Abweichende Pläne gibt es offensichtlich in der russischen Zentralbank. Demnach sollen ausländische Banken bis Anfang 1996 generell nur sehr begrenzte Funktionen ausüben, ohne daß neue Lizenzen vergeben werden. Erst bis Mitte 1999 sollen dann einige dieser Beschränkungen aufgehoben werden (*Nachrichten für den Außenhandel* vom 4. August 1994).

dieses negativen Trends zu erkennen (Tabelle 1; zum Vergleich mit den anderen Ländern siehe Tabelle A1). In einem ähnlichen Umfang ging auch die Industrieproduktion zurück. Gleichzeitig reflektiert die offiziell registrierte Arbeitslosenquote von 5 vH in 1993 den Rückgang der Produktion nur unvollständig. Ein entscheidender Grund für den im Vergleich zur Produktion unterproportionalen Rückgang der Beschäftigung ist, daß im Prinzip insolvente Unternehmen durch geld- und fiskalpolitische Maßnahmen vor dem Konkurs bewahrt worden sind und keine Entlassungen in größerem Umfang vornehmen mußten. Zu einer Härtung der Budgetbeschränkungen der Unternehmen ist es nicht zuletzt wegen der fehlenden Umsetzung eines effektiven Konkursgesetzes bisher nicht gekommen.

Bei der Betrachtung der offiziellen Produktionsstatistiken muß die unzureichende Erfassung des privaten Sektors berücksichtigt werden. Diese erklärt den zunächst überraschenden, nahezu parallelen Rückgang von Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion. Im Rahmen des Transformationsprozesses wäre vielmehr zu erwarten, daß der Rückgang in der Industrieproduktion zumindest teilweise von einem Anstieg der Wertschöpfung im Dienstleistungsbereich aufgefangen wird, so daß das Inlandsprodukt weniger stark fallen müßte. Gleichzeitig dürften es in erster Linie neue, private Unternehmen sein, die zum Wachstum des Dienstleistungsbereichs beitragen. Es ist somit zu vermuten, daß die schlechte statistische Erfassung des privaten Sektors zu einer Überschätzung des Produktionsrückgangs in den offiziellen Statistiken beiträgt. Zweitens kann die Schaffung neuer Arbeitsplätze im privaten Sektor auch als ein Grund dafür gelten, daß die offiziell registrierte Arbeitslosigkeit den Rückgang der Produktion nur unvollständig reflektiert. Zu vermuten ist, daß eine Reihe von Arbeitern und Angestellten, deren bisherige Arbeitgeber im staatlichen Sektor die Produktion eingestellt haben, im privaten Sektor tätig sind. Häufig wird dabei die Beschäftigung im staatlichen Sektor — zumindest offiziell — nicht aufgegeben, da sie den Zugang zu staatlichen Versorgungsleistungen sichert.

II. Weißrußland

1. Währungspolitik

Die weißrussische Währungspolitik der vergangenen drei Jahre ist von einer graduellen Einführung des weißrussischen Rubels und einer Politik der gespaltenen Wechselkurse geprägt. Erst Anfang 1994 wurden administrative Eingriffe

der Zentralbank in das Wechselkursystem weitgehend abgeschafft. Der Wechselkurs zwischen weißrussischem und russischem Rubel sowie zu anderen Währungen ist zwar grundsätzlich flexibel, allerdings sind Interventionen durch die Zentralbank auf den Devisenmärkten die Regel. Die Einführung einer eigenen nationalen Währung erfolgte im wesentlichen in vier Schritten. In einem ersten Schritt wurde im Mai 1992 der weißrussische Rubel parallel zum russischen Rubel eingeführt. Es folgten im November 1992 erste Versteigerungen von russischem Giralgeld, die zu einer Abwertung weißrussischen Giralgeldes und damit zu einer de facto eigenen Währung führten. Ein dritter Schritt hin zur währungspolitischen Abkoppelung von Rußland war die russische Bargeld-Umtauschaktion vom Juli 1993, in deren Folge die weißrussische Zentralbank verbliebenes russisches Bargeld durch heimisches ersetzte. Gleichzeitig wurden Verhandlungen mit Rußland über eine Währungsunion zwischen den beiden Staaten geführt. Schließlich wurde der weißrussische Rubel im Herbst 1994 zum alleinigen gesetzlichen Zahlungsmittel in Weißrußland erklärt. Abgesehen von diesen letzten Schritten ist keine der Maßnahmen auf eine unabhängige Entscheidung der weißrussischen Zentralbank oder Regierung zurückzuführen. Vielmehr waren es Maßnahmen der russischen Seite, die Weißrußland zu den jeweiligen Schritten veranlaßten.

Im einzelnen stellt sich die Entwicklung wie folgt dar. Als Reaktion auf die knapper werdenden Lieferungen von Bargeld aus Rußland — in der ersten Hälfte von 1992 stieg der Bargeldumlauf in Weißrußland bei einer Preissteigerung von 687 vH nur um 111 vH — führte die weißrussische Zentralbank im Mai 1992 den weißrussischen Rubel (sogenannter Hasenrubel)²² als Parallelwährung zum russischen Rubel ein. Der Wechselkurs zwischen weißrussischem und russischem Rubel wurde auf 1:1 festgesetzt.²³ Im Dezember waren bereits 80 vH des im Umlauf befindlichen Bargelds weißrussische Rubel; im Juni 1993 hatte der weißrussische den russischen Rubel mit einem Anteil am Bargeldumlauf von 96 vH nahezu vollständig verdrängt (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Dabei diente die Parallelwährung nicht allein der verbesserten Ausstattung mit Bargeld. Vorübergehend wurde das neue Geld auch zur Rationierung des heimischen Warenangebots genutzt. So wurde der weißrussische Rubel im November 1992 zum allein gültigen Zahlungsmittel für den Erwerb von Nahrungsmitteln, Tabak und Alkohol erklärt. Das Ziel dieser Maßnahme, die im Mai 1993 wieder rückgängig gemacht wurde, war die Beschränkung eines Ein-

²² Die Bezeichnung Hasenrubel entstand aufgrund der auf den Geldscheinen aufgedruckten Tiere.

²³ Dabei hatte jede weißrussische Ein-Rubel-Banknote den Gegenwert von 10 weißrussischen Rubeln. Im Zuge einer Denominierung, bei der im August 1994 alle Strom- und Bestandsgrößen in weißrussischem Rubel um eine Dezimalstelle gekürzt wurden, wurde diese Abweichung aufgehoben.

kaufstourismus aus den übrigen Republiken, der von niedrigen, subventionierten Preisen in Weißrußland profitierte (DIW et al. 1993b: 22).

Der zweite Schritt hin zur Abkoppelung der weißrussischen von der russischen Währung war die Versteigerung von Rubelkrediten seit Ende 1992, die zu einer Abwertung des weißrussischen Buchgeld-Rubels führte. Im November 1992 hatte Weißrußland die Kreditlinie, die Rußland ihm im Juli zugeteilt hatte, ausgeschöpft und ging dazu über, das Recht auf Importe aus Rußland an weißrussische Unternehmen zu versteigern. Zu diesen Auktionen ist nur eine bestimmte Anzahl von Banken als Marktteilnehmer zugelassen. Versteigert werden gegenwärtig die Einnahmen weißrussischer Exporteure aus dem Handel mit Drittländern, die zu 100 vH an die Zentralbank abgeliefert werden müssen (*Financial Markets Outlook* vom April 1994: 215).²⁴ Seit Ende 1992 hat der weißrussische gegenüber dem russischen Rubel kontinuierlich abgewertet. Im April 1994 mußten 10 weißrussische Rubel für 1 russischen Buchgeld-Rubel gezahlt werden. Gleichzeitig wurde der offizielle Bargeldkurs zum russischen Rubel von der weißrussischen Zentralbank bis Anfang 1994 bei 1:1 festgesetzt. Zudem wichen bis Anfang 1994 der Wechselkurs zwischen weißrussischem und russischem Rubel, der sich aus den jeweiligen bilateralen Kursen zum Dollar errechnet, und der offizielle Rubelkurs voneinander ab. Diese Kursdisparitäten ermöglichen eine Vielzahl von Arbitragemöglichkeiten, die die Zentralbank durch administrative Maßnahmen zu verhindern versucht. So können nach wie vor Konten nur in einem begrenzten Umfang in Bargeld umgewandelt werden, und Bargeld kann nur bedingt auf Währungsauktionen eingesetzt werden.

Auch die dritte Etappe auf dem Weg zu einer eigenständigen weißrussischen Währung wurde von einer russischen Maßnahme eingeleitet. Im Juli 1993 hatte die russische Zentralbank in einer überraschenden Aktion alle vor 1992 ausgegebenen Rubel-Banknoten für ungültig erklärt. Als ein Ziel dieser Maßnahme kann die Eindämmung des Rückstroms von Rubel-Bargeld aus den Republiken gelten, der durch die Einführung nationaler Währungen ausgelöst wurde und zu einem Inflationsdruck in Rußland führte (DIW et al. 1993c). Wenngleich in Weißrußland zu diesem Zeitpunkt nur noch geringe Mengen an russischem Bargeld im Umlauf waren, so wurde mit dieser Aktion doch die endgültige Trennung der Geldsysteme eingeleitet. Zunächst tauschte die weißrussische Zentralbank die verbliebenen Bestände russischer Rubel im August 1993 in weißrussische Rubel.²⁵ Schließlich wurde der weißrussische Rubel im Herbst

²⁴ Die Ablieferungsquoten für Exporterlöse sind in der Vergangenheit mehrfach verändert worden. Vor der Einführung der 100prozentigen Ablieferungspflicht im März 1994 waren Unternehmen verpflichtet, 15 vH ihrer Einnahmen an den Staat zu verkaufen und 50 vH an der Devisenbörse anzubieten.

²⁵ Insgesamt wurden private Bargeldbestände von maximal 250 000 russischen Rubeln zu einem Kurs von 1:1 in weißrussische Rubel umgewandelt. Größere Sum-

1994 zum allein gültigen Zahlungsmittel in Weißrußland erklärt. Seit dieser Zeit müssen weißrussische Banken und Unternehmen auch ihre Aktiva und Passiva in russischen Rubeln zu Marktkursen bewerten; zuvor war der Kurs von 1:1 angewandt worden (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Diese Umstellung dürfte zu einer bilanziellen Verschlechterung vieler Banken und Unternehmen führen, da Weißrußland im Handel mit Rußland Nettoschuldner ist.

Parallel zur schrittweisen Abkoppelung der weißrussischen Währung von dem russischen Rubel hat die weißrussische Regierung Verhandlungen mit Rußland über die Bildung einer neuen Rubelzone geführt. Der Verlauf dieser Verhandlungen wird durch die Unterzeichnung verschiedener bi- und multilateraler Abkommen dokumentiert und fand seinen vorläufigen Abschluß mit der Unterzeichnung des Abkommens über die Vereinigung der Geldsysteme vom 12. April 1994 (vgl. *Belorusskaja Delovaja Gazeta* vom 18. April 1994:5). In einer ersten Stufe sieht dieser Vertrag die Vereinheitlichung der Zollsysteme Rußlands und Weißrußlands und die Abschaffung mengenmäßiger Handelsbeschränkungen im zwischenstaatlichen Handel bis Mai 1994 vor; diese Stufe wurde im Juni weitgehend erreicht (IMF, interne Arbeitsunterlagen). In einer zweiten Stufe, deren Realisierung vom weißrussischen Parlament im Herbst 1994 bis auf weiteres verschoben wurde,²⁶ sollte dann eine einheitliche Währung eingeführt werden. Die Gründe dafür, daß Weißrußland de facto von dem Ziel, eine Währungsunion mit Rußland zu bilden, Abstand genommen hat, liegen in der geringen Realisierung weißrussischer Interessen im Rahmen des genannten Abkommens.²⁷ Zu nennen sind in diesem Zusammenhang insbesondere die Abtretung jeglicher geld- und fiskalpolitischer Autonomie Weißrußlands an Rußland im Fall einer Umsetzung des Vertrages, der nachteilige Umstellungskurs zwischen dem weißrussischen und russischen Rubel sowie die fehlenden Aussichten auf verbilligte Energielieferungen aus Rußland.

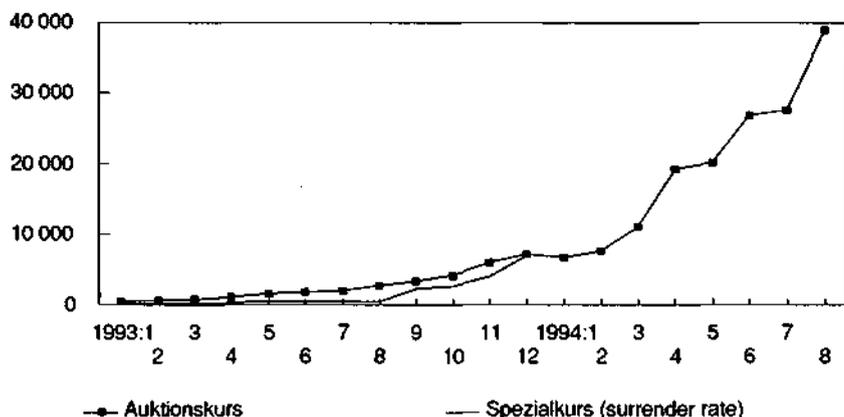
Die weißrussische Währungspolitik in bezug auf den Dollar entsprach bis Ende 1991 in ihren wesentlichen Zügen der sowjetischen, wie sie auch von Rußland zunächst übernommen wurde. Jedoch blieben direkte administrative Eingriffe in die Kursbildung, die in Rußland im wesentlichen im Juli 1992 abgeschafft wurden, mindestens bis Ende desselben Jahres bestehen (Schaubild 8). Bis Januar 1993 war der offizielle Kurs des weißrussischen Rubels zum

men wurden zunächst für sechs Monate auf Konten bei der Sberbank deponiert, die jedoch bereits im Oktober 1993 und damit vor Ablauf der geplanten Frist freigegeben wurden (IMF, interne Arbeitsunterlagen).

²⁶ Vgl. DIW et al. (1994d). Im Vertragstext heißt es zur Realisierung der zweiten Stufe, daß der Vertrag erst dann in Kraft tritt, wenn alle „innerstaatlichen Voraussetzungen“ dafür geschaffen sind (Artikel 20).

²⁷ Eine ausführliche Darstellung der einzelnen Vertragselemente findet sich in Abschnitt D.III.

Schaubild 8 — Nominaler Wechselkurs des weißrussischen Rubels zum Dollar 1993–1994^a



^aAngaben vor der Denominierung.

Quelle: IMF (1993b und interne Arbeitsunterlagen).

Dollar, der etwa für die Berechnung der Auslandsschulden verwandt wurde, administrativ festgesetzt und lag erheblich unterhalb des Marktkurses (zur Auslandsverschuldung siehe Tabelle A2). Ein zusätzlicher Sonderkurs (surrender rate) wurde auf Transaktionen der Handels- und Kapitalbilanz angewandt; der Marktkurs kam nur für Zahlungen im Zusammenhang mit touristischen Aktivitäten zum Tragen. Im Jahr 1993 wurde dann dieser Sonderkurs auch auf bestimmte offizielle Zahlungen, prioritäre Importe, Pflichtablieferungen aus dem Exportgeschäft und für ausländische Direktinvestitionen angewandt. Andere Zahlungen wurden grundsätzlich zum Marktkurs abgewickelt (IMF 1993b: 29 ff.).

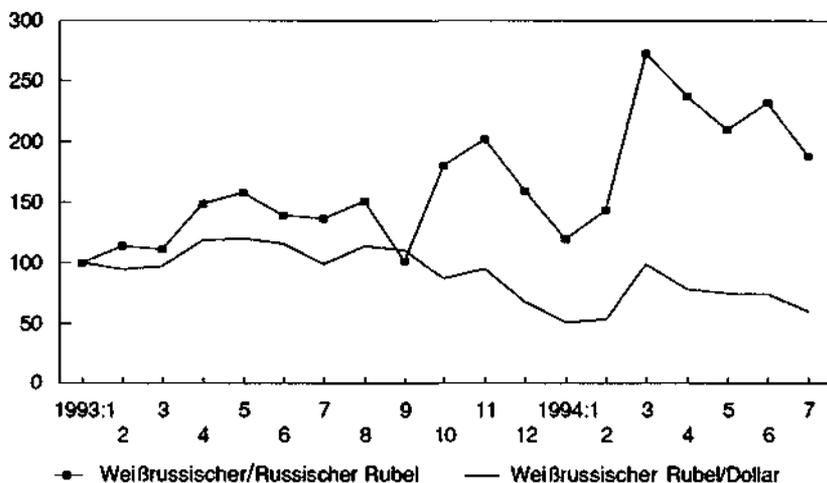
Bei der Kursbildung zum Dollar ist die weißrussische Zentralbank in einem ersten Schritt Anfang 1993 zu einer marktgerechteren Preisbildung übergegangen, als sie den offiziellen Wechselkurs dem auf dem Minsker Interbanken-Devisenmarkt ermittelten Kurs anpaßte. In den Monaten August und September wurde jedoch von dieser Politik abgewichen, der offizielle Kurs wurde vorübergehend unterhalb des Marktkurses festgesetzt. Ein zweiter Schritt zur Vereinheitlichung des Wechselkurssystems war die Abschaffung des speziellen Wechselkurses, der auf ausländische Direktinvestitionen und Exporterlöse in harter Währung angewandt wurde. Diese Transaktionen mußten beispielsweise im den Monaten März bis September 1992 zu einem Kurs von 25 weißrussischen

Rubeln pro Dollar abgewickelt werden, im selben Zeitraum war jedoch der Marktkurs von 154 auf 236 Rubel pro Dollar gestiegen. Disparitäten in ähnlicher Größenordnung ergaben sich bis August 1993; danach wurde der Spezialkurs nur noch auf Exporterlöse angewandt und schließlich ganz abgeschafft (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Diese Politik der gespaltenen Wechselkurse und die Anwendung eines deutlich überbewerteten Kurses auf bestimmte Transaktionen bedeutete einen erheblichen Eingriff der Zentralbank in die Funktionsweise des Devisenmarktes. Durch sie wurden einerseits ausländischen Investoren Anreize genommen, direkt in Weißrußland zu investieren. Andererseits bestanden Anreize für weißrussische Exporteure, Exporterlöse nicht in voller Höhe zu deklarieren, sondern statt dessen auf Auslandskonten anzulegen.

Insgesamt hat der weißrussische Rubel zwischen Anfang 1992 und Juli 1994 sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem russischen Rubel nominal um mehr als 20 000 vH bzw. 1 350 vH abgewertet. Im Fall des Dollars verlief diese nominale Abwertung jedoch unterproportional zu den Entwicklungen der Verbraucherpreise in den beiden Ländern, so daß der weißrussische Rubel real um 60 vH aufgewertet hat. Gegenüber dem russischen Rubel hat die weißrussische Währung real hingegen stark abgewertet (180 vH) (Schaubild 9). Somit haben sich einerseits die Exportchancen für weißrussische Produkte auf den Weltmärkten verschlechtert, gleichzeitig stiegen auch die Preise für Importe aus Rußland, gemessen in Inlandswährung, stark an. Da die reale Abwertung gegenüber dem russischen Rubel aufgrund des zuvor administrativ beeinflussten Wechselkurses vorwiegend in der zweiten Hälfte von 1993 eingesetzt hat, haben weißrussische Importeure zunächst wenig Anreize gehabt, alternative Importmöglichkeiten zu erschließen. Zu beachten ist, daß der reale Wechselkurs zum russischen Rubel eine größere Volatilität aufweist als der zum Dollar, so daß der Handel mit Rußland durch stark schwankende Preissignale beeinträchtigt werden dürfte. Die reale Aufwertungstendenz Ende 1993 dürfte damit zu erklären sein, daß seit dieser Zeit die monatlichen Inflationsraten in Rußland deutlicher als zuvor unter denen Weißrußlands lagen. Gleichzeitig hatte sich der nominale Wechselkurs aufgrund der Erwartung einer Währungsunion mit Rußland etwas stabilisiert. Als jedoch im März 1994 deutlich wurde, daß im Fall einer Währungsunion ein Umstellungskurs von 1:1 nicht realisiert werden würde, wertete die weißrussische Währung nominal wie real stark ab.

Die Konvertibilität der weißrussischen Währung ist in erheblichem Maße eingeschränkt. Neben den erwähnten Beschränkungen auf die inländische Konvertibilität, die in der Trennung zwischen Bar- und Buchgeldkreisläufen zum Ausdruck kommen, bestimmt eine Reihe von Regulierungen über die Verwendungsmöglichkeiten des weißrussischen Rubels im zwischenstaatlichen Handel und Kapitalverkehr. Im September 1993 wurde beispielsweise eine Regelung eingeführt, derzufolge weißrussische Exporteure ihre gesamten Exporterlöse

Schaubild 9 — Realer Wechselkurs des weißrussischen Rubels zu russischem Rubel und Dollar 1993–1994^a



^aDeflationierung mit Verbraucherpreisen; Index 1993:1 = 100. Auktionskurse zum Periodeende.

Quelle: IMF (interne Arbeitsunterlagen), *Planecon* (lfd. Ausgaben), Government of the Russian Federation (lfd. Ausgaben), eigene Berechnungen.

aus Rußland in vollem Umfang auf dem Auktionsmarkt anbieten mußten. Zudem wurde eine Steuer von 15 vH auf Devisenerlöse erhoben. Diese Regelungen wurde im Oktober 1994 modifiziert. Nunmehr müssen lediglich 50 vH der Exporterlöse auf der Devisenbörse zwangsverkauft werden; die Steuer auf Devisenerlöse wurde abgeschafft (*Nachrichten für den Außenhandel* vom 21. November 1994). Exporterlöse aus Drittländern müssen zu 100 vH bei der Zentralbank abgeliefert werden. In bezug auf die Kapitalbilanz unterliegen Gewinnübertragungen ausländischer Investoren einer Steuer in Höhe von 15 vH. Weißrussen können zwar Konten in ausländischer Währung innerhalb Weißrusslands führen, die Eröffnung eines Kontos außerhalb des Landes muß jedoch von der Zentralbank genehmigt werden (IMF, interne Arbeitsunterlagen).

2. Geld- und Kreditpolitik

Die geldpolitischen Entscheidungen der weißrussischen Zentralbank wurden bislang weitgehend von den politischen Zielen der Regierung und des Parla-

ments bestimmt. Die Autonomie der Zentralbank war somit faktisch nicht gewährleistet. Schritte hin zu einer indirekten, marktgerechten Steuerung der Geldmenge sind bisher nur zögernd unternommen worden. Beispielsweise wurden im Februar 1993 nur rund 10 vH der Zentralbankkredite über Auktionen vergeben (IMF 1993b). Diese Versteigerungen wurden jedoch gegen Ende des Jahres wieder eingestellt. Die Zentralbank kontrolliert das Geldmengenwachstum daher im wesentlichen durch die Festsetzung des Volumens und der Zinsen für Zentralbankkredite sowie durch die Mindestreserveanforderungen für die Geschäftsbanken (Tabelle A3).

Bei der Kreditvergabe durch die Zentralbank spielt die direkte Zuweisung von Krediten an Unternehmen mit knapp 1 vH der gesamten Kredite nur eine untergeordnete Rolle. Dies entspricht zumindest formal den Erfordernissen eines zweistufigen Bankensystems, in dem die Zentralbank keine Tätigkeiten von Geschäftsbanken ausüben sollte. Jedoch wird diese Restriktion vielfach dadurch unterlaufen, daß Kredite an Unternehmen zunächst an Banken in Form zentralisierter Kredite vergeben werden und dann an bestimmte Sektoren der Wirtschaft weitergeleitet werden müssen. Diese Kredite machten Ende 1992 sowie in der ersten Hälfte von 1993 rund 50 vH der gesamten Kreditvergabe der Zentralbank aus. Die Geschäftsbanken haben hinsichtlich der Verteilung dieser Kredite sowie der Festsetzung der Zinssätze fast keinen Handlungsspielraum (IMF 1993b), so daß die Zentralbank de facto als Geschäftsbank agiert und die Zweistufigkeit des Bankensystems aufgeweicht wird. Ein deutlicher Wechsel in der Form der Kreditvergabe der weißrussischen Zentralbank ist seit der zweiten Jahreshälfte 1993 zu beobachten. Demnach ist der Anteil der an die Regierung vergebenen Kredite an dem gesamten Kreditbestand der Zentralbank von 17 vH Ende 1992 auf knapp 25 vH Ende 1993 gestiegen (vgl. auch Tabelle 3). Im ersten Quartal 1994 waren sogar 58 vH des Kreditbestandes der Zentralbank an die Regierung geflossen. Entsprechend sank der Anteil der an die Banken vergebenen Kredite von 82 vH Ende 1992 auf 40 vH im März 1994 (IMF, interne Arbeitsunterlagen; DIW et al. 1994d). Damit dürfte eine Umschichtung der in Form zielgerichteter Kredite durch das Bankensystem an die Unternehmen geflossenen indirekten Subventionen hin zu direkten Subventionen erfolgt sein. Vieles spricht jedoch dafür, daß der gestiegene Anteil der Kredite an die Regierung lediglich eine Umbenennung zentralisierter Kredite darstellt, die nach wie vor durch das Bankensystem geleitet werden. Die Wachstumsraten der von der Zentralbank bzw. den Geschäftsbanken vergebenen Kredite verliefen nämlich nahezu parallel, und auch das Verhältnis zwischen Zentralbank- und Bankkrediten blieb mit gut 50 vH etwa konstant. Anfang 1994

Tabelle 3 — Ausgewählte Indikatoren zur wirtschaftlichen Lage Weißrußlands 1990–1994

	1990	1991	1992	1993	1994 (1. Hj.)
Reales BIP ^a	-3,2	-1,2	-9,6	-11,6	-24,0 ^b
Industrieproduktion ^a	2,1	-1,5	-9,6	-10,0	-28,0 ^b
Budgetdefizit/BIP (vH)	nv	3,6	-2,0	-4,7	-6,3 ^b
Verbraucherpreise ^c	4,5	147	1 558	1 994	2 191
Arbeitslosenquote ^d	nv	nv	0,5	1,4	1,7
Bargeld ^c	5	56	704	1 197	83 ^e
M3 ^{c,f}	21	74	508	928	112
Zentralbankkredite ^c	nv	nv	1 915	684	137 ^e
M2/BIP (vH)	77	76	35	30	nv
Einlagen in ausländischer Währung/M2 (vH)	nv	0,5	5	38	37

^a Änderung gegenüber demselben Zeitraum der Vorperiode in vH. — ^b1.–3. Vj. 1994.
— ^cnderung gegenüber dem Ende der Vorperiode in vH. — ^dIn vH der Erwerbstätigen zum Periodenende. — ^eNur 1. Vj. 1994. — ^fM3 = einschließlich Einlagen in
ausländischer Währung. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: IMF (1992a, 1993b und interne Arbeitsunterlagen).

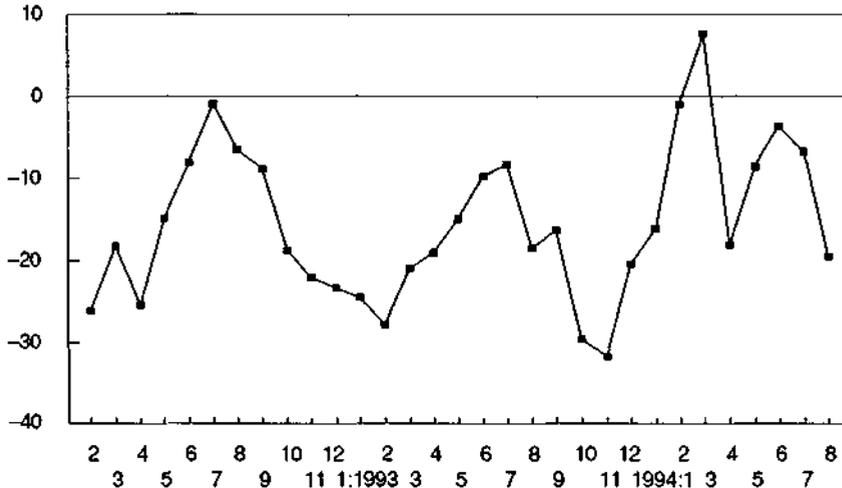
wurden nur knapp 7 vH der gesamten Zentralbankkredite ohne Zweckbindung an die Banken vergeben.²⁸

Die Geschäftsbanken haben kaum Spielraum bei der Zinssetzung, denn die Zentralbank hat sowohl durch die Festlegung von Zinsen für zentralisierte Kredite als auch durch die direkte Einwirkung auf die Zinssetzung der Banken maßgeblichen Einfluß auf die gesamtwirtschaftliche Zinsstruktur (Tabelle A3). Entsprechend lagen sowohl Einlagen- als auch Kreditzinsen in den Jahren 1992 und 1993 durchweg im negativen Bereich; Anfang 1994 gab es infolge administrativer Eingriffe in die Preisbildung — und damit einer geringeren Preissteigerung — eine kurze Episode positiver Realzinsen, die jedoch sofort von einem gegenläufigen Trend abgelöst wurde (Schaubild 10).²⁹ Seit Juli 1993 hat die weißrussische Zentralbank ihre nominalen Refinanzierungszinsen an die der russischen Zentralbank angepaßt, ist jedoch deren Zinssenkungen in 1994 nicht

²⁸ Zur Entwicklung der Zentralbankkredite im Vergleich zu anderen Ländern siehe Tabelle A4.

²⁹ Wie in Rußland gilt, daß Zinsezinsseffekte nicht berücksichtigt werden, so daß auf Kredite mit einer Laufzeit von einem Monat der Jahreszins dividiert durch 12 berechnet wird.

Schaubild 10 — Monatliche reale Refinanzierungszinsen^a in Weißrußland 1992–1994 (%)



^aDeflationierung mit dem Produzentenpreisindex.

Quelle: IMF (1993b und interne Arbeitsunterlagen), eigene Berechnungen.

gefolgt. Dennoch konnten bislang — aufgrund der anhaltend hohen monatlichen Inflationsraten — keine positiven Realzinsen erzielt werden. Zudem wird der allgemeine Refinanzierungssatz nur auf einen geringen Teil der Zentralbankkredite angewandt, so daß der durchschnittliche Refinanzierungssatz deutlich unter dem allgemeinen liegt und seit Januar 1994 sogar gesunken ist. Beispielsweise wurden im März 1994 Kredite an die Landwirtschaft zu jährlichen Zinssätzen zwischen 20 und 100 % vergeben; zur selben Zeit lag der allgemeine Refinanzierungssatz bei 210 % (IMF, interne Arbeitsunterlagen).

In den vergangenen Jahren sind die Mindestreservanforderungen für die Geschäftsbanken mehrfach verändert worden (Tabelle A3); für einige Banken gelten Ausnahmeregelungen. Nachdem der Mindestreservesatz für Sichteinlagen und Termineinlagen mit Laufzeiten von weniger als einem Jahr bei den Geschäftsbanken von 5 vH im Jahre 1988 schrittweise auf 20 vH Ende 1992 angehoben worden war, senkte die Zentralbank die Rate im Februar 1993 auf 8 vH für die Agrarbank, 10 vH für die Industriebank und 15 vH für alle anderen Banken (IMF 1993b); seit April 1994 gilt der Satz von 15 vH für alle Banken. Insgesamt wird jedoch die Reservehaltung der Geschäftsbanken nur zu einem geringen Teil durch die Mindestreserven bestimmt. Im vergangenen Jahr lag

der Anteil der Überschußreserven an den Gesamtreserven bei durchschnittlich 66 vH, im ersten Quartal 1994 waren dies sogar 81 vH. Diese vergleichsweise hohen Werte können zum einen als Auswirkungen eines ineffektiven Zahlungssystems interpretiert werden, zum anderen kommt in ihnen aber auch ein hoher Liquiditätsbedarf der Banken und ein Mangel an rentablen Investitionsmöglichkeiten zum Ausdruck. Generell kommen die hohen Mindestreserveanforderungen einer Besteuerung des Bankensektors gleich, die die Kosten der Banken erhöht und zu einer Anhebung der Zinsspannen beiträgt.

Negative Realzinsen und unattraktive heimische Anlagemöglichkeiten haben neben einer Zunahme der Reservehaltung der Banken auch zu einer verstärkten Nachfrage nach Bargeld geführt. So stieg das Verhältnis zwischen Bargeld und Einlagen bei den Banken von durchschnittlich 14 vH in 1992 auf 28 vH in 1993 an. Die trendmäßigen Veränderungen bei der Bargeld- und Reservehaltung haben eine Abnahme des Geldmultiplikators von 2,43 Ende 1992 auf 1,83 im ersten Quartal 1994 bewirkt. Das bedeutet, daß unter sonst gleichen Bedingungen die Basisgeldmenge stärker erhöht werden muß, um eine gegebene Zunahme der gesamten Geldmenge zu erzielen. Ferner erschwert die Instabilität der Geldnachfrage, die in Schwankungen des Geldmultiplikators zum Ausdruck kommt, die geldpolitische Steuerung. Neben einer erhöhten Nachfrage nach Bargeld haben die heimischen Anleger ihre Portfolios weg von Einlagen in heimischer Währung hin zu Konten in ausländischer Währung umgeschichtet (Dollarisierung). So stieg der Anteil der Fremdwährungskonten an dem gesamten Geldangebot M3 kontinuierlich von nur 0,5 vH Ende 1991 auf knapp 5 vH Ende 1992 und schließlich gut 36 vH Anfang 1994 (Tabelle A5).

Zusammenfassend lassen sich die Erfahrungen Weißrußlands in der monetären Wirtschaftspolitik folgendermaßen darstellen:

- Die weißrussische Währungspolitik der vergangenen zwei Jahre ist von einer graduellen Erweiterung der Konvertibilität gegenüber dem Dollar und einem ebenso schrittweisen Austritt aus der Rubelzone mit Rußland gekennzeichnet. Parallel zu der Einführung einer eigenen Währung wurden zunächst Schritte hin zu einer erneuten Währungsunion mit Rußland eingeleitet, die im Fall ihrer Umsetzung einer erheblichen Abtretung von Kompetenzen der weißrussischen an die russische Zentralbank gleichgekommen wäre. Bis auf weiteres werden entsprechende Pläne jedoch nicht weiter verfolgt.
- Der weißrussische Rubel hat gegenüber dem amerikanischen Dollar real an Wert gewonnen, gegenüber dem russischen Rubel real jedoch deutlich abgewertet.
- Die weißrussische Geldpolitik ist expansiver als die Rußlands gewesen und hat sich stärker dem Ziel der Struktur- und Beschäftigungserhaltung

untergeordnet. Anders als in Rußland konnten bisher keine positiven Realzinsen erzielt werden.

- Die expansive weißrussische Geldpolitik hat zu einer Abkoppelung der weißrussischen Preisentwicklung von der russischen geführt. Während die Preissteigerung in Weißrußland in den Jahren 1990 und 1991 noch unter entsprechenden Werten aus Rußland gelegen hatte, stiegen die Preise in Weißrußland im Verlauf von 1992 und 1993 deutlich schneller. Dieser Trend hat sich auch in der ersten Hälfte des Jahres 1994 fortgesetzt (Tabelle A1).

3. Bankensystem

Die Struktur des weißrussischen Bankensystems ist nach wie vor von den vier ehemaligen Spezialbanken dominiert. Diese hielten Anfang April 1994 zwar nur einen geringfügig höheren Anteil (54 vH) an dem gesamten Kapital des Bankensystems als die übrigen 21 Banken (46 vH), konnten aber 77 vH der Kreditvergabe und 65 vH der gesamten Einlagen in ihren Bilanzen verbuchen (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Für diese Situation gibt es vor allem zwei Gründe. Zum einen verfügen die ehemaligen Spezialbanken mit mehr als 300 Filialen über ein deutlich größeres Netz von Geschäftsstellen als die neu gegründeten Banken (114 Filialen).³⁰ Zum anderen haben sie aber auch bevorzugten Zugang zu den Refinanzierungsmöglichkeiten der Zentralbank. Ausländische Banken sind in Weißrußland bisher kaum vertreten; Anfang 1994 waren in Weißrußland lediglich zwei Repräsentanzen ausländischer Banken tätig. Neben der hohen Konzentration von Marktanteilen wird die Effizienz des weißrussischen Bankensystems von den bestehenden engen Verbindungen zwischen Banken und Unternehmen sowie dem potentiellen Problem notleidender Kredite in den Bilanzen der Banken beeinträchtigt (Tabelle 2). Ein weiteres Hindernis für die marktgerechte Bewertung von Unternehmen und Banken sind die unzureichenden Informationssysteme. In der Rechnungslegung müssen beispielsweise Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Rußland erst seit Mitte 1994 zu Marktkursen bewertet werden. Zuvor galt die Kursparität von 1:1 als allgemeiner Umrechnungssatz. Das bedeutet, daß Forderungen bisher zu hoch, Verbindlichkeiten hingegen zu niedrig ausgewiesen wurden und daß die Solvenz der Banken und Unternehmen günstiger eingeschätzt wurde, als dies den tatsächlichen Gegebenheiten entsprach.

³⁰ Das entspricht einer Dichte von rund 23 000 Einwohnern pro Bankfiliale. Darüber hinaus hat die weißrussische Zentralbank neben ihrer Hauptstelle in Minsk weitere sieben Zweigstellen sowie Verwaltungstellen mit beschränktem Funktionsbereich (IMF 1993b: 81-82).

Obwohl in Weißrußland bisher offiziell keine Privatisierung der Banken stattgefunden hat, liegt der direkte staatliche Anteil am gesamten Bankensystem nur bei rund 25 vH und auch bei den ehemaligen Spezialbanken bei nur gut einem Drittel.³¹ Der größte Teil des Bankenkaptals (56 vH) befindet sich im Besitz von Unternehmen und damit, sofern die Unternehmen selbst noch nicht privatisiert wurden, indirekt in staatlicher Hand. Insbesondere die seit Anfang der 90er Jahre neu entstandenen Banken wurden vielfach von Unternehmen gegründet. Durch die Gründung dieser Banken haben sich die Unternehmen Zugang zu günstigen Krediten der Zentralbank verschafft. Grundsätzlich ist die Kreditvergabe an Anteilseigner zulässig, diese Kredite dürfen jedoch 25 vH des Eigenkapitals der Bank nicht übersteigen, und die Banken dürfen ihren Eigentümern keine Sonderkonditionen bei der Kreditvergabe einräumen. Die Einhaltung dieser Bestimmungen dürfte jedoch nur schwer zu kontrollieren sein. Damit bergen die engen eigentumsrechtlichen Verflechtungen zwischen Banken und Unternehmen potentielle Gefahren für die Stabilität des Bankensystems. Zum einen dürften Kredite an Anteilseigner kaum auf Grundlage einer umfassenden Kreditwürdigkeitsprüfung vergeben werden. Zum anderen erhöht die Kreditvergabe an Bankeigentümer das Geschäftsrisiko einer Bank generell, da das Eigenkapital seine Funktion des Ausgleichs von Kreditrisiken nicht mehr übernehmen kann.

Im Jahre 1993 sind einige Erweiterungen des Bankengesetzes mit dem Ziel vorgenommen worden, die weißrussischen Bankenregulierungen an westliche Standards anzugleichen. Beispielsweise müssen die Geschäftsbanken grundsätzlich eine risikogewichtete Eigenkapitalquote von mindestens 8 vH, Anforderungen an ihre Liquidität, Beschränkungen auf die Vergabe von Großkrediten und in bezug auf ihr Mindestkapital einhalten (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Jedoch müssen diese Verschärfungen der Bankenregulierungen vor dem Hintergrund der fortdauernden indirekten Subventionierung der Unternehmen durch die Geschäftsbanken gesehen werden. Solange die Geschäftsbanken zentralisierte Kredite oder — wie die jüngste Entwicklung zeigt — Kredite der Regierung zu negativen Realzinsen an Unternehmen weiterleiten, haben sie keinerlei Anreize, die Kreditwürdigkeit dieser Unternehmen zu überprüfen und Bilanzrisiken marktgerecht zu bewerten. Im ersten Quartal 1994 wurden offiziell zwar nur überfällige Kredite in Höhe von knapp 7 vH (Anfang 1993: 1 vH) in den Bilanzen der Banken geführt (IMF, interne Arbeitsunterlagen), jedoch dürfte dieser im Vergleich zu anderen Reformstaaten Osteuropas recht niedrige Wert kaum die tatsächliche Qualität der Kreditportfolios der Banken widerspiegeln (Tabelle 2). Hierfür spricht, daß die gesamten überfälligen Forderungen,

³¹ Diese Angaben beziehen sich auf den 1. April 1994 und wurden internen Arbeitsunterlagen des Internationalen Währungsfonds entnommen.

d.h. notleidende Bankkredite sowie überfällige Lieferantenkredite und Steuerzahlungen, in der weißrussischen Volkswirtschaft im Verlauf von 1993 deutlich angestiegen sind und dies auch Auswirkungen auf die Solvenz der Bankkunden haben dürfte. Zudem bestehen die Bilanzen einiger Banken, insbesondere die der Landwirtschaftsbank, fast ausschließlich aus zentralisierten Krediten, die kaum zurückgezahlt werden dürften. Somit stehen die Verschärfung der Bankenregulierung und die Vergabe zentralisierter Kredite durch die Banken in einem Zielkonflikt. Eine konsequente Durchsetzung marktwirtschaftlicher Kriterien bei der Bewertung von Banken würde erfordern, daß Kreditrisiken aufgedeckt, insolvente Banken geschlossen werden und die politisch motivierte Kreditvergabe durch das Bankensystem eingestellt wird.

4. Wirtschaftslage

Noch weniger als in Rußland sind in Weißrußland stabilisierende Impulse vom monetären Sektor auf die realwirtschaftliche Entwicklung ausgegangen. Insbesondere die fortdauernd negativen Realzinsen haben bisher die Durchsetzung harter Budgetbeschränkungen für den Unternehmenssektor verhindert. Neben fehlenden Reformbemühungen im realwirtschaftlichen Bereich — etwa im Bereich der Privatisierung — haben diese Faktoren dazu geführt, daß die wirtschaftliche Lage Weißrußlands seit Anfang der neunziger Jahre von einem kontinuierlichen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts und der Industrieproduktion gekennzeichnet ist (Tabelle 3). Anders als in anderen Transformationsländern, wo der Großteil der Anpassung in unmittelbarer Folge der Einführung marktwirtschaftlicher Rahmenbedingungen stattfand (Buch et al. 1994: 2), hat sich jedoch der Produktionsrückgang im Jahr 1993 und in den ersten drei Quartalen von 1994 noch beschleunigt. In den ersten neun Monaten dieses Jahres sanken sowohl das BIP als auch die Industrieproduktion im Vergleich zum Vorjahr um rund ein Viertel. Die Subventionierung der Betriebe durch die Regierung und die Zentralbank hat, wie in anderen Transformationsländern auch, dazu geführt, daß sich der Rückgang der Produktion bisher nicht in einem entsprechenden Anstieg der Arbeitslosigkeit niedergeschlagen hat. Im September 1994 waren nur etwa 2 vH der weißrussischen Erwerbsbevölkerung arbeitslos gemeldet.

Für die Jahre 1990–1991 ist der geringe Rückgang des BIP unter anderem mit den noch bestehenden Subventionen von russischer Seite, insbesondere in Form von Energielieferungen zu Preisen unterhalb des Weltmarktniveaus, zu erklären. Es wird geschätzt, daß diese indirekten Transfers im Jahre 1990 einen Umfang von rund 8,91 vH des weißrussischen Sozialprodukts hatten (Orlowski 1993: 1024). Zudem sind in dieser Zeit kaum strukturelle Reformen durchge-

führt worden. Der Übergang zu Weltmarktpreisen für Importe aus Rußland und der damit verbundene Terms-of-Trade-Schock für Weißrußland zogen schließlich einen Produktionsrückgang um jeweils rund 10 vH in 1992 und 1993 nach sich. Während dieser Zeit hat Weißrußland jedoch noch immer finanzielle Zuweisungen aus Rußland erhalten. Diese Transfers in Form von Bargeldlieferungen und Krediten der russischen Zentralbank erreichten 1992 gut 10 vH des weißrussischen BIP (IMF 1994: 26). Die Umstellung der Kreditvergabe auf Regierungskredite zu Marktkonditionen Anfang 1993 und die Kürzung der Neukreditvergabe dürften Gründe für die Beschleunigung des Produktionsrückgangs seit dieser Zeit sein.³²

III. Ukraine

1. Währungspolitik

Am 10. Januar 1992 führte die ukrainische Regierung den Karbowanez als Parallelwährung zum russischen Rubel ein. Damit versuchte sie, Spielraum für eine eigenständige Wirtschaftspolitik gegenüber Rußland zu gewinnen. Obwohl zunächst nur als Zwischenstufe bis zur Einführung einer neuen nationalen Währung („Hrivna“) geplant, übernahm der Karbowanez im Verlauf des Jahres 1992 immer mehr die Funktion einer eigenständigen ukrainischen Währung. Schließlich wurde er im November 1992 allein gültiges Zahlungsmittel. Die Ukraine schied damit offiziell aus der Rubelzone aus. Die zunehmende Devisenknappheit veranlaßte die Ukraine mehrmals, ihr Wechselkursregime zu ändern.

Die Einführung des Karbowanez im Januar 1992 war eine direkte Reaktion der ukrainischen Regierung auf die Freigabe der Preise in Rußland. Im Unterschied zu Rußland hält die Ukraine bis heute an einem umfassenden System der Preissubventionierung und -administrierung fest (Dabrowski 1994: 119–121).³³

³² Alte Forderungen der russischen Zentralbank aus 1992 und der ersten Hälfte von 1993 (177 Mrd. Rubel) wurden in zinslose Regierungskredite mit einer 14jährigen Laufzeit und einer tilgungsfreien Zeit von 7 Jahren umgestellt. Lediglich auf überfällige Forderungen werden Zinsen von 1 % über LIBOR erhoben. Dieser Zinssatz gilt auch für die 70 Mrd. Rubel an neuen Regierungskrediten (Laufzeit 15 Jahre), die in der zweiten Hälfte von 1993 vergeben wurden. Generell erfolgt damit die Kreditvergabe an Weißrußland zu günstigeren Konditionen als für viele andere Nachfolgestaaten (IMF 1994: 27 ff.).

³³ Ende Januar 1992 wurden 17 vH der Großhandelspreise administrativ festgesetzt. Weitere 57 vH waren reguliert (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Nach mehrmali-

Diese Politik wäre in einem gemeinsamen Währungsverbund mit Rußland dauerhaft nicht aufrechtzuerhalten gewesen. Die Einführung des Karbowanez als Parallelwährung zum Rubel war daher vor allem von dem Bestreben motiviert, den Abfluß subventionierter Waren in das Nachbarland zu verhindern. Gleichzeitig sollte auf diese Weise die Bargeldversorgung der heimischen Wirtschaft gesichert werden, denn die Entwicklung der Bargeldmenge blieb Anfang 1992 hinter der Entwicklung des Preisniveaus zurück.³⁴ Dies war sowohl eine Folge der Preisexplosion in der Ukraine zu Beginn des Jahres, deren Ursache die russische Preisliberalisierung gewesen war,³⁵ als auch der Abhängigkeit der Ukraine von der Bargeldversorgung durch Rußland. Als Folge der Neuordnung des interrepublikanischen Zahlungsverkehrs kamen Liquiditätsschwierigkeiten der Unternehmen im Verrechnungsverkehr mit Rußland und den anderen Nachbarstaaten hinzu.³⁶

Im Januar 1992 erhielten Arbeitnehmer zunächst 25 vH ihres Lohnes in Karbowanez ausbezahlt. Rentner, Studenten und Kinder bekamen als Anfangsausstattung 200 Karbowanez zugeteilt.³⁷ Münzen wurden nicht ausgegeben; statt dessen sollte das Wechselgeld in Kopeken erstattet werden. Die staatlichen Geschäfte wurden verpflichtet, nur noch Karbowanez als Zahlungsmittel zu akzeptieren. Damit sollte verhindert werden, daß Ausländer sich das Preisgefälle zwischen in- und ausländischen Waren zu Lasten der heimischen Bevölkerung zunutze machen konnten. Im Dienstleistungsbereich und auf privaten Gütermärkten konnte dagegen vorerst weiter mit dem russischen Rubel bezahlt werden. Seit März 1992 akzeptierte der staatliche Sektor generell keine Barzahlun-

gen Änderungen in der Struktur des Preissystems unterlagen Mitte 1993 zwischen 30 und 40 vH der Großhandelspreise Regulierungen.

- ³⁴ Während bei den Verbraucherpreisen im ersten Quartal 1992 ein Anstieg um 397 vH zu verzeichnen war, nahm die nominale Bargeldmenge im selben Zeitraum nur um 80 vH zu, so daß die reale Bargeldmenge um 32 vH sank (IMF, interne Arbeitsunterlagen).
- ³⁵ Im Januar 1992 wurden in der Ukraine einige der bis dahin administrierten Preise freigegeben und die weiterhin administrierten Preise stark hochgesetzt (IMF, interne Arbeitsunterlagen).
- ³⁶ Bis zum 31. Dezember 1991 erfolgten alle Verrechnungen im Zahlungsverkehr zwischen der Ukraine und Rußland direkt über Korrespondenzkonten. Seit dem 1. Januar 1992 wurden auf Veranlassung Rußlands alle Zahlungen über regionale „Cash and Accounting Centres“ (CAC) abgewickelt. Nach dem 1. Juli 1992 mußten alle Zahlungen über das CAC der Zentralbanken beider Staaten erfolgen. Daraus resultierte zunächst eine Verzögerung des Zahlungsverkehrs um zwei bis drei Monate (Clement et al. 1993b: 47).
- ³⁷ Ursprünglich war vorgesehen, jedem Berechtigten mindestens 300 Karbowanez auszubezahlen. Die Menge der gedruckten Karbowanez-Noten reichte jedoch nicht aus, um mehr als 200 Karbowanez je Person zur Verfügung zu stellen (IMF 1992c: 38).

gen mehr in Rubel, und die Lohnzahlungen wurden bis zu 75 vH in Karbowanez geleistet. Ab April 1992 waren die Unternehmen berechtigt, bis zu 100 vH des Lohns in Karbowanez auszubezahlen; für Nichtukrainer bestand allerdings zunächst weiterhin ein Wahlrecht zwischen einer Entlohnung in Rubel oder in Karbowanez. Gleichzeitig wurde die Verwendung des Karbowanez für die Bezahlung fast aller Konsumgüter vorgeschrieben; Ausnahmen waren in einer Liste aufgeführt. Zahlungen für Miete, Transport, kommunale Dienstleistungen und Kreditrückzahlungen konnten zunächst weiterhin wahlweise in Karbowanez oder Rubel erfolgen (Sieburger 1992: 22).

Zwischen Mai und Dezember 1992 war es infolge der Geldverknappung zu einer Liquiditätskrise auf betrieblicher Ebene gekommen (Clement et al. 1993b: 48).³⁸ Als Reaktion setzte die Ukraine auf eine Politik der verstärkten Kreditexpansion, die ohne Konsultation mit der russischen Zentralbank erfolgte. Da diese Praxis — angesichts der offiziell noch nicht getrennten Buchgeldmengen — den Versuch Rußlands konterkarierte, den Wert des Rubels zu stabilisieren, drängte die russische Regierung die Ukraine zum Verlassen der Rubelzone. Im Juni 1992 wurden erstmals in der Ukraine offiziell Wechselstuben eröffnet. Diese waren von der Nationalbank der Ukraine autorisiert worden, Rubel und Karbowanez ohne Mengenbeschränkung zum Kurs 1:1 zu tauschen (IMF, interne Arbeitsunterlagen).

Das Wechselkursregime der Ukraine gegenüber dem amerikanischen Dollar begann Anfang 1992 als System gespaltener Wechselkurse, das von Repatriierungsvorschriften für die exportierenden Unternehmen begleitet wurde. Bereits von Ende 1990 bis Ende 1991 waren die ukrainischen Unternehmen verpflichtet gewesen, einen Teil ihrer Devisenerlöse zum Kurs von 1,8 Rubel pro Dollar an den Staat abzuführen. Die Höhe des abzuführenden Anteils bestimmte sich nach Art der exportierten Güter; durchschnittlich betrug er 58 vH (IMF 1992c: 40). Von den verbliebenen Deviseneinnahmen mußten nochmals 30 vH in Form von Zöllen abgeführt werden. Die übrigen Deviseneinnahmen standen den Unternehmen zur freien Verfügung. Anfang 1992 mußten die Unternehmen 40 vH ihrer Exporterlöse zum offiziellen Kurs an den staatlichen Devisenfonds verkaufen. Am 5. Februar wurde eine neue Devisensteuer eingeführt, nach der die Unternehmen zwischen 20 und 75 vH der Exporteinnahmen — je nach Art der gehandelten Güter — an verschiedene staatliche Fonds abführen mußten.

³⁸ Als Folge der Liquiditätskrise der ukrainischen Unternehmen kam es zu einer erheblichen Zunahme der zwischenbetrieblichen Verschuldung. Mitte Mai 1992 betrug die zwischenbetriebliche Verschuldung der ukrainischen Unternehmen 400 Mrd. Rubel; davon entfielen 130 Mrd. Rubel auf Außenhandelsgeschäfte (IMF 1993d: 37). Zum 1. Dezember 1992 betrug die gegenseitige Verschuldung der Unternehmen aus realisierten Lieferungen 2 297 Mrd. Rubel (Clement et al. 1993b: 48).

Eine Kompensation in inländischer Währung erfolgte nicht. Die ihnen verbliebenen Devisen standen den Unternehmen zur freien Verfügung, mußten aber repatriert werden. Unternehmen mit einer Ausländerbeteiligung von mindestens 30 vH waren von der Devisensteuer befreit (vgl. *Ostwirtschaftsreport* vom 29. Mai 1992). Weitere Ausnahmeregelungen betrafen Unternehmen mit Auslandsschulden sowie Unternehmen, die in staatlichem Auftrag exportierten (IMF 1992c: 40 f.).

Der offizielle Kurs des Karbowanez zum russischen Rubel wird von der ukrainischen Zentralbank festgelegt. Ende Januar 1992 betrug er 1:1. Der Schwarzmarktkurs lag zu diesem Zeitpunkt mit 7–10 Rubel/Karbowanez erheblich höher. Nachdem Gerüchte entstanden waren, daß der russische Rubel konvertierbar gemacht werden würde, und als gleichzeitig das Warenangebot bei einer anhaltend hohen Geldmengenexpansion in der Ukraine schrumpfte, verlor der Karbowanez im Sommer 1992 zusehends an Wert. Das Vertrauen der Bevölkerung in die neue Währung wurde zudem durch die offizielle Ankündigung beeinträchtigt, daß der Karbowanez nur für eine kurze Übergangszeit Gültigkeit haben würde und — nach offizieller Verlautbarung — bereits im Mai des Jahres durch die Hrivna hätte abgelöst werden sollen. Die Folge davon war, daß Erzeuger Produkte vom Markt fernhielten, da sie befürchteten, daß der Karbowanez bald wertlos sein würde (Boss 1994: 40). Als die Ukraine am 12. November 1992 die Rubelzone verließ, wurden alle Rubel einlagen im Verhältnis 1:1 auf Karbowanez umgestellt; der Karbowanez wurde zum allein gültigen Zahlungsmittel erklärt.³⁹ Die seit dem Sommer 1992 anhaltenden nominalen Kursverluste des Karbowanez gegenüber dem Dollar und dem Rubel verschärften den Devisenmangel erheblich. Der offizielle Rubelkurs betrug im August 1993 6 Karbowanez/Rubel und im August 1994 knapp 10 Karbowanez/Rubel, lag damit jedoch unterhalb des Marktkurses.

Die Ukraine wählte nach Verlassen der Rubelzone zunächst ein System gespaltener Wechselkurse. Der offizielle Dollarkurs wurde von der Notenbank festgelegt. Daneben veranstaltete die Zentralbank seit September 1992 wöchentliche Dollarauktionen, bei denen ausgewählte Banken Devisen ersteigern konnten. Schließlich existierte noch ein weiterer Kurs, der sich auf dem Interbankenmarkt bildete. Das Auseinanderklaffen von Auktionskurs und Interbankenkurs war eine Folge der restriktiven Zulassungspraxis zu den Devisenversteigerungen: Bis in das erste Quartal 1993 waren nur sechs Banken zu den Versteigerungen zugelassen. Zudem wurden die Gebote von einem Auktionsko-

³⁹ Der Schwarzmarktkurs lag zum gleichen Zeitpunkt bei 1 Rubel = 1,5 Karbowanez (IMF, interne Arbeitsunterlagen).

mittee der Zentralbank (tender committee) ex ante nach den von den Bietern angegebenen Verwendungszwecken selektiert.⁴⁰

Im März 1993 wurden die Devisenmärkte teilweise liberalisiert. Der Kreis der an den Devisenauktionen Teilnahmeberechtigten wurde auf insgesamt vierzig Banken ausgedehnt. Die Trennung zwischen offiziellem Devisenkurs und Interbanken-Devisenkurs wurde aufgehoben. Statt dessen mußte der auf den wöchentlichen Devisenauktionen ermittelte Kurs allen Devisengeschäften der jeweils folgenden Woche zugrundegelegt werden. Geschäftsbanken durften von diesem Auktionskurs um bis zu 2,5 vH nach oben oder unten abweichen. Die Notenbank selber behielt sich vor, um bis zu 2 vH vom ermittelten Auktionskurs abzuweichen. Seit April 1993 werden auch wöchentliche Auktionen für D-Mark und Rubel abgehalten (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Im März 1993 wurden zudem die Devisenbestimmungen modifiziert und der Devisenzoll abgeschafft. Die Unternehmen mußten nur noch die Hälfte ihrer Deviseneinnahmen — verringert um die an das Ausland zu entrichtenden Kreditkosten — repatriieren. Dies konnte durch Einbringung der Devisenerlöse in die Devisenversteigerungen geschehen. Die Unternehmen erzielten daher den entsprechenden Auktionskurs für ihre Ablieferungen. Zudem haben alle Inländer seit März 1993 das Recht, Geschäftsbanken mit dem Erwerb von Devisen zu beauftragen. Beschränkungen des Devisengebrauchs gab es nur für persönliche und geschäftliche Reisen. Angesichts der zahlreichen noch bestehenden Beschränkungen für die Verwendung von Exporterlösen und für Transaktionen der Kapitalbilanz besteht jedoch nur eine ausgesprochen begrenzte Konvertibilität des Karbowanez, die nicht einmal die Transaktionen der Handelsbilanz vollständig erfaßt.

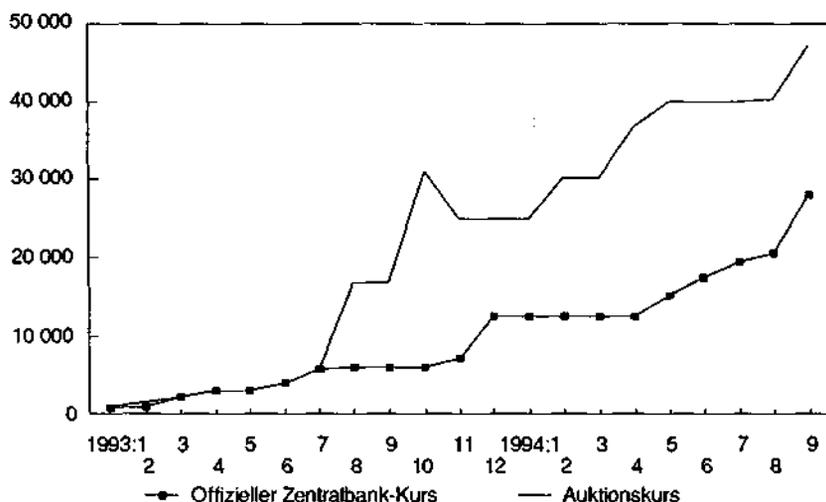
1993 verschärfte sich das Problem der Finanzierung von Importen — insbesondere der russischen Energielieferungen. Zudem war unabhängig von einer etwaigen Kursstabilisierung mit weiteren Preiserhöhungen für Energieimporte zu rechnen, da die russischen Gaspreise im zwischenstaatlichen Handel Anfang 1993 nur auf dem Niveau von 6 vH zum Weltmarktpreis (Rohöl: 37 vH) lagen (IMF 1993b: 88), Rußland jedoch angekündigt hatte, seinen Lieferungen in

⁴⁰ Für die Teilnahme an den Devisenauktionen galten folgende Bestimmungen: Unternehmen, die sich an den Versteigerungen beteiligen wollten, mußten vom Auktionskomitee zugelassen werden. Alle Bieter mußten dem Auktionskomitee vor Beginn der Versteigerung mitteilen, für welche Zwecke sie Devisen ersteigern wollten; erschien dem Auktionskomitee ein angegebener Verwendungszweck als nicht angemessen, konnte die Zulassung des betreffenden Unternehmens verweigert werden. Angewendet wurde das holländische Auktionsverfahren. Im Ergebnis stellte sich daher für jede Devisentransaktion ein anderer Wechselkurs ein. Im Zweifelsfall entschied das Auktionskomitee darüber, welche Unternehmen Devisen erhielten (IMF 1992c: 41).

Zukunft Weltmarktpreise zugrunde zu legen.⁴¹ Dies veranlaßte die ukrainische Regierung im August 1993 zur Wiedereinführung einer Zwangsumtauschregelung für Devisen. Auf diese Weise sollten Devisenerlöse abgeschöpft und die Finanzierung von als wichtig eingestuften Importen gesichert werden. Damit kehrte die Ukraine zum System gespaltener Wechselkurse zurück. Seitdem müssen die Exportunternehmen 50 vH ihrer Deviseneinnahmen zu einem von der Notenbank offiziell festgelegten Kurs an den Staat abführen. Der offizielle Wechselkurs wurde zwar mehrmals nach oben korrigiert, lag aber bis Herbst 1994 generell unter dem Marktkurs, der sich auf dem Interbankenmarkt bzw. auf den Devisenauktionen eingestellt hatte (Schaubild 11).

Nachdem der Marktkurs des Karbowanez im November 1993 wöchentlich um durchschnittlich mehr als 10 vH gefallen war, wurden die Devisenauktionen und der freie Interbanken-Devisenhandel im Dezember 1993 für mehrere Wochen eingestellt. Gleichzeitig wurde die Zwangsumtauschregelung modifiziert. Die Unternehmen müssen nunmehr nur noch 40 vH ihrer Devisenerlöse zum offiziellen Kurs und weitere 10 vH zum doppelten Preis an die Notenbank

Schaubild 11 — Nominaler Wechselkurs des ukrainischen Karbowanez zum Dollar 1993–1994



Quelle: IMF (interne Arbeitsunterlagen).

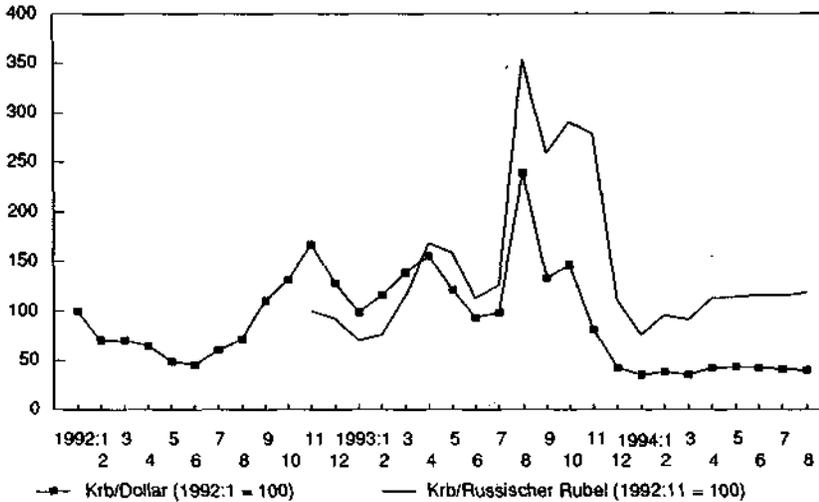
⁴¹ Insgesamt bezahlte die Ukraine 1993 nach internen Arbeitsunterlagen des IMF für Gaslieferungen aus Rußland 60 vH des Weltmarktpreises (1992: 12 vH) und für Rohöllieferungen 76 vH des Weltmarktpreises (1992: 35 vH).

verkaufen (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Seit dem 25. Februar 1994 werden die Devisenversteigerungen wieder wöchentlich abgehalten. Gegenüber dem früheren Reglement behält sich die Notenbank aber eine größere Kontrolle über den Versteigerungsprozeß vor. So tritt sie auf den Auktionen als einziger Anbieter von Devisen auf, und die potentiellen Käufer dürfen nur um Devisen steigern, wenn sie bereits abgeschlossene Importverträge vorweisen können, die von der Notenbank akzeptiert werden müssen. Zwischen den Versteigerungen kauft die Zentralbank Devisen zu einem Kurs auf, der aus dem Durchschnittskurs der letzten Auktion ermittelt wird. In der letzten Maiwoche 1994 betrug der Auktionskurs 39 950 Karbowanez/Dollar, während der offizielle Kurs bei 15 100 Karbowanez/Dollar festgesetzt worden war. Der Wechselkurs für Bartransaktionen im Interbankenverkehr lag zur gleichen Zeit etwa zwischen 46 000 und 50 000 Karbowanez/Dollar (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Zu beachten ist, daß die Entwicklung der offiziellen Wechselkurse bzw. der Auktionskurse des Karbowanez die tatsächliche nominale Abwertung vermutlich unterzeichnet. Denn diese Entwicklungen berücksichtigen die Kursentwicklung auf den Parallel- und Schwarzmärkten nicht, die sich als Folge der Devisenbewirtschaftung durch die Zentralbank entwickelt haben. Verlässliche Informationen über diese Marktsegmente liegen zwar nicht vor, es ist jedoch wohl von einer stärkeren Abwertungstendenz auszugehen.

Die nominale Abwertungstendenz des ukrainischen Karbowanez sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem russischen Rubel ging mit uneinheitlichen Entwicklungen der realen Wechselkurse einher (Schaubild 12).⁴² Nachdem der Karbowanez 1992 gegenüber dem Dollar real etwa 30 vH seines Wertes verloren hatte, kehrte sich diese Entwicklung 1993 — auf das gesamte Jahr bezogen — um. Nach starken Schwankungen des realen Außenwertes hatte die ukrainische Währung im Dezember 1993 im Vergleich mit dem Vorjahr rund 66 vH an Wert gewonnen. 1994 blieb der reale Außenwert des Karbowanez nahezu unverändert. Auch die Entwicklung des realen Wechselkurses zum russischen Rubel verlief uneinheitlich, wobei jedoch eher eine reale Ab- als Aufwertungstendenz zu beobachten war. Insgesamt wertete der Karbowanez gegenüber dem Rubel zwischen November 1992 und August 1994 um real knapp 20 vH ab.

⁴² Betrachtet werden die Entwicklungen der Marktkurse. Da die offiziellen Kurse der ukrainischen Zentralbank generell unter den Marktkursen lagen, würde sich für sie eine jeweils größere reale Aufwertung ergeben.

Schaubild 12 — Realer Wechselkurs des ukrainischen Karbowanez zu Dollar und russischem Rubel 1992–1994^a



^aAuktionskurse, deflationiert mit Verbraucherpreisen. — Den Berechnungen liegen verschiedene nominale Wechselkurse zugrunde, die hier vereinfachend als „Auktionskurse“ bezeichnet werden. Im einzelnen wurden folgende Kurse verwandt: von Januar 1992 bis September 1992 der Marktkurs; von Oktober 1992 bis Oktober 1993 der Auktionskurs der Interbanken-Börse; von November 1993 bis Januar 1994 der von der ukrainischen Zentralbank fixierte Kurs; seit Februar 1994 der Auktionskurs der Zentralbank.

Quelle: Interne Arbeitsunterlagen des IMF sowie eigene Berechnungen.

2. Geld- und Kreditpolitik

Die Geldpolitik der ukrainischen Zentralbank wurde bisher von den politischen Zielen der Regierung und des Parlaments bestimmt. Da die politischen Entscheidungsträger die Stabilisierung der Produktion in den Mittelpunkt ihrer Wirtschaftspolitik stellten, um ein Anwachsen der offenen Arbeitslosigkeit zu verhindern, kam der ukrainischen Zentralbank in den letzten Jahren vor allem die Rolle zu, die umfangreiche staatliche Subventionstätigkeit zu finanzieren. Erst gegen Ende des Jahres 1993 unternahm die Zentralbank den Versuch, durch eine direkte Drosselung der Kreditvergabe das bis dahin ungehemmte Geldmengenwachstum einzuschränken. Die Zentralbank diskriminierte zuvor sowohl hinsichtlich der Refinanzierungskosten zwischen den Geschäftsbanken als auch nach dem Zweck der Kreditverwendung (IMF, interne Arbeitsunter-

lagen). Damit übte sie einen direkten Einfluß auf die Kreditallokation in der ukrainischen Volkswirtschaft aus.⁴³

Die ukrainische Zentralbank vergibt kaum direkte Kredite an die Unternehmen. Jedoch nimmt sie — ähnlich wie in Weißrußland — in erheblichem Maße Einfluß auf die Kreditallokation, indem sie zielgerichtete Kredite an die Geschäftsbanken vergibt, die diese an bestimmte Sektoren weiterzuleiten haben. Gleichzeitig finanziert sie auch direkt über das Staatsbudget die umfangreichen staatlichen Subventionsleistungen. Ende 1993 entfielen 50 vH des Bestandes der Zentralbankkredite auf den Geschäftsbankensektor; der Rest waren Ausleihungen an den Staat (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Eine Ausnahme stellte das letzte Quartal 1992 dar, als der Staatsanteil an den Ausleihungen der Zentralbank einmalig auf über 70 vH hochschnellte. Diese erhöhte Beanspruchung der Kreditressourcen durch den Staat war eine Folge der Übernahme eines Teils der Unternehmensschulden durch den Staatshaushalt sowie der Zusage von Präsident und Parlament, für die Vergabe umfangreicher Kredite an den Agrarsektor und den Kohlenbergbau zu sorgen. Im Verlauf des Jahres 1994 ist erneut ein deutlicher Anstieg des Staatsanteils an den vergebenen Zentralbankkrediten festzustellen. Dieser Anteil stieg auf knapp 90 vH Ende August 1994. Angesichts dieser fast ausschließlichen Verwendung der Zentralbankkredite für die Finanzierung des Budgets dürften einerseits kaum Mittel für die Finanzierung insbesondere neuer, privater Unternehmen zur Verfügung stehen. Andererseits bedeutet der hohe Anteil der Regierungskredite, daß der offizielle Refinanzierungssatz der Zentralbank — der real positive Zinsen implizieren würde — kaum zur Anwendung kommen dürfte. Es ist zu vermuten, daß die ukrainische Regierung zinsgünstige Zentralbankkredite erhält und damit eine Subventionierung durch negative Realzinsen stattfindet.

Als im Januar 1992 als Folge der russischen Preisliberalisierung auch in der Ukraine die Preise in die Höhe schnellten, wuchs die Geldmenge zunächst unterproportional. So sank die reale Geldmenge im ersten Quartal von 1992 um über 60 vH (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Der zunehmende Liquiditätsmangel der Betriebe führte zu einer erheblichen Ausweitung der zwischenbetrieblichen Verschuldung. Gleichzeitig nahm die nominale Verschuldung der Unternehmen beim Geschäftsbankensektor im ersten Quartal 1992 um mehr als 200 vH zu. Diese Entwicklung war nicht zuletzt eine Folge der weichen Budgetbeschränkungen, denen die staatlichen Unternehmen unterlagen. Faktisch konnten die Gläubiger davon ausgehen, daß ihre Forderungen durch die

⁴³ So zahlte etwa die Agroprombank, die als Spezialbank für den agroindustriellen Sektor fungiert, zumindest zeitweise die geringsten Refinanzierungszinsen. Hingegen hatten die privaten Geschäftsbanken die höchsten Refinanzierungskosten zu tragen.

Zentralbank abgesichert waren. Gefördert wurde die anwachsende Verschuldung auch durch die hohe Inflation, die zu einem real negativen Zinssatz für Geschäftsbankenkredite führte. Angesichts wachsender Liquiditätsschwierigkeiten der Betriebe im Frühjahr 1992 stellte die Zentralbank im Mai den Geschäftsbanken neue Mittel für die Kreditvergabe an die Unternehmen zur Verfügung. Während des ganzen Jahres waren weitere erhebliche staatliche Subventionszahlungen zu verzeichnen.

Als Folge nahm die Geldmenge M2 im Verlauf von 1992 um gut 900 vH, die Bargeldmenge um knapp 2 000 vH zu (Tabelle 4). Diese Geldmengenausweitung schlug sich in der zweiten Jahreshälfte von 1992 jedoch noch nicht in vollem Umfang in den Preissteigerungsraten nieder, da weiterhin umfangreiche Preiskontrollen herrschten. Im Januar 1993 wurden dann die administrierten Preise für viele Güter angehoben, für einige Güter wurden die Preiskontrollen sogar gänzlich aufgehoben (Dabrowski 1994: 119–121). Die dadurch ausgelöste Verdoppelung des Preisniveaus im ersten Quartal 1993 bewirkte einen teilweisen Abbau des Geldüberhangs. Dieser Entwicklung folgten allerdings schon im Frühjahr neue umfangreiche Kreditleistungen des Staates an die Landwirtschaft und den Kohlenbergbau, die aufgrund der real negativen Zinsen einer Subventionierung gleichkamen. Die Ausweitung der Geldmenge hielt — ungeachtet eines „Aktionsplans“, durch den die Regierung im Juli 1993 eine straffere Geldpolitik durchsetzen wollte — den Sommer über an. Im Herbst 1993 befand sich die Ukraine im Zustand der Hyperinflation.

Erst Ende des Jahres kam es zu einer deutlichen Änderung in der Geldpolitik. So verbot die Zentralbank im Dezember 1993 den Geschäftsbanken, in diesem Monat neue Kredite an die Unternehmen zu vergeben (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Diese Politik führte dazu, daß die Wachstumsrate der Geldmenge M2, die noch im dritten Quartal von 1993 bei 228 vH gelegen hatte, auf jeweils 46 vH im vierten Quartal von 1993 und im ersten Quartal 1994 gesenkt werden konnte. Als Folge der seit Ende 1993 eingeleiteten strafferen Geldpolitik hat sich die Inflationsentwicklung 1994 merklich verlangsamt; seit März 1994 lag die monatliche Preissteigerungsrate im einstelligen Bereich. Zu beachten ist jedoch, daß in der Ukraine noch eine Vielzahl von Preisregulierungen besteht. Das bedeutet, daß die offiziellen Inflationsraten künstlich niedrig gehalten werden und nicht die Wirkung der Expansion der Geld- und Kreditmenge widerspiegeln. In den ersten acht Monaten von 1994 hat die monatliche Zunahme der Geldmenge M2 bei durchschnittlich 18 vH und damit deutlich im zweistelligen Bereich gelegen. Zudem sind im Sommer 1994 umfangreiche Subventionszahlungen der Zentralbank für Sektoren wie die Landwirtschaft geleistet worden (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Diese Ausweitungen der Geldmenge müßten sich bei einer marktmäßigen Preisbildung etwa in einem ähnlichen Umfang in der Inflationsentwicklung niederschlagen. Als ein Ergebnis

Tabelle 4 — Ausgewählte Indikatoren zur wirtschaftlichen Lage der Ukraine 1990–1994

	1990	1991	1992	1993	1994 (1. Hj.)
Reales BIP ^a	nv	-12,0	-17,0	-14,0	-26,5
Industrieproduktion ^a	nv	-4,5	-6,5	-8,0	-34,5
Budgetdefizit/BIP (vH)	nv	-14,1	-32,2 ^b	-7,5	-6,3
Verbraucherpreise ^c	4,0	91	1 210	4 735	2 185
Arbeitslosenquote ^d	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Bargeld ^c	1	94	1 815	4 968	161
M2 ^{c,e}	13	101	921	1 768	129
Zentralbankkredite ^c	nv	nv	18 473	932	201
M2/BIP (vH)	nv	nv	62	31	45
Einlagen in ausländischer Währung/M2 (vH)	nv	nv	9	19	15

^aÄnderung gegenüber demselben Zeitraum der Vorperiode in vH. — ^bEinschließlich zielgerichteter Kredite. — ^cÄnderung gegenüber dem Ende der Vorperiode in vH. — ^dIn vH der Erwerbstätigen zum Periodenende. — ^eM2 = einschließlich Einlagen in ausländischer Währung. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: IMF (1992c und interne Arbeitsunterlagen).

dieser Geldmengenexpansion — in Verbindung mit der Anhebung administrierter Preise — ist der erneute deutliche Anstieg der monatlichen Inflationsrate auf mehr als 20 vH im Oktober 1994 zu werten.

Der Karbowanez hat als Folge der bis Ende 1993 anhaltenden stark expansiven Geldpolitik seine Wertaufbewahrungs- und Tauschmittelfunktion weitgehend verloren. Zwischen Dezember 1992 und Dezember 1993 hat sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes mehr als verdoppelt. Der Koeffizient aus Bargeldumlauf und Karbowanez-Einlagen hat sich zwischen September 1993 und März 1994 von 25 auf 66 erhöht (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Dies reflektiert den Vertrauensschwund der Bevölkerung in den Karbowanez. Zudem deutet der starke Anstieg der Bargeldnachfrage darauf hin, daß ein zunehmender Teil der Wirtschaftstätigkeit in den informellen Sektor verlagert wurde. Dies wiederum hat negative Auswirkungen auf die Steuereinnahmen des Staates. Vor diesem Hintergrund ist es fraglich, ob die geldpolitischen Entscheidungsträger in Zukunft die Kraft haben werden, den Ende 1993 eingeschlagenen Kurs einer strafferen Geldpolitik beizubehalten und drastische Kürzungen staatlicher Ausgaben durchzusetzen.

Zusammenfassend lassen sich die Erfahrungen der Ukraine in der monetären Wirtschaftspolitik folgendermaßen darstellen:

- Die ukrainische Währungspolitik wurde in der Vergangenheit wesentlich von dem Bemühen der politischen Entscheidungsträger geprägt, Spielraum für eine eigenständige Wirtschaftspolitik — insbesondere gegenüber Rußland — zu gewinnen.
- Die Währungspolitik ist bis zuletzt durch gespaltene Wechselkurse gekennzeichnet. Durch administrative Eingriffe nimmt die Zentralbank erheblichen Einfluß auf die Kursbildung. Der offizielle Wechselkurs wird von ihr festgesetzt und wurde zeitweise konstant gehalten.
- Die Entwicklung des realen Wechselkurses war starken Schwankungen unterworfen. Insgesamt hat der Karbowanez, gemessen an der Entwicklung des Auktionskurses, zwischen Januar 1992 und August 1994 gegenüber dem Dollar um 60 vH real aufgewertet; gegenüber dem russischen Rubel wertete die ukrainische Währung seit November 1992 real um 19 vH ab.
- Die ukrainische Geldpolitik hatte sich bisher der Politik unterzuordnen, die zumindest bis Ende 1993 der Stabilisierung im realwirtschaftlichen Bereich Priorität einräumte. Der Prozeß der Geldentwertung hat sich daher über den gesamten Beobachtungszeitraum fortgesetzt. Ende 1993 befand sich die Ukraine im Zustand der Hyperinflation. Die Konsumentenpreise stiegen 1993 im Vergleich zum Ende der Vorperiode insgesamt um fast 5 000 vH (1992: 1 210 vH); allein zwischen Oktober und Dezember 1993 lag die Preissteigerungsrate bei 360 vH (viertes Quartal 1992: 85 vH). Im Verlauf des Jahres 1994 ist es zwar zu einer Abschwächung der Inflationsentwicklung gekommen, allerdings ist diese neben einer schwächeren Geldmengenexpansion auch Folge der administrierten Preise und somit kein eindeutiger Indikator für eine nachhaltige Stabilisierung des monetären Sektors.

3. Bankensystem

Formal besteht in der Ukraine ein zweistufiges Bankensystem mit der Nationalbank der Ukraine als Zentralbank und einem davon unabhängigen Geschäftsbankensektor. Tatsächlich vergibt die Nationalbank keine Kredite in nennenswertem Umfang an Unternehmen. Jedoch hat sie bisher einen erheblichen Einfluß auf die Allokation der Finanzmittel genommen, indem sie den Geschäftsbanken zielgerichtete Kredite zur Weiterleitung an bestimmte Sektoren zur Verfügung stellte (IMF 1992c: 35).

Die Zentralbank ist aus der früheren Republikfiliale der Gosbank hervorgegangen. Sie fungiert seit Frühjahr 1991 als Notenbank für die Ukraine und hat sukzessive alle Funktionen einer Zentralbank übernommen, dazu gehört auch die Bankenaufsicht (IMF 1992c: 34 ff.). Die Zentralbank ist offiziell dem Parlament gegenüber verantwortlich. Ihre Hauptaufgabe besteht de facto in der Unterstützung der wirtschaftspolitischen Beschlüsse der Regierung und des Parlaments. Die Geldpolitik steht damit unter dem direkten Einfluß der Politik. Die Zentralbank kann das Zinsniveau über die Bedingungen der Kreditvergabe der Sberbank an die anderen Kreditinstitute direkt beeinflussen.

Der Geschäftsbankenbereich wird von fünf aus dem früheren Monobankensystem hervorgegangenen Banken dominiert, die sich im Staatseigentum befinden und als Spezialbanken fungieren.⁴⁴ Über diese Banken hat der Staat die Möglichkeit, direkten Einfluß auf den ukrainischen Finanzsektor auszuüben. Daneben existieren viele kleinere Geschäfts- und Genossenschaftsbanken.⁴⁵ Dabei handelt es sich in der Mehrzahl um Gründungen von staatlichen Industrieunternehmen. Ihre Bedeutung ist im Verhältnis zur Zahl der Institute verhältnismäßig gering; 1992 erfolgte nur 5 vH der gesamten Kreditvergabe durch diese Banken (IMF, interne Arbeitsunterlagen).

Die Geschäfts- und Genossenschaftsbanken sind zwar im Vergleich zu den fünf großen Spezialbanken vom direkten Einfluß des Staates relativ unabhängig und richten ihre Geschäftspolitik an den Marktbedingungen aus. Da die Zentralbank jedoch die Möglichkeit hat, die Refinanzierungskosten der Geschäftsbanken je nach Zweck der Verwendung der Kreditressourcen zu beeinflussen und zudem die Höhe der Zinsmargen der Geschäftsbanken administrativ zu begrenzen, hat sie auch bei den Geschäfts- und Genossenschaftsbanken einen großen Einfluß auf die Allokation der Kreditressourcen und auf das Zinsniveau.

Im Vergleich zu den Spezialbanken und den Geschäfts- und Genossenschaftsbanken genießt die Sberbank eine überragende Bedeutung für das ukrainische Finanzsystem. Ein Großteil aller ukrainischen Einlagen werden bei der Sberbank gehalten.⁴⁶ Sie fungiert als wichtiges Instrument der Zentralbank — und damit der allgemeinen Wirtschaftspolitik — zur Beeinflussung des Finanzsektors. Der erste Zugriff auf die Einlagen der Sberbank ist der Regierung vorbehalten. Diese kann die Bank auch anweisen, anderen Geschäftsbanken Mittel für die Kreditvergabe zur Verfügung zu stellen. Auch die Zentralbank

⁴⁴ Es handelt sich um die Sberbank, die Agroprombank, die Promstoibank, die Zhilosotsbank und die Vneshekonombank.

⁴⁵ Deren Zahl wurde in internen Arbeitsunterlagen des IMF für den Sommer 1993 mit 130 angegeben.

⁴⁶ Der IMF schätzt, daß im Frühjahr 1992 ca. 80 vH aller ukrainischen Einlagen bei der Sberbank gehalten wurden (IMF 1992c: 34).

leitet teilweise Kreditressourcen zur zweckgebundenen Weitergabe an den Geschäftsbankensektor über die Sberbank (IMF, interne Arbeitsunterlagen).

Die Zentralbank kann somit direkten Einfluß auf die Zinsentwicklung und damit auf die Entwicklung des Geldangebots ausüben. Praktisch haben die Kreditzinsen jedoch bis Ende 1993 der Ausweitung der Geldmenge kaum entgegengestanden. Zum einen ist dies darauf zurückzuführen, daß die realen Zinsen bis zu diesem Zeitpunkt negativ waren. Zum anderen spielten die Zinskosten für die Kreditnachfrage der Unternehmen kaum eine Rolle, da sie weichen Budgetbeschränkungen unterlagen und somit erwarten konnten, auch in Zukunft bei Zahlungsschwierigkeiten von der Zentralbank finanziell unterstützt zu werden. Gleichzeitig verringerten sich aus dem gleichen Grund auch die Anreize für die Geschäftsbanken, bei der Kreditvergabe „harte“ Kriterien anzuwenden. Erst als im Gefolge des Rückgangs der Inflationsrate Anfang 1994 die realen Zinsen positiv wurden und sich die Finanzlage der Unternehmen zunehmend verschlechterte, schränkten die Geschäftsbanken ihre Kreditvergabe ein (IMF, interne Arbeitsunterlagen).

4. Wirtschaftslage

In der Ukraine war — wie auch in Rußland und Weißrußland — zu beobachten, daß von Entwicklungen des monetären Sektors Verzögerungen der realwirtschaftlichen Anpassung, nicht aber Wachstumsimpulse ausgegangen sind. Insbesondere im Vergleich zu Rußland bewirkt das umfangreiche System der Preisadministrierung und Devisenbewirtschaftung, daß Auswirkungen geänderter Relativpreise auf die Entscheidungen der Wirtschaftssubjekte behindert und bestehende realwirtschaftliche Strukturen konserviert werden. Daher war die wirtschaftliche Lage in der Ukraine in den letzten dreieinhalb Jahren von einem anhaltend starken Rückgang des Bruttoinlandsprodukts und der Industrieproduktion gekennzeichnet (Tabelle A1). Während das BIP bereits zwischen 1991 und 1993 real um insgesamt knapp 50 vH gesunken war, hat sich diese Entwicklung zu Beginn des Jahres 1994 weiter zugespitzt (erste Hälfte 1994: -26,5 vH).⁴⁷ Die Industrieproduktion verzeichnete in der ersten Hälfte von 1994 ebenfalls einen Einbruch (-8,4 vH), ging aber erneut weniger stark zurück als das BIP (1991-1993: insgesamt -20 vH). Dies lag vor allem daran, daß die Wirtschaftspolitik der Ukraine bisher die Vermeidung offener Arbeitslosigkeit in den Mittelpunkt gestellt und zu diesem Zweck versucht hat, die

⁴⁷ Auch in der Ukraine dürfte die offizielle Statistik den Produktionsrückgang überzeichnen, da wohl ein zunehmender Teil der Wirtschaftsaktivitäten in den informellen Sektor verlegt wird.

Produktion mit umfangreichen Subventionen zu stabilisieren. Diese staatliche Stützung der Produktion führte dazu, daß die Arbeitslosenquote bisher relativ gering blieb. So nahm die Anzahl der Erwerbstätigen zwischen 1992 und 1993 insgesamt nur um weniger als 5 vH ab; die Arbeitslosenquote lag auch 1994 bei nur 0,3 vH.

IV. Estland

1. Währungspolitik

Als erster Nachfolgestaat der Sowjetunion hat Estland am 20. Juni 1992 den russischen Rubel durch eine eigene Währung ersetzt. Der Währungsreform war die Unabhängigkeitserklärung vom August 1991 vorausgegangen, nach der Estland anfangs noch den russischen Rubel als Währung beibehalten hatte. Dabei hatte Rußland zunächst weiterhin das alleinige Recht auf die Ausgabe von Bargeld, während die estnische Zentralbank Buch- bzw. Kreditgeld emittieren konnte. Insbesondere in der ersten Jahreshälfte von 1992 kam es zu einer Verknappung der Bargeldlieferungen an Estland. Bei einer Zunahme der Geldmenge M2 um 39 vH und der Konsumentenpreise um 444 vH stieg die Bargeldmenge in diesem Zeitraum nur um 12 vH. In Rußland hingegen nahm der Bargeldumlauf in den ersten sechs Monaten des Jahres 1992 um 220 vH zu.⁴⁸ Der resultierende Bargeldmangel in Estland war ein auslösendes Moment für die folgende Währungsreform. Bereits Anfang des Jahres waren die institutionellen Voraussetzungen für die Durchführung der Währungsreform und einer eigenen Geldpolitik geschaffen worden. Im Januar hatte die estnische Zentralbank, die 1990 gegründet worden war, sämtliche Funktionen der estnischen Filiale der sowjetischen Gosbank übernommen. Zuvor hatten die beiden Banken parallel operiert, der estnischen Zentralbank waren dabei in erster Linie Geschäftsbankentätigkeiten zugefallen (Hansson 1994a).

Die Modalitäten der Währungsreform sahen grundsätzlich vor, daß alle Preise, Löhne und Gehälter sowie Bar- und Buchgeldbestände von Unternehmen und Haushalten zu einem Kurs von 10:1 zwischen Rubel und Kronen in Kronen umgestellt wurden. Zu einem Kurs von 50:1 wurden private Bargeldbestände von mehr als 1 500 Rubel sowie Rubelbestände nichtestnischer Bürger umge-

⁴⁸ Diese Angaben beruhen auf Statistiken der russischen und estnischen Zentralbank. Vgl. Eesti Pank, *Quartalsberichte* (lfd. Ausgaben), IMF (1992b) und Russische Zentralbank (1993a, 1993b, 1994a, 1994b).

wandelt; private Bankkonten von mehr als 50 000 Rubel sowie Geschäftskonten von mehr als 1 Mill. Rubel wurden erst nach einer Einzelfallprüfung in Kronen überführt. Insgesamt wurde jedoch die gesamte Währungsumstellung innerhalb weniger Tage durchgeführt; als Stichtag für den Geldumtausch war der 30. Juni 1992 vorgesehen. Dabei wurden etwa 32 Mrd. Rubel in Kronen umgetauscht, 3 Mrd. davon in Form von Bargeld. Die Ausgabe von estnischen Kronen in Höhe von 677,7 Mill. Kronen im Juli 1992 entsprach einer Erstaussstattung pro Kopf von etwa 150 Kronen oder umgerechnet 19 DM.⁴⁹ Mit der Währungsreform wurde die Krone einziges legales Zahlungsmittel in Estland.

Mit der Einführung eines Currency-Board-Systems (Abschnitt C.IV.2) hat sich die estnische Zentralbank für einen festen Wechselkurs gegenüber der D-Mark von 8:1 bei einer gleichzeitigen Freigabe des Wechselkurses gegenüber anderen Währungen entschieden. Eine Abwertung der Krone gegenüber der D-Mark kann nur vom estnischen Parlament, nicht aber von der Zentralbank vorgenommen werden.⁵⁰ Die Kursbewegungen gegenüber anderen Währungen verlaufen in etwa parallel zu Auf- bzw. Abwertungstendenzen der Mark; Interventionen der estnischen Zentralbank auf dem Devisenmarkt sind durch das Currency-Board-System ausgeschlossen. Vielmehr garantiert die estnische Zentralbank den unbegrenzten Umtausch der heimischen Basisgeldmenge in D-Mark zum festen Kurs von 8:1. Eine letzte bestehende Beschränkung für die innere und äußere Konvertibilität der Krone wurde im Mai 1994 mit der Zulassung von Fremdwährungskonten innerhalb Estlands aufgehoben (Eesti Pank 1994), seither ist die estnische Krone sowohl für Transaktionen der Kapitalbilanz als auch für solche der Handelsbilanz konvertibel.

Zu dem zum Zeitpunkt der Währungsreform im Juni 1992 in Anlehnung an den zu dieser Zeit herrschenden Marktkurs gewählten Umtauschkurs von 8:1 zur D-Mark war die estnische Krone real unterbewertet.⁵¹ Diese anfängliche Unterbewertung der Krone wurde in der Folgezeit durch die divergierende Preisentwicklung in Estland und Deutschland zumindest teilweise aufgehoben, denn der reale Wechselkurs der Krone zur Mark ist zwischen Juni 1992 und August 1994 um knapp 70 vH gefallen (Schaubild 13). Etwa im selben Umfang

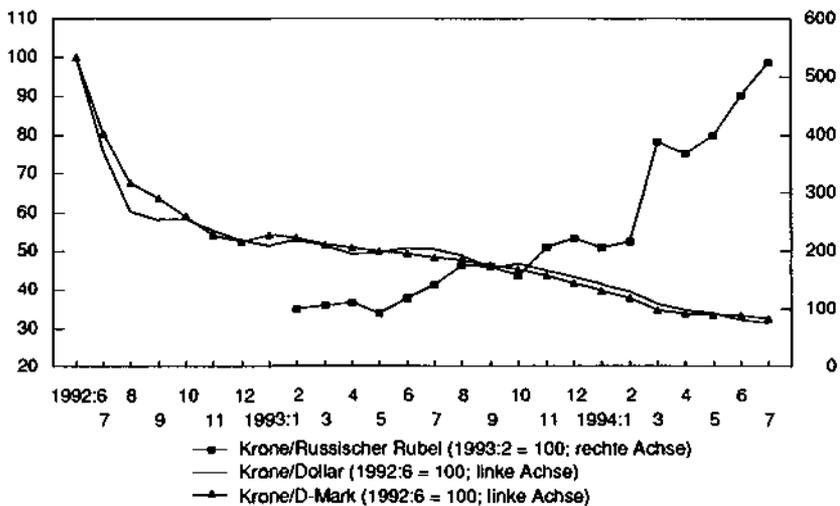
⁴⁹ Vgl. für eine detaillierte Analyse der estnischen Währungsreform und Geldpolitik Buch (1994a), Bennett (1992: 15 f.), Lainela (1993: 14 ff.) und IMF (1993a: 18).

⁵⁰ Vgl. „Law of the Republic of Estonia on the Security of the Estonian Kroon“, Tallinn, 20. Mai 1992.

⁵¹ Vgl. Lainela und Sutela (1994: 16). Der reale Wechselkurs der Krone entsprach nicht dem Wert, der ein gleichzeitiges Gleichgewicht auf den heimischen Gütermärkten und in der Handelsbilanz ermöglicht. Annäherungsweise kann dieser gleichgewichtige Wechselkurs durch einen Kaufkraftvergleich der Krone mit ausländischen Währungen ermittelt werden. Ein solcher Vergleich ergibt, daß die Kaufkraft der Krone unter der der D-Mark lag.

hat die Krone auch gegenüber dem Dollar real an Wert gewonnen. Die Entwicklung des Wechselkurses zum russischen Rubel ist hingegen von einer realen Abwertungstendenz der Krone geprägt, da der nominale Wechselkurs zwischen Krone und Rubel nicht im Ausmaß der Differenz zwischen russischer und estnischer Inflationsrate gestiegen ist.⁵² Somit hat die estnische Krone gegenüber dem Rubel zwischen Februar 1993 und Juli 1994 um real gut 400 vH abgewertet. Die divergierenden Entwicklungen des realen Wechselkurses haben dazu geführt, daß estnische Firmen Anreize hatten, ihre Importe nur in geringerem Maße aus Rußland, mehr jedoch aus dem westlichen Ausland zu beziehen. Entsprechend dürften sich die Absatzmöglichkeiten für estnische Exporte in Rußland verbessert und im übrigen Ausland verschlechtert haben.

Schaubild 13 — Realer Wechselkurs der estnischen Krone zu russischem Rubel, Dollar und D-Mark 1992–1994^a



^aDeflationierung mit Verbraucherpreisen.

Quelle: Verschiedene Ausgaben von *Baltic Independent*, *Financial Markets Outlook* und der *Monatsberichte* der Deutschen Bundesbank sowie eigene Berechnungen.

⁵² Betrachtet wird lediglich der Zeitraum ab Februar 1993, da erst ab dieser Zeit konsistente Daten vorliegen.

2. Geld- und Kreditpolitik

Die estnische Zentralbank verfolgt eine streng regelgebundene Geldpolitik in Form eines modifizierten Currency-Board-Systems. In einem reinen Currency-Board-System hat die Zentralbank keinerlei geldpolitische Funktionen, ihre Aufgabe ist es lediglich, Bargeld in Höhe des Zuflusses an Devisenreserven zu emittieren. Die Bargeldmenge ist somit in vollem Umfang durch Devisenreserven gedeckt. Im Gegensatz zu diesem reinen System weist das estnische Currency Board folgende Merkmale auf:

- Neben der Bargeldmenge sind auch die Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank in vollem Umfang durch die Devisenreserven gedeckt.⁵³
- Die Zentralbank darf keine Kredite an die Regierung vergeben. Defizite im Staatshaushalt müssen somit durch erhöhte Steuern oder die Ausgabe von Staatsanleihen finanziert werden.
- Die Zentralbank kann Geschäftsbanken in Ausnahmesituationen Liquiditätskredite zur Verfügung stellen. Allerdings dürfen die dafür aufgewandten Mittel nur den Überschußreserven der Zentralbank entnommen werden, die nicht zur Deckung der Basisgeldmenge dienen. Somit verfügt die Zentralbank über eine begrenzte Lender-of-last-resort-Funktion (Hansson und Sachs 1994). Organisatorisch ist diese Funktion in der Bankenabteilung der Zentralbank angesiedelt, während die eigentliche Geldemission Aufgabe der Emissionsabteilung ist.
- Die Geschäftsbanken sind verpflichtet, unverzinsliche Mindestreserven bei der Zentralbank in Höhe von 10 vH ihrer Einlagen — einschließlich ihrer Fremdwährungseinlagen — zu halten (Tabelle A3).⁵⁴ Diese Mindestreservesätze sind jedoch kein eigentliches geldpolitisches Instrument, das diskretionär eingesetzt wird, sondern sollen vielmehr der Stärkung der Liquidität der Geschäftsbanken dienen.
- Seit Juni 1993 bietet die estnische Zentralbank Einlagenzertifikate an. Mittels dieser Zertifikate werden die Überschußreserven der Geschäftsbanken handelbar gemacht, und das Entstehen eines Interbanken-Marktes wird gefördert.
- Neben den erwähnten geldpolitischen Instrumenten hat die estnische Zentralbank grundsätzlich das gesamte Spektrum der Instrumente zur geldpolitischen Steuerung zu ihrer Verfügung. Das Gesetz über die Zentralbank

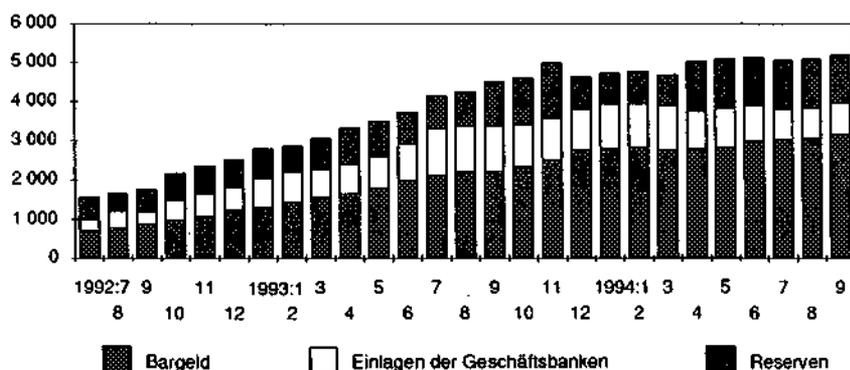
⁵³ Vgl. § 1 des Law of the Republic of Estonia on the Security of the Estonian Kroon vom 20. Mai 1992.

⁵⁴ Eine Sonderrolle fällt in diesem Zusammenhang der Sparbank zu, die 70 vH der privaten Spareinlagen als zum Teil verzinste Mindestreserven halten muß.

vom Mai 1993 ermöglicht grundsätzlich den Einsatz von Offenmarktoperationen, einer aktiveren Refinanzierungspolitik oder der Festlegung von Kreditobergrenzen für Geschäftsbanken.⁵⁵ Diese Instrumente wurden jedoch bisher nicht eingesetzt.

Eine entscheidende Determinante der Geldmengenentwicklung im estnischen Currency-Board-System ist die Entwicklung der Netto-Währungsreserven der Zentralbank, die über die Zu- bzw. Abnahme der Basisgeldmenge bestimmt. Die anfängliche Ausstattung mit Währungsreserven in Höhe von rund 1 500 Mill. Kronen im Juni 1992 erhielt Estland durch die Rückübertragung von Goldreserven, die vor dem zweiten Weltkrieg im Eigentum der damaligen estnischen Zentralbank gewesen waren. Im Zeitraum zwischen der Währungsreform und dem Ende des Jahres 1993 haben sich die Währungsreserven mehr als verdreifacht (Schaubild 14). Eine nur geringe Zunahme der Währungsreserven im ersten Halbjahr 1994 hat zu einer schwachen Erhöhung der Bargeldmenge von nur 9 vH geführt, nachdem dieses Geldmengenaggregat 1993 noch um 122 vH gewachsen war (Tabelle 5). Grundsätzlich dienten bis Ende 1993 etwa die Hälfte der Währungsreserven der Deckung des Bargeldumlaufs und zu 25 vH der Deckung von Einlagen der Banken bei der Zentralbank. Seit dem Jahresende 1993 waren hingegen ein anteilmäßiger Rückgang der Einlagen der

Schaubild 14 — Passivseite der Bilanz der estnischen Zentralbank 1992–1994
(Mill. Kronen)



Quelle: Eesti Pank, *Quartalsberichte* (lfd. Ausgaben).

⁵⁵ Vgl. § 2 und § 14 des Law of the Central Bank vom 18. Mai 1993.

Tabelle 5 — Ausgewählte Indikatoren zur wirtschaftlichen Lage Estlands 1990–1994

	1990	1991	1992	1993	1994 (1. Hj.)
Reales BIP ^a	-3,6	-11,8	-31,6	+3,0	+1,1 ^b
Industrieproduktion ^a	nv	-9,5	-38,7	-26,6	nv
Budgetdefizit/BIP (vH)	nv	4,7	1,7	0,6	nv
Verbraucherpreise ^c	17,2	21,6	1 069	35,6	50
Arbeitslosenquote ^d	nv	1,2	1,9	1,7	6,2
Bargeld ^c	46	59 ^e	339	122	9
M2 ^{c,f}	23	177 ^e	19	58	8
Zentralbankkredite ^c	nv	nv	nv	nv	nv
M2/BIP (vH)	nv	93	27	29	nv
Einlagen in ausländischer Währung/M2 (vH)	nv	56	23	3	6

^aÄnderung gegenüber demselben Zeitraum der Vorperiode in vH. — ^bNur 1. Vj. 1994. — ^cÄnderung gegenüber dem Ende der Vorperiode in vH. — ^dIn vH der Erwerbstätigen zum Periodenende. — ^e1.-3. Vj. 1991. — ^fM2 = einschließlich Einlagen in ausländischer Währung. — nv = nicht verfügbar.

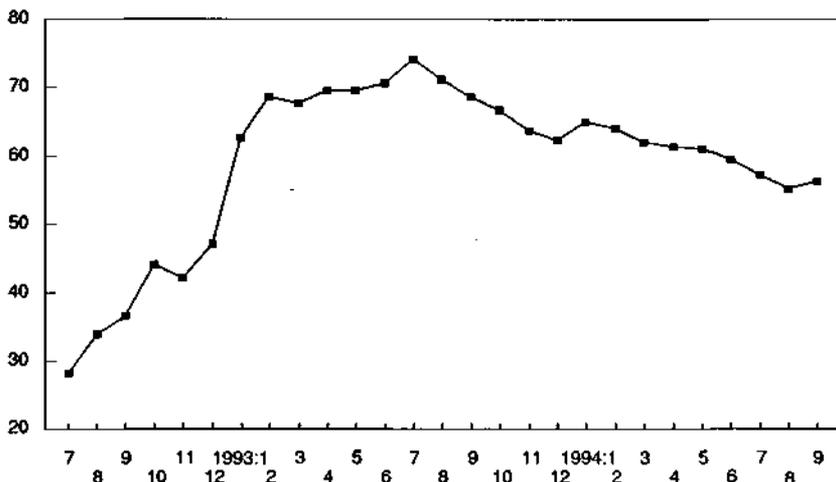
Quelle: Eesti Pank, *Quartalsberichte* (lfd. Ausgaben), *FAZ Informationsdienste* (lfd. Ausgaben), IMF (1993a).

Geschäftsbanken auf 15 vH im September 1994 und ein Anstieg des Bargeldanteils auf rund 60 vH zu beobachten. Diese Entwicklung könnte auf eine erhöhte Effizienz der Banken bei der Liquiditätssicherung zurückzuführen sein, die es ihnen ermöglicht, weniger unverzinsten Einlagen bei der Zentralbank zu halten.

Neben der Entwicklung der Währungsreserven bestimmen das Anlageverhalten der Nichtbanken und die Kreditvergabe der Banken über die Entwicklung der Geldmenge in einem Currency-Board-System. Diese beiden Verhaltensgrößen legen die Höhe des Geldschöpfungsmultiplikators fest, der den Umfang der Geldmenge M2 bei einer gegebenen Basisgeldmenge bestimmt.⁵⁶ Als Folge der Bankenkrise Ende 1992 haben sowohl private Haushalte und Unternehmen eine größere Präferenz für die Bargeldhaltung gezeigt als auch die Banken vermehrt Reserven gebildet. Folglich sank der Geldschöpfungsmultiplikator von einem Wert von 1,8 im September 1992 auf 1,56 im März 1994. Analog stieg

⁵⁶ Rechnerisch bestimmt sich der Geldschöpfungsmultiplikator (mm) aus dem Quotienten des Bargeldkoeffizienten c (= Bargeld / Einlagen bei den Geschäftsbanken) und dem Reservehaltungskoeffizienten r (= Reserven der Geschäftsbanken / Einlagen) wie folgt: $mm = (1+c) / (r+c)$.

Schaubild 15 — Anteil des Basisgeldes^a an der Geldmenge M2 in Estland 1992–1994 (vH)



^aBasisgeld = Bargeld + Einlagen der Banken bei der Zentralbank.

Quelle: Eesti Pank, *Quartalsberichte* (lfd. Ausgaben), eigene Berechnungen.

der Anteil der Basisgeldmenge an der Gesamtgeldmenge zwischen Juli 1992 (28 vH) und Juli 1993 (74 vH) rapide an und sank danach nur langsam ab (September 1994: 56 vH) (Schaubild 15). Diese nur geringe Geldschöpfung ist ein Grund dafür, daß die Preisentwicklung in den ersten zwei Jahren nach Einführung der Krone im allgemeinen unterproportional zur Entwicklung der Währungsreserven verlief.⁵⁷

Zusammenfassend lassen sich die Erfahrungen Estlands in der monetären Wirtschaftspolitik folgendermaßen darstellen:

- Die Einführung der estnischen Krone hat eine deutliche Absenkung der Inflationsrate ermöglicht. Vergleichsweise niedrige Realzinsen und die Umwandlung von Bankeinlagen weg von ausländischer hin zur inländischen Währung (Tabelle 5) deuten darauf hin, daß der derzeitige geldpolitische Kurs von den Marktteilnehmern als glaubwürdig eingeschätzt wird.
- Die Geldmengenentwicklung ist 1992 und 1993 trotz einer starken Zunahme der Währungsreserven eher verhalten gewesen, was als Folge einer

⁵⁷ Zwischen Juni 1992 und Juni 1994 stiegen die Konsumentenpreise um 166 vH, die Währungsreserven hingegen um 201 vH.

hohen Bargeld- und Reservehaltung der Haushalte bzw. Geschäftsbanken interpretiert werden kann.

- Die feste Anbindung des Wechselkurses an die D-Mark hat zu einer starken realen Aufwertung der Krone geführt. Gleichzeitig hat die Krone gegenüber dem Rubel real deutlich an Wert verloren.

3. Bankensystem

Infolge der Liberalisierung der Banktätigkeit und begünstigt durch geringe Anforderungen an das Eigenkapital von Geschäftsbanken⁵⁸ hatten in Estland bis Mitte 1992 insgesamt 40 Geschäftsbanken ihre Tätigkeit aufgenommen (M. Ross 1993). Dabei waren die größten Banken die aus dem sowjetischen Monobankensystem hervorgegangenen Spezialbanken, d.h. die Industriebank, die Landwirtschaftsbank, die Sozialbank, die Außenhandelsbank sowie die Sparbank. Eine eigentliche Privatisierung dieser Banken hat bisher nicht stattgefunden. Zwar sind die direkten Anteile, die der Staat an Banken hält, graduell durch die Erhöhung des Eigenkapitals anderer Anteilseigner gesunken.⁵⁹ Jedoch wurde eine Vielzahl neuer Banken durch Unternehmen gegründet, die wiederum zum Teil noch in staatlicher Hand sind. Die ehemaligen Spezialbanken hielten im Juni 1993 rund 65 vH der gesamten Aktiva des Bankensystems, im April 1994 war dieser Anteil auf rund 58 vH zurückgegangen. Nach wie vor ist jedoch der Großteil der Aktiva (70 vH) auf die fünf größten Banken konzentriert, gefolgt von 4 mittelgroßen Banken und 12 kleinen Banken mit einer Bilanzsumme von weniger als umgerechnet 12,5 Mill. DM.⁶⁰ Diese Konzentration der Bankaktiva spiegelt das Ergebnis eines Konsolidierungsprozesses wider, der durch die Bankenkrise Ende 1992 eingeleitet wurde. Ausländische Banken haben bislang keine Marktanteile in Estland. Dies ist allerdings nicht das Ergebnis einer restriktiven Lizenzvergabepolitik der Zentralbank als vielmehr Folge der geringen Größe des estnischen Bankenmarktes. Nachdem ausländische Banken zunächst nur Repräsentanzen eingerichtet hatten, haben im Oktober 1994 erstmals drei ausländische Banken Filiallizenzen der estnischen

⁵⁸ Mitte 1992 betrug das Mindestkapital für estnische Banken umgerechnet weniger als 40 000 Dollar (Hansson 1994a: 7).

⁵⁹ In staatlicher Hand sind nach wie vor eine Bank, die im Zuge der Bankenkrise neu gegründet worden war, sowie die Sparbank, an der die estnische Zentralbank einen Kapitalanteil von 30 vH hält. Der Anteil des privaten Kapitals am Bankensystem beträgt rund 70 vH (Ministry of Economic Affairs 1994).

⁶⁰ Diese Angaben beruhen auf internen Arbeitsunterlagen der estnischen Zentralbank und der estnischen Sparbank.

Zentralbank erhalten (*Nachrichten für den Außenhandel* vom 1. November 1994).

Kurz nach der Währungsreform und der damit verbundenen Beschränkung der Refinanzierungsmöglichkeiten für die Geschäftsbanken durch die Zentralbank zeigte sich, daß ein Großteil der Banken nicht überlebensfähig war.⁶¹ Im November 1992 erklärte die Zentralbank drei Geschäftsbanken für insolvent; die Konten bei diesen Banken wurden zunächst eingefroren. Insgesamt führten diese Banken rund 30 vH der gesamten Geldmenge in ihren Bilanzen. Eine dieser Banken hatte durch eine unsolide Kreditvergabe notleidende Kredite im Umfang eines Drittels ihrer Aktiva angesammelt. Diese Bank wurde geschlossen, die Eigentümer verloren ihre Kapitaleinlagen, und die Einleger wurden in Höhe der aus dem Verkauf der Aktiva erzielten Beträge entschädigt. Die übrigen beiden Banken hielten rund zwei Drittel ihrer Aktiva bei der russischen Außenhandelsbank, die wiederum für zahlungsunfähig erklärt worden war (Sutt 1994). Die Verbindlichkeiten dieser Banken wurden von der estnischen Regierung und der Zentralbank übernommen, und die Banken wurden zu einem neuen Finanzinstitut verschmolzen. Insgesamt wurde die neu gegründete Bank mit Finanzhilfen in Höhe von 400 Mill. Kronen rekapitalisiert. Ein Viertel davon steuerte die Zentralbank in Form von Bargeld bei; die Regierung erhöhte das Eigenkapital der Bank im Umfang von 43 Mill. Kronen. Ferner wandelte die Regierung Forderungen in Höhe von 257 Mill. Kronen an die russische Außenhandelsbank in Staatsanleihen um. Alle übrigen Forderungen an diese Bank wurden einem Sonderfonds übertragen, der von der Zentralbank und der Regierung verwaltet wird. Dieser Fonds hat Einlagenzertifikate im Umfang von insgesamt 890 Mill. Kronen oder 14 vH der Geldmenge M2 im April 1994 emittiert (North Estonian Bank 1993). Der Wert dieser Einlagenzertifikate dürfte jedoch nur sehr gering sein, da die Rückzahlung der bisher in Rußland eingefrorenen Konten unwahrscheinlich ist. Im Zuge der Bankenreform wurde 8 weiteren Banken die Lizenz entzogen, und 10 Banken wurden verschmolzen, so daß sich die Gesamtzahl der Banken im Februar 1993 von rund 40 auf 22 reduzierte (M. Ross 1993).

Unmittelbar in Verbindung mit der Bankenkrise vom Herbst und Winter 1992 hat die estnische Zentralbank strengere Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen für die Geschäftsbanken erlassen. Seit Anfang 1993 müssen die Banken eine risikogewichtete Eigenkapitalquote von 8 vH, Bestimmungen über die Vergabe von Großkrediten und Liquiditätsanforderungen einhalten. Die

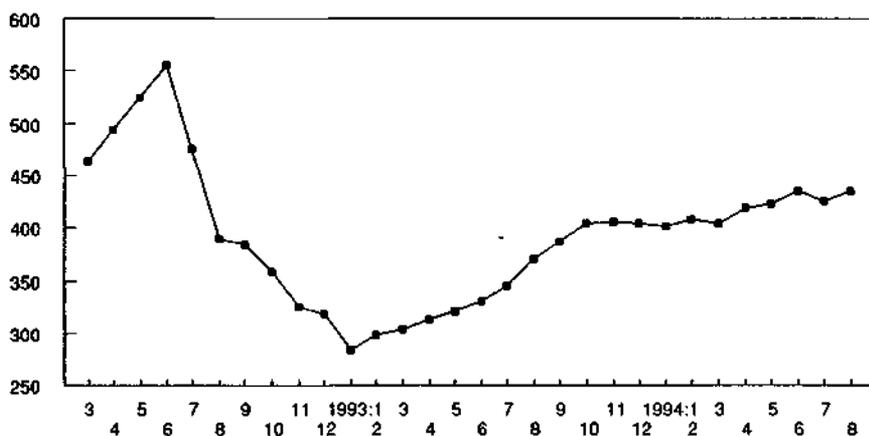
⁶¹ Bereits zum Zeitpunkt der Währungsreform wurde die estnische Sparbank, die ihre Aktiva bei der russischen Sparbank hielt, einer Sonderbehandlung unterzogen. Die Zentralbank übernahm eine vollständige Garantie für die privaten Einlagen bei dieser Bank. Im Gegenzug wurde der Sparbank eine 100prozentige Mindestreservepflicht auferlegt (M. Ross 1993).

Einhaltung dieser Richtlinien soll durch ein erweitertes Berichtssystem für die Banken sowie die Neufestlegung von Risikokriterien erreicht werden. Allerdings entsprechen die estnischen Regulierungen noch nicht in vollem Umfang westlichen Standards. Ein neues Bankengesetz, das dem Parlament derzeit vorliegt, soll diese Mängel beheben und die Einhaltung der EU-Normen bis spätestens im Jahr 2000 obligatorisch machen (Hansson 1994a). Unter den genannten Vorbehalten schienen sich die großen estnischen Banken bereits im zweiten Quartal 1993 weitgehend von der Bankenkrise des Vorjahres erholt zu haben und wiesen ein Verhältnis von Eigenkapital zu Krediten von durchschnittlich 13 vH auf.⁶² Im Februar 1994 hatten sich zwar sowohl Liquiditäts- als auch Solvenzrelationen des Bankensystems gegenüber dem Vorjahr leicht verschlechtert, allerdings lagen diese Werte nach wie vor deutlich über den Mindestnormen der estnischen Zentralbank. Das Problem notleidender Kredite in den Bilanzen der Banken ist in Estland, offiziellen Zahlen zufolge, weit weniger bedeutend als in anderen Transformationsstaaten (Buch 1994b). Ohnehin war der Realwert geerbter Altschulden aus sozialistischer Zeit durch die Hyperinflation des Jahres 1992 stark reduziert worden. Seit Anfang 1993, d.h. ohne Berücksichtigung der Auswirkungen der Bankenkrise, lag der Anteil notleidende Kredite an den gesamten Krediten fast zu keiner Zeit über 10 vH. Dieser Anteil war im Februar sogar auf 5 vH gefallen. Der beobachtbare Rückgang des Anteils notleidender Kredite dürfte mit das Ergebnis einer im Dezember 1993 eingeführten Regelung sein, daß Kredite, die mehr als 150 Tage überfällig sind, abgeschrieben werden müssen (Eesti Pank, *Quartalsberichte* 1993(4)).

Eine Folge der restriktiven Geldpolitik und der zur Lösung der Bankenkrise getroffenen Maßnahmen war ein Rückgang der realen Kreditvergabe der Banken zwischen Juni 1992 und Januar 1993 (Schaubild 16). Auch im ersten Halbjahr 1993 stieg die Kreditvergabe der Banken mit nominal durchschnittlich 3,1 vH im Monat nur geringfügig an. Diese Entwicklung ist sowohl mit einer größeren Vorsicht der Banken bei der Vergabe von neuen Krediten als auch mit fehlenden Möglichkeiten zur Refinanzierung durch die Zentralbank zu erklären. Letzteres führt dazu, daß die Banken ihre Einlagenbasis erhöhen müssen, um neue Kredite vergeben zu können. In diesem Zusammenhang ist als eine positive Entwicklung die Umwandlung von Konten in ausländischer Währung in heimische Einlagen zu nennen. Während der Anteil der Fremdwährungskonten an der Geldmenge M2 Ende 1991 noch 56 vH betragen hatte, war er Ende 1993 auf 3,46 vH gesunken. In dieser Entwicklung kommt offensichtlich auch das gestiegene Vertrauen der Anleger in die Stabilität der neuen Währung zum Ausdruck. Den Banken standen somit verstärkt heimische Einlagen zur Verfügung, was erklärt, warum 1993 zumindest eine leichte Erhöhung der Kreditver-

⁶² Diese Angaben beruhen auf internen Arbeitsunterlagen der estnischen Sparbank.

Schaubild 16 — Realer Kreditbestand^a der estnischen Geschäftsbanken 1992–1994 (Mill. Kronen)



^aDeflationierung mit dem Verbraucherpreisindex, 1992:1 = 100.

Quelle: Eesti Pank, *Quartalsberichte* (lfd. Ausgaben), eigene Berechnungen.

gabe zu verzeichnen war. Der leichte Anstieg des Anteils der Fremdwährungskonten im ersten Quartal 1994 (Tabelle 5) ist vermutlich damit zu erklären, daß seit Ende 1993 wieder neue Konten eingerichtet werden konnten.⁶³

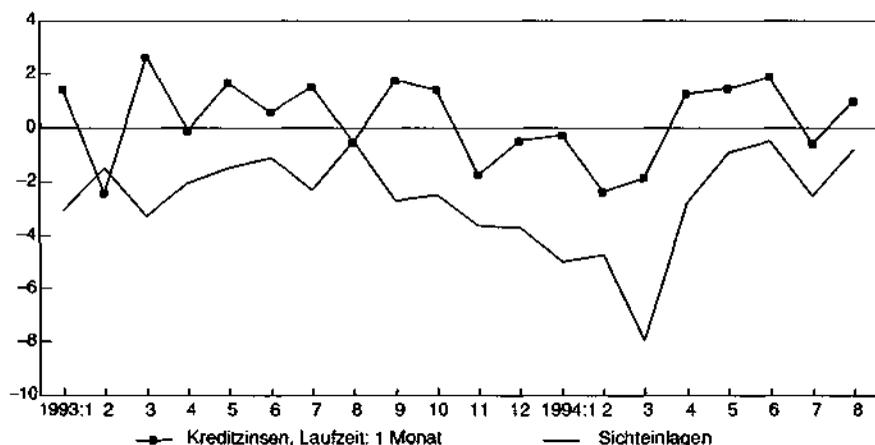
Bei der Zinssetzung der Geschäftsbanken haben sinkende Nominalzinsen bei leicht ansteigenden monatlichen Inflationsraten⁶⁴ seit Oktober 1993 zu negativen monatlichen Realzinsen geführt (Schaubild 17). Gleichzeitig sanken die Kreditzinsen leicht, während die Einlagenzinsen stiegen, so daß sich die Zinsspannen der estnischen Banken verringert haben. Als ein Grund für die geringer werdenden Zinsspannen kann die Abnahme notleidender Kredite in den Bilanzen der Banken genannt werden (Tabelle 2), die einen geringeren Bedarf zur Bildung von Rückstellungen aus Zinsgewinnen bedeuten. Zudem können sinkende Zinsspannen als ein Indikator für verbesserte Wettbewerbsbedingungen im estnischen Bankensektor gewertet werden. Generell haben die Realzinsen in Estland im vergangenen Jahr unter vergleichbaren Werten der anderen baltischen Staaten gelegen. Dies kann als ein Indiz für die Glaubwürdigkeit der est-

⁶³ Seit Mitte 1992 durften zwar Konten in ausländischer Währung gehalten werden, allerdings durften keine Einzahlungen vorgenommen werden.

⁶⁴ Insbesondere die negativen Realzinsen im März 1994 sind eine Folge der hohen monatlichen Inflation in diesem Monat.

nischen Geldpolitik interpretiert werden, die einen geringeren Risikoaufschlag für Anlagen in heimischer Währung erforderlich macht (Hansson und Sachs 1994).

Schaubild 17 — Monatliche reale Zinsen^a in Estland 1993–1994 (%)



^aDeflationierung mit dem Verbraucherpreisindex, 1992:1 = 100.

Quelle: Eesti Pank, *Quartalsberichte* (lfd. Ausgaben), eigene Berechnungen.

4. Wirtschaftslage

Als erstes der in dieser Studie analysierten Länder scheint Estland die durch den Übergang von der Plan- zur Marktwirtschaft ausgelöste Transformationskrise überwunden zu haben (Tabelle A1). Nach Rückgängen des realen Bruttoinlandsprodukts um 12 vH (1991) und 32 vH (1992) wuchs die estnische Wirtschaft 1993 nach Schätzungen der estnischen Zentralbank um 3 vH bzw. in den ersten drei Monaten von 1994 im Vergleich zur selben Vorjahresperiode um 1,1 vH (Eesti Pank 1994; Eesti Pank, *Quartalsberichte* 1994(2)). Die jährliche Inflationsrate konnte von 1 069 vH im Jahr 1992 deutlich auf 35 vH im Jahr 1993 abgesenkt werden. Für das laufende Jahr ist eine geringe Zunahme der Preissteigerungsrate zu erwarten. Im ersten Halbjahr 1994 stiegen die Preise auf

Jahresbasis um 50 vH, was jedoch in erster Linie auf Sondereinflüsse im Monat März zurückzuführen sein dürfte.⁶⁵

Der starke Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 1992 ist mit darauf zurückzuführen, daß Estland in diesem Jahr erstmals keine Finanzzuweisungen von Rußland mehr erhalten und seinen Außenhandel auf Weltmarktpreise umgestellt hat. Diese Umstellung hat zu einem erheblichen Terms-of-Trade-Schock geführt. Noch im Jahre 1990 hatte Estland indirekte Subventionen durch die Einfuhr verbilligter Rohstoffe aus Rußland bzw. die Ausfuhr von Fertigprodukten zu Preisen oberhalb des Weltmarktniveaus nach Rußland erhalten, die 12 vH des BIP ausmachten (Orlowski 1993). Zudem war Estland vor der Einführung einer eigenen Währung in begrenztem Umfang mit Krediten und Bargeld aus Rußland versorgt worden. Wie auch im Fall der übrigen baltischen Staaten sind diese Mittel seit 1992 eingefroren worden; insbesondere sind keine russischen Regierungskredite mehr an Estland geflossen (IMF 1994: 10 ff.).

Die erheblichen stabilitäts- und strukturpolitischen Erfolge Estlands sind nur zum Teil mit günstigeren Ausgangsbedingungen für den Transformationsprozeß im Vergleich zu anderen Nachfolgestaaten zu erklären. Zu diesen Faktoren zählen etwa die räumliche Nähe zu Skandinavien, insbesondere zu Finnland, die vergleichsweise geringe Abhängigkeit von Energieimporten aus Rußland aufgrund heimischer Ölschiefervorkommen (Hansson 1994b: 69) sowie die gute Ausstattung mit Devisenreserven zum Zeitpunkt der Einführung einer eigenen Währung. Vielmehr hat die estnische Regierung durch die konsequente Umsetzung eines stabilitätsorientierten Kurses im monetären Sektor, der durch die Einführung der Krone eingeleitet wurde, sowie durch Reformen der öffentlichen Finanzen und der außenwirtschaftlichen Beziehungen (Kapitel E) die Voraussetzungen für einen erfolgreichen Transformationsprozeß geschaffen.

⁶⁵ Zu diesen Faktoren zählen der Zustrom ausländischer Direktinvestitionen, durch den eine Erhöhung der Preise nichthandelbarer Güter ausgelöst wurde, sowie die Freigabe administrierter Preise (Hansson und Sachs 1994: 13 ff.).

D. Die Rubelzone als optimaler Währungsraum?

I. Bedingungen eines optimalen Währungsraums

1. Ziele währungspolitischer Integration

Eine Währungsunion entsteht durch den Zusammenschluß souveräner Staaten mit im Ausgangszustand unterschiedlichen Währungen zu einem einheitlichen Währungsgebiet. Sie ist durch unwiderruflich fixierte Wechselkurse zwischen den beteiligten Währungen charakterisiert. Zudem existieren keinerlei Beschränkungen des Geld- und Kapitalverkehrs zwischen den Ländern. Daraus ergibt sich unmittelbar, daß ein optimaler Währungsraum das Wirtschaftsgebiet umfaßt, dessen währungspolitische Beziehungen im Innern am besten durch fixierte Wechselkurse und nach außen am besten durch ein Regime flexibler Wechselkurse geregelt werden. Ein Land, das vor der Frage steht, ob es sich mit einem anderen Staat zu einem einheitlichen Währungsraum zusammenschließen soll, muß die spezifischen Vorteile und Nachteile, die mit festen bzw. flexiblen Wechselkursen verbunden sind, gegeneinander abwägen (Abschnitte B.II.2 und B.II.3).

Hierbei sind zwei Aspekte entscheidend. *Erstens* besteht der Vorteil eines flexiblen Wechselkursregimes darin, daß die Auswirkungen außenwirtschaftlich bedingter Störungen auf die eigene Volkswirtschaft durch Änderungen der Währungsparitäten abgefedert werden können. Außerdem ist Staaten, die gegenüber anderen Ländern ein Regime flexibler Wechselkurse gewählt haben, auch die Durchführung einer weitgehend autonomen Wirtschafts- und Geldpolitik möglich. Der Vorteil eines Regimes fester Wechselkurse besteht hingegen in einer Reduzierung der Transaktionskosten des Handels zwischen den im einheitlichen Währungsraum zusammengeschlossenen Wirtschaftsgebieten. Denn bei glaubwürdigen festen Wechselkursen sind keine Schwankungen im nominalen Außenwert der Währungen zu erwarten. Damit entfallen die Kosten der Kurssicherung. In einer Währungsunion verringern sich zusätzlich die Transaktionskosten, da keine Notwendigkeit besteht, Währungsreserven zur Absicherung des Handels mit den anderen beteiligten Ländern halten zu müssen. Die Transaktionssicherheit wird zudem durch das Fehlen jeglicher Beschränkungen des Kapitalverkehrs erhöht. Dieser Umstand kann einen nennenswerten Anreiz zur Ausweitung der interregionalen Arbeitsteilung im nunmehr integrierten

Währungsraum darstellen. Voraussetzung hierfür wäre allerdings eine effiziente Ausgestaltung des Zahlungsverkehrs.

Zweitens kann ein währungspolitischer Zusammenschluß auch mit dem Ziel erfolgen, die makroökonomische Stabilisierung eines Landes zu erleichtern, indem geldpolitische Kompetenz aus einem anderen Wirtschaftsgebiet importiert wird. Denn die realwirtschaftlichen Kosten einer dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichteten Geldpolitik sind um so höher, je geringer die Treffsicherheit der geldpolitischen Maßnahmen und je unglaubwürdiger die Einhaltung der verfolgten geldpolitischen Ziele sind.⁶⁶ Durch den Verzicht auf einen eigenen geldpolitischen Handlungsspielraum, der bei einem Beitritt zu einem integrierten Währungsraum zu leisten ist, kann ein Land unverzüglich Glaubwürdigkeit „importieren“, falls die Geldpolitik im einheitlichen Währungsgebiet in den Augen der Wirtschaftssubjekte glaubhaft dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet ist und dies auch in Zukunft bleiben wird.

2. Determinanten erfolgreicher währungspolitischer Integration

Die folgenden Ausführungen zeigen, welche Faktoren für das Erreichen derjenigen Ziele, die mit einem währungspolitischen Zusammenschluß unterschiedlicher Wirtschaftsgebiete verfolgt werden, wesentlich sind. Zunächst wird kurz die Theorie optimaler Währungsräume dargestellt, die primär auf außenwirtschaftlich motivierte Wechselkursstrategien abzielt. Anschließend werden die Voraussetzungen analysiert, die für die erfolgreiche Verfolgung stabilitätspolitischer Ziele in einem gemeinsamen Währungsgebiet gegeben sein müssen.

a. Theorie optimaler Währungsräume

Für ein Land ist es um so weniger sinnvoll, die Transaktionskostensparnis durch Wechselkursfixierung zu realisieren, je geringer die Fähigkeit der Volkswirtschaft ist, außenwirtschaftlich verursachte Störungen ohne Wechselkursänderungen abzufangen. Mit der normativen Frage nach den Determinanten erfolgreicher Anpassungsprozesse beschäftigt sich die Theorie optimaler Währungsräume. Dabei wird in keynesianischer Tradition auf Nachfrageschocks abgestellt, die als Folge außenwirtschaftlicher Beziehungen entstehen. Die klassischen Beiträge stammen von Mundell (1961), Kenen (1969) und McKinnon (1963).

⁶⁶ Glaubwürdigkeit ist in diesem Zusammenhang zu definieren als die Übereinstimmung der Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte mit der von der Zentralbank angestrebten Preissteigerungsrate (Schmieding 1992b: 45).

Nach Mundell (1961) spielt der Grad der Arbeitskräftemobilität in einem Wirtschaftsraum eine entscheidende Rolle für die Wahl des Wechselkursregimes. Je höher die Arbeitskräftemobilität ist, desto weniger sind Wechselkursanpassungen zum Ausgleich binnenwirtschaftlicher Ungleichgewichtssituationen erforderlich. Denn bei einem genügend hohen Grad an Mobilität führt eine Unterbeschäftigungssituation im Binnenland zu einer Abwanderung von Arbeitskräften in andere Wirtschaftsgebiete. Dies führt zu einem reduzierten Arbeitsangebot, so daß auf diese Weise die anfängliche Unterbeschäftigung abgebaut wird. Die Mobilität des Faktors Arbeit ist somit in der Lage, den Wechselkursmechanismus als Instrument zur Anpassung an außenwirtschaftlich bedingte Störungen zu ersetzen. Unter diesen Umständen gewinnt das Argument der Transaktionskostensparnis gegenüber dem Argument der Abschirmung der Binnenwirtschaft gegen außenwirtschaftlich bedingte Störungen relativ an Gewicht.

Kenen (1969) weist auf die Bedeutung der Produktionsstruktur eines Landes für die relative Vorteilhaftigkeit eines Wechselkursregimes hin: Die Nachteile der Wechselkursfixierung sind für eine Volkswirtschaft um so geringer zu bewerten, je diversifizierter die Branchenstruktur des Wirtschaftsgebietes ist. Denn eine relativ stark diversifizierte Volkswirtschaft ist in der Lage, außenwirtschaftlich bedingte Schocks, von denen einzelne Märkte betroffen werden, durch Anpassungen auf anderen Märkten ohne Rückgriff auf Wechselkursanpassungen zu kompensieren. Eine Erweiterung des Diversifikationsarguments besagt, daß die Kosten der Wechselkursfixierung geringer sind, wenn die Partner in einer Währungsunion ähnliche Spezialisierungsmuster aufweisen. In diesem Fall würden die aufgrund von realen Schocks notwendigen Anpassungsmaßnahmen zwischen den Partnerländern eher gering ausfallen (Vaubel 1988: 235).

Nach McKinnon (1963) steigt das Argument der Transaktionskostensparnis zugunsten der Bildung eines gemeinsamen Währungsraums dann in seiner Bedeutung, wenn zwischen den über feste Wechselkurse währungspolitisch zu verbindenden Wirtschaftsgebieten ein relativ hoher Grad an Offenheit besteht; d.h., wenn die wirtschaftlichen Verflechtungen zwischen den Regionen stark ausgeprägt sind. Denn unter dieser Bedingung können flexible Wechselkurse die reale Anpassung einer Volkswirtschaft kaum erleichtern. Wertet z.B. die Währung einer international stark verflochtenen Volkswirtschaft als Folge eines außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts nominal ab, dann wird zwar Nachfrage von Importgütern auf heimische Waren umgeleitet. Dies führt jedoch im Binnenland zu einem Anstieg des inländischen Lohn- und Preisniveaus, so daß der reale Wechselkurs unverändert bleibt. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit kann unter diesen Bedingungen allenfalls vorübergehend abwertungsbedingt ansteigen.

Daraus folgt, daß die Argumente für eine Währungsunion für ein Land um so schwerer wiegen,

- je höher der Grad der Arbeitskräftemobilität des Landes;
- je diversifizierter die Produktionsstruktur des Landes;
- je ähnlicher die Produktionsstruktur der Partnerländer;
- je höher der Grad der Offenheit des Landes gegenüber den Partnerländern.

b. Import stabilisierungspolitischer Kompetenz

Es kann Ziel einer währungspolitischen Strategie sein, die makroökonomische Stabilisierung durch den Import geldpolitischer Kompetenz zu erleichtern. Unter diesem Gesichtspunkt ist die Frage von Bedeutung, von welchen Determinanten die Effizienz einer dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichteten Geldpolitik abhängt. Die realwirtschaftlichen Kosten der monetären Steuerung werden zum einen wesentlich von der Treffsicherheit der Geldpolitik beeinflußt. Entscheidend hierfür sind die Fähigkeiten der Zentralbank, die Geldmenge zu kontrollieren und die Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen auf das Verhalten der Wirtschaftssubjekte ex ante möglichst genau bestimmen zu können. Zum anderen spielt der Grad der Glaubwürdigkeit eines angekündigten Stabilisierungsprogramms eine wichtige Rolle. In diesem Zusammenhang ist die Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte bezüglich der Erfolgsaussichten einer geldpolitischer Strategie von entscheidender Bedeutung.

Bei der Beurteilung währungspolitischer Integrationen wird oftmals der Grad der nationalen Inflationsneigung zwischen den Partnerregionen als entscheidendes Kriterium genannt (Siebert 1992). Die Bedeutung dieses Kriteriums liegt darin, daß eine Währungsunion nur dann langfristig Bestand haben kann, wenn sich die Inflationsraten in den Teilnehmerländern auf Dauer parallel entwickeln. Einen ersten Hinweis auf die zu erwartende Preisniveauentwicklung könnte das Verhalten der potentiellen Partnerländer in der Vergangenheit geben. Allerdings erlauben diese Beobachtungen nur begrenzt Schlußfolgerungen über das zukünftige stabilitätspolitische Verhalten. Entscheidend für den Erfolg des währungspolitischen Zusammenschlusses sind die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte über die zukünftige Preissteigerungsrate.

Damit gewinnt die institutionelle Ausgestaltung der Geldverfassung in einer Währungsunion für die Effizienz stabilisierungspolitischer Maßnahmen entscheidende Bedeutung. Eine Politik ist in den Augen der Wirtschaftssubjekte um so glaubwürdiger, je höher die Kosten einer Abweichung der tatsächlichen von den zur Erreichung der angekündigten Ziele notwendigen Maßnahmen für die stabilitätspolitischen Entscheidungsträger sind. Daher kann eine Selbstbin-

dung der Politik an die Verfolgung der angekündigten Ziele die Effizienz der geldpolitischen Steuerung erhöhen. Prinzipiell kann diese Selbstbindung erreicht werden, indem die Zentralbankpolitik im gemeinsamen Währungsraum auf ex ante spezifizierte Regeln oder auf ein ex ante spezifiziertes Ziel verpflichtet wird. Allerdings kann eine regelgebundene Geldpolitik auf makroökonomische Störungen nicht reagieren, so daß für die politischen Entscheidungsträger ein Anreiz besteht, die Regelbindung wieder aufzuheben. Dies könnte durch die Unabhängigkeit der Notenbank verhindert werden. Auf diese Weise wird der Einfluß eventuell unterschiedlicher Inflationsneigungen in den Partnerländern auf die gemeinsame Geldpolitik ausgeschaltet.

II. Mögliche Mitglieder einer Währungsunion

1. Währungsunion und außenwirtschaftliche Störungen

Ein entscheidendes Kriterium für die Wahl des Wechselkursregimes ist die Fähigkeit einer Volkswirtschaft, außenwirtschaftlich bedingte Schocks ohne Anpassung des Wechselkurses absorbieren zu können. Im folgenden werden die zu untersuchenden Länder hinsichtlich der relevanten Strukturmerkmale Arbeitskräftemobilität, binnenwirtschaftliche Produktionsstruktur und Ausmaß der außenwirtschaftlichen Verflechtung analysiert. Die Ausgestaltung des interrepublikanischen Zahlungsverkehrs wird aufgrund ihrer Bedeutung für die Transaktionskosten betrachtet.

a. Arbeitskräftemobilität

Das Ausmaß der potentiellen Arbeitskräftemobilität in den Nachfolgestaaten ist zur Zeit nicht zuverlässig einzuschätzen. Es ist aber zu vermuten, daß aufgrund der gemeinsamen Sprache zumindest zwischen Rußland, Weißrußland und Teilen der Ukraine eine relativ hohe potentielle Wanderungsbereitschaft vorhanden ist.⁶⁷ Dafür spricht auch, daß sowohl in Weißrußland als auch in der Ukraine jeweils große Bevölkerungsgruppen ethnische Russen sind. Dem Ausmaß der tatsächlichen Wanderungen dürfte allerdings durch die erheblichen Engpässe auf den Wohnungsmärkten enge Grenzen gesetzt sein (Gros und Steinherr 1991: 41; Bofinger et al. 1993: 15). Zudem sind Anzeichen vorhan-

⁶⁷ So gaben bei einer Befragung in Weißrußland im Jahr 1992 über 20 vH der Bevölkerung an, mit dem Gedanken an eine Ausreise zu spielen (Markus 1994b: 47).

den, daß Rußland in Zukunft den Zuzug von ethnischen Nichtrussen begrenzen wird.⁶⁸ Estland hat den Zuzug russischer Arbeitskräfte aus nationalistischen Erwägungen kraft Gesetz untersagt (Laaser und Schrader 1992: 48). Abwanderungen von Esten dürften sich aufgrund der relativ starken kulturellen Bindungen an die anderen Länder im Ostseeraum vornehmlich auf Skandinavien ausrichten. Zu beobachten ist, daß vormalig in Estland lebende Russen, etwa weil sie von Arbeitslosigkeit betroffen sind, nach Rußland auswandern. Insgesamt dürfte selbst bei hoher potentieller Arbeitskräftemobilität in den untersuchten Ländern das Ausmaß der tatsächlich möglichen Wanderungsbewegungen beschränkt sein.

b. Produktionsstruktur

Rußland

In Rußland hatte die Industrie im ersten Halbjahr 1994 einen Anteil von 43 vH (1992: 58 vH) am Bruttoinlandsprodukt (DIW et al. 1994c: 6). Traditionell spielen der Maschinen- und Fahrzeugbau eine besonders wichtige Rolle;⁶⁹ allerdings ist deren Anteil zugunsten der Energieerzeugung in den letzten Jahren erheblich zurückgegangen (Tabelle 6). Insgesamt umfaßt die industrielle Produktion eine breite Produktpalette. Dies ist auch darauf zurückzuführen, daß die zentrale Standortplanung zu Zeiten der Sowjetunion bestrebt war, Rußland eine weitgehende Autarkiestellung zu verschaffen (Korowkin 1994: 5–6).

Im Verlauf des Transformationsprozesses ist es zu bedeutenden strukturellen Verschiebungen in der Entstehung des nominalen Bruttoinlandsprodukts gekommen. An Bedeutung gewonnen haben insbesondere die Dienstleistungen, deren Anteil am BIP von 33 vH 1992 auf 50 vH im ersten Halbjahr 1994 gestiegen ist. Diese Entwicklung ist zurückzuführen auf den stärkeren Anstieg der Preise für Dienstleistungen im Vergleich zu den Güterpreisen, auf den relativ geringen Rückgang unentgeltlicher staatlicher Dienstleistungen sowie auf das Wachstum einzelner Dienstleistungsbereiche (Finanzdienstleistungen, Versicherungen, Vermittlungstätigkeiten) (DIW et al. 1994a: 6 f.). Im industriellen Bereich waren in der Zeit von 1991 bis 1993 insbesondere bei der Leichtindustrie (–44 vH), den chemischen (–40 vH) und petrochemischen Erzeugnissen

⁶⁸ Rußland hat in den vergangenen Jahren eine hohe Zahl von zugezogenen Angehörigen der anderen Nachfolgestaaten der ehemaligen Sowjetunion aufgenommen. Inzwischen gewinnen politische Kräfte an Einfluß, die einen weiteren Zuzug oder sogar die absolute Zahl der Immigranten begrenzen wollen (Slater 1994).

⁶⁹ So waren 46 vH der 1990 im industriellen Sektor Erwerbstätigen im Maschinen- und Fahrzeugbau beschäftigt. Es folgten die Chemie- und Holzindustrie (14 vH) und die Leichtindustrie (11 vH) (eigene Berechnungen nach Statistisches Bundesamt 1993: 106).

Tabelle 6 — Struktur der industriellen Produktion der Russischen Föderation 1990–1994 (vH)^a

	1990	1991	1992	1993	1994 (1. Vj.)
Elektrizität	3,8	4,0	6,4	9,2	14,5
Brennstoffe	7,3	7,3	18,6	17,5	18,6
Eisenmetallurgie	5,3	4,9	8,2	9,0	8,2
NE-Metallurgie	5,8	6,3	8,6	8,1	5,9
Chemie und Petrochemie	7,0	6,6	8,0	7,1	6,9
Maschinenbau	26,4	21,7	17,6	18,1	18,2
Forstprodukte	5,6	5,8	4,8	3,9	4,4
Baustoffe	3,6	3,7	3,3	3,3	3,4
Leichtindustrie	11,8	16,2	7,1	5,2	3,7
Nahrungsmittel	13,0	14,4	10,3	12,4	11,7
Andere Industrien	10,4	9,1	7,1	6,2	4,5
Industrie insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

^aAnteile an der Gesamtproduktion zu laufenden Preisen.

Quelle: IMF (interne Arbeitsunterlagen).

(–38 vH) und der NE-Metallurgie (–41 vH) überdurchschnittliche Produktionseinbrüche zu verzeichnen. Im ersten Halbjahr 1994 haben die Diskrepanzen in der Produktionsentwicklung zwischen den einzelnen Industriezweigen weiter zugenommen. Während die Produktion der extraktiven Industriezweige um 14 vH zurückging, blieb die Erzeugung der verarbeitenden Industriezweige um 30 vH unter dem Vorjahresniveau. Einen unterdurchschnittlichen Produktionsrückgang verzeichneten insbesondere die Stromwirtschaft (–8 vH), die Erdgasindustrie (–6 vH), die Kohleindustrie (–11 vH) und die NE-Metallurgie (–13 vH). Im Maschinenbau und in der verarbeitenden Industrie führte die weiterhin rückläufige Nachfrage nach Investitionsgütern erneut zu massiven Produktionseinbußen.

Da Rußland über eine relativ breite Industriestruktur, vor allem aber über die benötigten Energievorräte verfügt, werden die Versorgung des Binnenmarktes und der inländische Absatz heimischer Produkte nur in geringem Ausmaß von Störungen des GUS-Handels beeinflusst.

Weißrußland

Im Jahr 1992 wurden 38 vH des Bruttoinlandsprodukts im industriellen Sektor erwirtschaftet (1991: 41 vH). Weitere 23 vH entfielen nach internen Arbeitsunterlagen des IMF auf die Land- und Forstwirtschaft (1991: 21 vH). Die Indu-

strieproduktion konzentriert sich traditionell auf die Bereiche Maschinenbau, Nahrungsmittelindustrie und Leichtindustrie (Tabelle 7). Dabei kommt dem Rüstungssektor eine erhebliche Bedeutung zu. Insgesamt waren 1991 in der Industrie 31 vH und in der Landwirtschaft 10 vH der weißrussischen Arbeitnehmer beschäftigt (IMF 1992a: 2–3).

Tabelle 7 — Struktur der industriellen Produktion Weißrußlands 1990–1994 (vH)^a

	1990	1991	1992	1994 1.–3. Vj.
Elektrizität	2,4	1,7	8	14
Brennstoff	4,5	4,2	8	8
Metallurgie	1,0	0,9	nv	nv
Maschinenbau	35,8	26,1	28	25
Chemische Industrie	9,0	7,3	12	15
Forstprodukte	4,4	4,6	nv	nv
Baustoffe	3,6	3,4	nv	nv
Leichtindustrie	17,6	20,4	17	13
Nahrungsmittel	14,5	24,6	nv	nv
Andere Industrien	7,2	6,8	nv	nv
Industrie insgesamt	100	100	100	100

^aAnteile an der Gesamtproduktion zu laufenden Preisen. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: DIW et al. (1992b: 20, 1994d).

Problematisch für die weißrussische Entwicklung ist die sehr starke Abhängigkeit von den Energie- und Rohstoffimporten aus Rußland. Weißrußland verfügt mit dem Maschinenbau und der Chemieindustrie über rohstoffabhängige und energieintensiv produzierende Branchen, aber kaum über eigene Rohstoffe oder heimische Energieträger. Nach Schätzungen können nur 4 vH der weißrussischen Waren ohne Einsatz importierter Vorprodukte produziert werden (Markus 1994a: 28). 1991 wurden mehr als 90 vH des Primärenergiebedarfs durch Importe gedeckt (IMF 1992a: 2–3). Da Weißrußland über keinen eigenen Seehafen verfügt, wird Rußland auf absehbare Zeit der Hauptlieferant für Öl bleiben. Ähnlich wie auch die meisten der anderen Nachfolgestaaten der Sowjetunion konnte Weißrußland zu Sowjetzeiten in erheblichem Umfang seinen Rohstoff- und Energiebedarf durch gegenüber den Weltmarktpreisen erheblich verbilligte Importe aus anderen Teilen der ehemaligen UdSSR — insbesondere

Rußland — decken.⁷⁰ Mit der schrittweisen Angleichung der Importpreise an das Weltmarktpreisniveau hat sich die Lage der weißrussischen Betriebe erheblich verschlechtert. Vor diesem Hintergrund muß die Erhöhung der Anteile rohstoff- und energieintensiv produzierender Betriebe an der Industrieproduktion verwundern. Diese Entwicklung könnte durch Relativpreisverschiebungen in dem Sinne bedingt sein, daß sich erhöhte Inputkosten in einem wertmäßigen Anstieg des Outputs niederschlagen.

Aufgrund der unterschiedlichen industriellen Spezialisierung mit Weißrußland als Empfänger und Rußland als Lieferant von Energie wäre zu erwarten, daß die Länder von realen Schocks unterschiedlich getroffen werden. Deshalb wäre ein Verzicht auf das Instrument der Wechselkursanpassung mit erheblichen Kosten verbunden.

Ukraine

In der ukrainischen Volkswirtschaft dominiert der industrielle Sektor. 1993 entfielen auf die Bereiche Bergbau und Industrie gut 67 vH. Weitere 14 vH des BIP wurden in der Land-, Forst- und Fischereiwirtschaft erwirtschaftet⁷¹ (IMF 1994d: 75 und 91). Schwerpunkte der industriellen Produktion sind die Herstellung von Eisenmetallen, Maschinenbauerzeugnissen (inkl. Fahrzeugbau) sowie Nahrungs- und Genußmitteln (Tabelle 8). In konstanten Preisen von 1982 ist die Industrieproduktion 1992 gegenüber dem Vorjahr um 8,1 vH gesunken. Die veränderten Preise für Importenergie und damit einhergehende Lieferkürzungen trugen erheblich zum Produktionsrückgang der letzten drei Jahre bei. Dabei waren einige der bedeutendsten Branchen von überproportional starken Einbrüchen betroffen; so die Nahrungsmittelproduktion (-16,8 vH), der Bereich Chemie und Petrochemische Produkte (-13,1 vH), die Brennstoffproduktion (-13,0 vH) sowie die Erzeugung von Eisenmetallen (-10,1 vH) nach internen IMF-Arbeitsunterlagen.

Die Produktionsstruktur ist auf energieintensiv produzierende Branchen ausgerichtet. Obwohl die Ukraine über eigene Vorkommen an Erdöl und Erdgas verfügt, kann sie den heimischen Bedarf an Energie nicht annähernd durch die eigene Förderung decken. Sie ist daher in erheblichem Maß auf Energielieferungen aus dem Ausland angewiesen. Insgesamt müssen fast drei Viertel des Gasbedarfs und über 90 vH des Ölbedarfs durch Importe gedeckt werden. Dabei spielt Rußland als Lieferant mit Abstand die wichtigste Rolle. Daneben wird Erdgas aus Turkmenistan eingeführt. Auf absehbare Zeit ist nicht damit zu rechnen, daß sich durch neue Bezugsquellen die Abhängigkeit von russischen

⁷⁰ Vgl. zum Umfang dieser Lieferungen Orlowski (1994).

⁷¹ Bei den Angaben handelt es sich um vorläufige Schätzungen.

Tabelle 8 — Struktur und Wachstum der Industriezweige in der Ukraine 1991–1993 (vH)

	Struktur ^a		Wachstum ^b		
	1.Hj.1991	1.Hj.1993	1991/ 1990	1992/ 1991	1.Hj.1993/ 1.Hj.1992
Elektrizität	3,2	2,5	-4,0	-7,1	-4,8
Brennstoffe	4,5	2,6	-11,0	-13,0	-24,9
Eisenmetallurgie	10,3	11,5	-12,0	-10,1	-16,1
NE-Metallurgie	nv	1,7	nv	-16,9	-12,6
Chemie u. Petrochemie	6,0	7,5	-7,0	-13,1	-21,3
Maschinenbau	34,8	35,0	4,0	-5,8	9,5
Forstprodukte	3,1	3,7	2,0	3,7	7,8
Baustoffe	3,7	2,4	1,0	-8,8	-11,6
Leichtindustrie	11,5	14,1	-3,0	3,1	-5,2
Nahrungsmittel	16,4	14,5	-13,0	-16,8	-11,9
Andere Industrien	6,5	4,5	nv	nv	nv
Industrie insgesamt	100,0	100,0	-4,5	-9,0	-5,1

^aAnteil an der gesamten Industrieproduktion zu konstanten Preisen. — ^bVeränderung gegenüber demselben Zeitraum der Vorperiode in vH. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: Clement et al. (1993a: 7).

Rohöllieferungen entscheidend verringern wird (Clement et al. 1993a: 24). Deshalb wäre — wie im Falle Weißrußlands — der Wegfall des Wechselkursinstruments mit hohen Kosten verbunden.

Estland

Die sektorale Produktionsstruktur der estnischen Volkswirtschaft ist im Vergleich zu den anderen Nachfolgestaaten verhältnismäßig breit diversifiziert (Tabelle 9). Relativ geringe Bedeutung hat der industrielle Sektor insgesamt. Sein Anteil am Bruttoinlandsprodukt betrug im ersten Halbjahr 1993: 24 vH (1991: 36 vH). In der Landwirtschaft wurde im ersten Halbjahr 1993: 11 vH des Bruttoinlandsprodukts (1991: 17 vH) erwirtschaftet; genauso viel wie im Handel (1991: 8 vH). Von zunehmender Wichtigkeit ist der Bereich Transport und Kommunikation, auf den in den ersten sechs Monaten des Jahres 1993 bereits 15 vH des BIP entfielen (1991: 7 vH) (Ministry of Economic Affairs 1994: 14). Innerhalb des industriellen Sektors konzentriert sich die Produktion in zunehmendem Maße auf Nahrungs- und Genußmittel, auf die nahezu ein Drittel der gesamten industriellen Fertigung entfiel. 1991 betrug dieser Anteil nur gut

Tabelle 9 — Struktur der industriellen Produktion Estlands 1991–1993 (vH)^a

	1991	1992	1993
Energie	10,0	11,0	11,0
Brennstoffe	2,9	4,3	4,3
Metallurgie	11,5	9,7	6,6
Chemische Produkte	11,8	8,7	6,9
Forstprodukte	9,7	9,3	5,7
Baustoffe	4,6	3,9	2,7
Leichtindustrie	18,9	17,0	9,5
Nahrungsmittel	27,0	30,9	32,7
Andere Industrien	3,6	5,2	20,6
Industrie insgesamt	100,0	100,0	100,0

^aAnteile an der Gesamtproduktion zu laufenden Preisen.

Quelle: Ministry of Economic Affairs (1994: 20).

ein Viertel. Von besonderer Bedeutung sind ferner die Energieerzeugung, die Leichtindustrie (vor allem Textilien) und die chemische Industrie (Tabelle 9).

Die wirtschaftliche Entwicklung Estlands wurde in den vergangenen drei Jahren wesentlich durch die Verteuerung der bisher fast ausschließlich von Rußland bezogenen Erdöl- und Erdgaslieferungen und durch erhebliche Absatzeinbrüche für Industrieerzeugnisse sowohl auf dem Inlandsmarkt als auch auf den vormals bedeutsamen Märkten im Gebiet der ehemaligen Sowjetunion geprägt. Bereits 1991 verringerte sich im Gefolge des Strukturumbruchs die Produktion des verarbeitenden Gewerbes um 9,2 vH. Als 1992 die Preiserhöhungen für Importenergie auf die inländische Produktion durchschlugen und sich zudem die Kaufkraft großer Teile der estnischen Bevölkerung erheblich verringerte, brach die Industrieproduktion drastisch ein (1992: -38,7 vH). Am stärksten betroffen waren die Baustoffindustrie (-55 vH), die chemische Industrie (-49,3 vH), die Fischverarbeitung (-45,6 vH) und der Bereich Maschinenbau und Metallbearbeitung (-45,3 vH). Vergleichsweise niedrig waren hingegen die Einbußen in Teilen der Leichtindustrie (z.B. Bekleidungsindustrie: -4,8 vH) und in der Nahrungsmittelverarbeitung (z.B. Molkereindustrie: -24,4 vH).⁷² Seit Frühjahr 1993 hat sich die industrielle Talfahrt deutlich ver-

⁷² Alle Zahlenangaben nach Statistisches Bundesamt (1994a: 72). In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, daß sich die Rückgänge in den einzelnen Industriezweigen nur auf staatliche Betriebe beziehen, während der Output neu entstandener Privatbetriebe nicht berücksichtigt wird. Von daher dürften die Produktions-einbußen in einigen Industriesektoren nicht ganz so gravierend ausgefallen sein, wie es die Zahlen zum Ausdruck bringen.

langsam. Einige Bereiche, insbesondere die Nahrungsmittelproduktion und die Brennstoffherzeugung, konnten 1993 ihre Produktion gegenüber dem Vorjahr sogar erhöhen (Ministry of Economic Affairs 1994: 21).

Die Landwirtschaft sah sich in den letzten beiden Jahren als Folge der Terms-of-Trade-Entwicklung mit dem Problem der unzureichenden Versorgung mit den drastisch verteuerten Produktionsinputs wie Maschinen, Saatgut, Futtermittel und Treibstoffen konfrontiert. Die mangelnde internationale Konkurrenzfähigkeit führte zum Wegfall traditioneller Exportmärkte, insbesondere für tierische Produkte. Gleichzeitig schrumpfte der Inlandsabsatz als Folge der stark gestiegenen Lebensmittelpreise und des gravierenden Kaufkraftschwunds weiter Bevölkerungskreise (Statistisches Bundesamt 1994a: 55).

Auch für die estnische Volkswirtschaft ist die Abhängigkeit von Energieimporten aus Rußland ein Problem. Dies gilt in besonderem Maße für die große Fischereiflotte,⁷³ die chemische Industrie und die Zelluloseproduktion (Ministry of Economic Affairs 1994). Mittelfristiges Ziel der estnischen Energiepolitik ist es daher, die Abhängigkeit von russischen Lieferungen fossiler Brennstoffe zu reduzieren. Da eine stärkere Substitution importierter Energieressourcen durch einheimischen Ölschiefer- und Torfeinsatz zwar technisch möglich, aus umweltpolitischen Gründen jedoch kaum realisierbar ist, müssen in Zukunft verstärkt Bezugsquellen aus anderen Ländern in Anspruch genommen werden. Mit der Fertigstellung von zwei neuen Ölterminals im Hafen von Tallinn wurde dafür inzwischen eine wichtige Voraussetzung geschaffen.⁷⁴ Die Diversifizierung der Bezüge aus Norwegen oder Finnland macht sich bereits in einem Rückgang des russischen Importanteils bemerkbar (Schrader 1994: 30).

Insgesamt ergeben sich für Estland zusätzliche Argumente gegen eine Währungsunion. Dies folgt aus dem geringen Industrialisierungsgrad und der zunehmenden Spezialisierung auf weniger energieintensive Branchen.

c. *Offenheit der Volkswirtschaft*

Rußland

Rußland war schon zu Sowjetzeiten, verglichen mit den anderen ehemaligen Republiken der UdSSR, überdurchschnittlich stark in die Weltmärkte integriert. So entfielen 38 vH der russischen Exporte im Jahr 1989 auf den Handel mit

⁷³ Estland verfügte 1992 über eine Fischfangflotte von 118 Schiffen mit einer Größe von jeweils über 100 Bruttoregistertonnen.

⁷⁴ Mit der Errichtung der zwei Terminals für Treibstoffe und Heizöl hat Estland nun genügend große Lagerkapazitäten für den Bezug aller benötigten Flüssigbrennstoffe über den Weltmarkt. Damit wurde eine völlige Unabhängigkeit von der Rohrleitungsversorgung durch Rußland erreicht (Statistisches Bundesamt 1994a: 68).

Tabelle 10 — Außenhandelsstruktur der Russischen Föderation nach Handelspartnern 1992–1993 (vH)

	Exporte		Importe	
	1992	1993	1992	1993
Nachfolgestaaten	20,6	25,0	20,0	23,3
Drittländer	79,4	75,0	80,0	76,4
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: IMF (interne Arbeitsunterlagen), eigene Berechnungen.

Ländern außerhalb der UdSSR (Importe: 45 vH). 1993 wurden bereits rund 75 vH des gesamten Außenhandels mit Drittländern abgewickelt (Tabelle 10).

Der russische Außenhandel ist nach einer starken Schrumpfung in den Jahren 1991 und 1992 stetig wieder angestiegen, hat sein Ausgangsniveau aber noch nicht wieder erreicht.⁷⁵ Ein wesentlicher Faktor für den Rückgang der russischen Exporte war die Verminderung der Einnahmen aus Rohölexporten, die aus einem Rückgang der Weltmarktpreise trotz des steigenden Exportvolumens resultierte (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Im Warenverkehr mit den anderen Nachfolgestaaten waren sowohl auf der Einfuhr- als auch auf der Ausfuhrseite Liefer- bzw. Nachfrageeinbrüche zu verzeichnen. Ursache war vor allem die schlechte wirtschaftliche Lage wichtiger GUS-Handelspartner, die sich mit steigenden Preisen für Rohstoff- und Energiebezüge aus Rußland konfrontiert sahen. So waren deutliche Einbrüche bei den Exporten in die übrigen GUS-Länder im Bereich der fossilen Brennstoffe zu verzeichnen.⁷⁶ Der Rückgang der russischen Lieferungen resultierte vor allem daraus, daß mehrere Handelspartner wegen der schrittweisen Heranführung der Ausfuhrpreise an das Weltmarktniveau in Zahlungsschwierigkeiten gerieten. 1993 konnten die Exporte sowohl in die anderen Nachfolgestaaten als auch in Drittländer wieder gesteigert werden (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Für diese Entwicklung waren vor allem deutliche Absatzsteigerungen bei den Primärenergieträgern verantwortlich. So nahm das Volumen der Ausfuhren bei Mineralölprodukten um 25 vH und bei Erdgas um 8 vH gegenüber dem Vorjahr zu. Damit entfiel auf

⁷⁵ Nachdem die russischen Exporte 1992 gegenüber dem Vorjahr um etwa 25 vH (Importe: fast 20 vH) zurückgegangen waren, konnte Rußland die Ausfuhren im Jahr 1993 wieder um 6 vH steigern, während die Einfuhren erneut um über 26 vH zurückgingen (Government of the Russian Federation 1994(3): 24; eigene Berechnungen).

⁷⁶ Wegen der Probleme bei der statistischen Erfassung des russischen Außenhandels lassen sich diese Entwicklungen zahlenmäßig nicht genauer beschreiben. Alle Angaben nach DIW et al. (1994a: 14).

die fossilen Energieträger trotz des Rückgangs der Weltmarktpreise wiederum etwa die Hälfte der gesamten russischen Exporterlöse (DIW et al. 1994c: 14).

Im Drittländerhandel verloren die ehemaligen RGW-Staaten an Bedeutung, während der Anteil asiatischer Staaten zunahm. Allerdings sind die Fertigwarenexporte in Drittländer weiterhin gering, statt dessen dominiert immer noch der Rohstoffexport. Ein wichtiger Grund hierfür dürfte neben der realen Aufwertung des russischen Rubels auch die bisher wenig stringente Außenhandelspolitik der russischen Regierung sein, die unter anderem zu mehrfachen Änderungen der Umtauschpflicht für Devisenerlöse führte (DIW et al. 1994c: 15). Insgesamt ist festzustellen, daß Rußland nur in geringem Maße auf den interrepublikanischen Handel angewiesen ist.

Weißrußland

Weißrußland ist in besonders starkem Maße außenhandelsorientiert. So wurden nach vorläufigen Schätzungen des Internationalen Währungsfonds 1993 Waren im Wert von 5 559 Mrd. Rubel exportiert und für 6 643 Mrd. Rubel eingeführt (jeweils weißrussische Rubel). Das entsprach bei den Ausfuhren einem Anteil am BIP von 50 vH (1992: 60 vH) und bei den Einfuhren von 60 vH (1992: 58 vH) nach internen IMF-Arbeitsunterlagen. Die Handelsbeziehungen Weißrußlands konzentrieren sich vorwiegend auf die ehemaligen Teilrepubliken der Sowjetunion, auf die in der ersten Hälfte 1994 mehr als 50 vH der weißrussischen Exporte und fast 70 vH der Importe entfielen (Tabelle 11). Die wichtigsten Handelspartner sind bisher Rußland, die Ukraine und die baltischen Staaten. Die Exportstruktur wird von Vorprodukten — insbesondere Maschinenbauerzeugnissen, der Metallverarbeitung und chemischen Produkten — dominiert. Da Weißrußland selbst kaum über Rohstoffe verfügt, ist es auf Bezüge aus dem Ausland angewiesen. So deckt Rußland den weißrussischen Bedarf an Erdgas, Zellulose und Aluminium zu 100 vH, bei Erdöl und synthetischem Kautschuk zu 95 vH, bei Schwermetallen zu 75 vH und bei Buntmetallen zu 50 vH (Hoff und Timmermann 1994: 726–727).

Im Jahr 1993 sind sowohl die weißrussischen Einfuhren als auch die Ausfuhren gegenüber dem Vorjahr weiter geschrumpft.⁷⁷ Ursächlich für den Importrückgang war die mit den Energiepreisverteuerungen einhergehende Verschlechterung der Terms of Trade. Ein noch größerer Einbruch konnte nur durch den Verkauf der weißrussischen Eigentumsrechte an Teilen der ehemals sowjetischen Erdgasleitung an Rußland vermieden werden (DIW et al. 1993d: 14). Bei den Exporten machte sich die verschlechterte internationale Wettbe-

⁷⁷ Die weißrussischen Exporte sanken 1993 um 29 vH (Importe: 8 vH) gegenüber dem Vorjahr. Dabei gingen die Ausfuhren in die anderen Nachfolgestaaten um 28 vH (Importe: 12 vH) zurück.

Tabelle 11 — Außenhandelsstruktur Weißrußlands nach Handelspartnern 1992–1994 (vH)

	Exporte			Importe		
	1992	1993	1994 1. Hj.	1992	1993	1994 1. Hj.
Nachfolgestaaten	61,3	62,1	55,4	71,0	67,6	68,3
davon:						
Rußland	57,1	69,2	78,9	66,9	76,9	89,4
Ukraine	22,7	15,8	13,4	20,4	11,9	6,5
Baltische Staaten ^a	5,2	4,0	nv	3,4	2,2	nv
Andere GUS-Länder	15,0	11,0	7,7	9,3	9,0	4,1
Drittländer	38,7	37,9	44,6	29,0	32,4	31,7
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

^aAb 1. Januar 1994 zählen die baltischen Staaten zu den Drittländern. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: Interne Arbeitsunterlagen des IMF und der weißrussischen Zentralbank, eigene Berechnungen.

werbsfähigkeit weißrussischer Unternehmen in einem Rückgang von nahezu einem Drittel des Vorjahresniveaus bemerkbar. Die Betriebe sahen sich mit dem Problem konfrontiert, daß die Kosten ihrer Energiebezüge erheblich gestiegen waren, während sie gleichzeitig auf ihren Hauptabsatzmärkten in scharfer Konkurrenz mit russischen Unternehmen standen, die nach wie vor Erdöl und Erdgas zu den billigeren russischen Inlandspreisen beziehen konnten. Hinzu kommt, daß die weißrussische Regierung zur Finanzierung der Importe zur zwangsweisen Abschöpfung von Devisenerlösen greift, so daß für die heimischen Unternehmen Exportgeschäfte relativ unprofitabel sind.

Damit erwiesen sich bisher die Handelsbeziehungen mit den anderen Nachfolgestaaten der Sowjetunion — insbesondere mit Rußland — als entscheidend für die wirtschaftliche Entwicklung Weißrußlands, während der Drittländerhandel aufgrund der Wettbewerbsschwäche der weißrussischen Industrie auf den Weltmärkten von relativ geringer Bedeutung ist.

Ukraine

Statistische Aussagen über die Außenhandelsbeziehungen der Ukraine sind als Folge der großen Bedeutung des nicht registrierten Tauschhandels sowie generell des unzureichend ausgebauten statistischen Erfassungssystems in noch höhe-

rem Maße mit Unsicherheiten behaftet als Aussagen über die anderen hier untersuchten Länder. Trotzdem sind einige Grundtatbestände bemerkenswert.⁷⁸

Die ukrainische Wirtschaft war selbst nach sowjetischen Maßstäben kaum in die Weltwirtschaft integriert (Tabelle 12). Der relativ geringe Außenhandelsanteil der Drittländer konzentrierte sich zudem auf die RGW-Staaten. Gleichzeitig war das Land wirtschaftlich hochgradig mit den anderen ehemaligen Sowjetrepubliken verflochten. In Übereinstimmung mit ihrer Wirtschaftsstruktur erzielte die Ukraine bei schwerindustriellen Waren und Agrarprodukten relativ hohe Überschüsse, denen Defizite bei Produkten der Leichtindustrie und bei der Energie gegenüberstanden (Clement 1994: 204).

Nach dem Zerfall der Sowjetunion war der ukrainische Außenhandel drastisch zurückgegangen. So lag der Wert der im Jahre 1993 im- und exportierten Güter — umgerechnet in Dollar — um geschätzte 70 vH unter dem Ausführerergebnis von 1991 (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Besonders betroffen von dem tiefen Einbruch war der interrepublikanische Handel, dessen Anteil an den ukrainischen Exporten von 85 vH (Importe: 81 vH) auf 58 vH (Importe: 72 vH) schrumpfte. Dabei entfiel 1993 im Warenverkehr mit den anderen Nachfolgestaaten über die Hälfte auf den Import von Öl und Erdgas; 1991 war dies rund ein Siebtel gewesen.

Tabelle 12 — Außenhandelsstruktur der Ukraine nach Handelspartnern 1991–1993 (vH)

	Exporte ^a			Importe ^a		
	1991	1992	1993	1991	1992	1993
Nachfolgestaaten	85,4	46,9	57,7	81,3	53,8	71,7
davon:						
Öl und Gas	nv	nv	nv	11,3	21,9	37,4
Andere Güter	nv	nv	nv	70,0	31,9	34,3
Andere Länder	14,6	53,1	42,3	18,7	46,2	28,3
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

^aSchätzungen. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: IMF (interne Arbeitsunterlagen), eigene Berechnungen.

⁷⁸ Die folgenden Aussagen stützen sich im wesentlichen auf Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IMF 1992c und interne Arbeitsunterlagen) und auf Angaben des Osteuropa-Instituts München (Clement et al. 1993a).

Im Jahr 1993 entfielen nur 29 vH der Exporte auf Konsumgüter, davon allein 21 vH auf die Ausfuhr von Nahrungsmitteln und nur 8 vH auf andere Endverbrauchswaren (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Der ukrainische Export wurde 1992 — abgesehen von Rüstungsgütern — vor allem von Metallen, Maschinen, Nahrungs- und Genußmitteln sowie Rohölerzeugnissen dominiert. Die wichtigsten Importgüter sind Rohöl, Düngemittel und Pestizide (IMF 1992c: 3). Diese Außenhandelsstruktur bedingt eine hohe Abhängigkeit von Energieimporten, die fast ausschließlich durch russische Lieferungen gedeckt werden. So beträgt die Abhängigkeit der Ukraine von russischen Erdöllieferungen nahezu 100 vH, bei Erdgas ist sie etwas geringer (Statistisches Bundesamt 1994b: 84).

Aufgrund der engen wirtschaftlichen Verflechtung mit den anderen Mitgliedern der GUS wird dem Handel mit diesen Ländern trotz einer bereits erkennbaren Verschiebung zugunsten des Drittländerraumes auf absehbare Zeit eine entscheidende Bedeutung zukommen.

Estland

Estlands Volkswirtschaft ist in hohem Maße außenhandelsorientiert. So entsprach der Wert der Exporte in den ersten neun Monaten des Jahres 1993 einem Anteil am Bruttoinlandsprodukt von 67 vH (1991: 32 vH) und der Importe von 63 vH (1991: 27 vH). Dabei hat die Bedeutung des Handels mit Dienstleistungen besonders stark zugenommen (Ministry of Economic Affairs 1994: 15).⁷⁹ Die Entwicklung des Außenhandels hat in den letzten drei Jahren zu einer drastischen Verschiebung der Handelsströme zu Lasten des GUS-Handels geführt. Noch 1991 wurden 95 vH der Exporte (Importe: 85 vH) in das Gebiet der ehemaligen Sowjetunion geliefert. Der mit Abstand wichtigste Handelspartner war Rußland, es folgten die Ukraine, Litauen und Weißrußland (Tabelle 13).

In den ersten drei Quartalen des Jahres 1993 entfielen dagegen bereits 56 vH der estnischen Exporte und etwa 65 vH der Importe auf den Warenverkehr mit westlichen Marktwirtschaften. Im Prozeß der Umorientierung des Außenhandels spielen die EFTA-Länder — insbesondere Finnland — die wichtigste Rolle,⁸⁰ da die Schranken beim Eintritt in diese Märkte nach Abschluß von Freihandelsabkommen mit den drei skandinavischen Ländern (Juli 1992) und einem Handelsabkommen mit der Schweiz (April 1993) wesentlich niedriger sind als beim Eintritt in den EU-Binnenmarkt (Schrader 1994: 28). Gleichzeitig

⁷⁹ In den ersten neun Monaten des Jahres 1993 entfielen 29 der Exporte (Importe: 18 vH) auf den Dienstleistungsbereich. 1991 hatte ihr Anteil noch bei 14 vH (Importe: 11 vH) gelegen.

⁸⁰ Allein Finnland hatte in den ersten neun Monaten des Jahres 1993 einen Anteil von knapp 25 vH am estnischen Außenhandel. Auf Schweden entfielen weitere 9 vH (Ministry of Economic Affairs 1994: 45).

Tabelle 13 — Außenhandelsstruktur Estlands nach Handelspartnern 1991–1993 (vH)

	Exporte		Importe	
	1991	1993 ^a	1991	1993 ^a
Nachfolgestaaten	94,8	37,6	84,8	30,2
davon:				
Rußland	56,5	19,8	45,9	18,8
Ukraine	12,9	3,7	7,9	1,8
Litauen	3,8	2,8	6,3	3,8
Weißrußland	4,1	0,9	4,9	1,9
Übrige Länder	17,5	10,4	19,8	3,9
RGW-Staaten	0,4	2,8	1,8	1,4
Westliche Länder	3,8	56,1	9,9	65,5
davon:				
EU-Länder	0,7 ^b	19,9	3,0	22,7
EFTA-Länder	2,9	33,4	3,0	35,9
Übrige Länder	0,2	2,8	3,9	6,9
Andere Länder	1,0 ^b	3,5	3,5	2,9
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0

^aJanuar–September 1993. — ^bEinschließlich nicht spezifizierter EU-Länder.

Quelle: Schrader (1994: 29).

lag der Exportanteil nach Rußland mit 20 vH (Importanteil: 19 vH) erheblich unter dem Wert der Vorjahre. Dabei hat sich die relative Bedeutung der Energieimporte infolge der veränderten Terms of Trade deutlich erhöht. Auch die Bedeutung der Ukraine und Weißrußlands als Handelspartner hat erheblich abgenommen. Zurückzuführen ist dies vor allem auf die schlechte wirtschaftliche Entwicklung in den ehemaligen Sowjetrepubliken und auf die Probleme, die aus dem Mangel an konvertierbarer Währung für diese Länder resultieren. Weitere Schwierigkeiten erwuchsen aus der begrenzten Leistungsfähigkeit des Transportwesens. Was die Direktinvestitionen anbelangt, so ist ein zunehmender Zustrom von ausländischem Kapital und auch die Gründung von Joint-ventures mit westlichen Unternehmen zu verzeichnen. Mitte 1993 wurde der größte Teil der industriellen Investitionen mit ausländischem Kapital getätigt. Wichtigste Kapitalgeber sind bisher Schweden, Finnland, die Russische Föderation und die Vereinigten Staaten.⁸¹

⁸¹ Die schwedischen Investitionen im industriellen Sektor konzentrierten sich zumindest bis Mitte 1993 auf die Branchen Maschinenbau und Elektroelektronik, während die finnischen Unternehmen schwerpunktmäßig in der Baustoffindustrie inve-

Mittel- bis langfristig dürfte die Bedeutung des Warenaustausches mit dem GUS-Gebiet aufgrund der Entwicklung der Direktinvestitionen weiter an Bedeutung verlieren. Anders als in Weißrußland und der Ukraine spielt somit in Estland der Handel mit den übrigen Nachfolgestaaten eine geringe und abnehmende Rolle.

d. Probleme im interrepublikanischen Zahlungsverkehr

Die Realisierung eines Handelspotentials aufgrund einer Transaktionskostensparnis hängt von der effizienten Gestaltung des Zahlungsverkehrs ab. Nach dem Zerfall der Sowjetunion wurde der Zahlungsverkehr zwischen den Nachfolgestaaten auf Betreiben Rußlands grundlegend neu gestaltet. Aus der ehemaligen sowjetischen Zentralbank und ihren Zweigstellen in den Republiken entstanden die neuen Notenbanken der nunmehr unabhängigen Nachfolgestaaten. Die russische Zentralbank behielt die Kontrolle über die Emission der Rubelbanknoten. Sie eröffnete Konten für die Notenbanken der Republiken, versorgte diese mit Bargeld und diente als Zentralstelle zur Abwicklung des interrepublikanischen Zahlungsverkehrs. Um die über den Zahlungsverkehr mögliche Geldschöpfung zu unterbinden (Abschnitt C.I.1), wurden der Zahlungsverkehr von Rußland bilateral reorganisiert und strenge Kreditlimits eingeführt.

Bereits im Januar 1992 wurden zwischen der russischen Zentralbank und den Zentralbanken der Republiken bilaterale Korrespondenzkonten eingerichtet und Zahlungen im Handel mit Rußland mußten über diese Korrespondenzkonten bei der russischen Zentralbank geleitet werden. Damit hatte sich die Funktionsfähigkeit des interrepublikanischen Zahlungsverkehrs verschlechtert. Denn die Zwischenschaltung der russischen Zentralbank hat zu erheblichen Verzögerungen in der Zahlungsabwicklung geführt. So wird berichtet, daß die Abwicklung von Überweisungsaufträgen zwischen den Republiken teilweise Monate in Anspruch nahm (Clement et al. 1993a: 47). Daher wurden diese Beschränkungen im Juli 1993 aufgehoben. Trotz eines zunehmenden Anteils der Geschäftsbanken an der Abwicklung des Zahlungsverkehrs fließen jedoch noch immer Zahlungen über die Korrespondenzkonten bei den Zentralbanken (IMF 1994).

Dies könnte zum einen bedeuten, daß der ineffiziente Zahlungsverkehr mit zum Zusammenbruch des Handels zwischen den Nachfolgestaaten beigetragen hat. Wäre dies der Fall, so könnte die Bewertung der Vorteile einer Währungsunion anhand des Offenheitskriteriums verzerrt sein. Allerdings behindert eine ineffiziente Zahlungsabwicklung auch den Drittländerhandel. Deutliches Symp-

stiert haben. Joint-ventures und Gründungen ausländischer Unternehmen in Estland sind auch in konsumnahen Bereichen wie dem Gaststättengewerbe sowie in der Holzverarbeitung zu beobachten (Statistisches Bundesamt 1994a: 80–81).

tom hierfür ist etwa der Versuch deutscher Unternehmen, durch die neu gegründete Clearing- und Countertrade GmbH Schwierigkeiten in der Zahlungsabwicklung im GUS-Handel zu umgehen (FAZ vom 8. September 1994).

Zum anderen würden in einer Währungsunion alle Transaktionen in Rubel abgewickelt, so daß Konvertibilitätsbeschränkungen der Währungen der Nachfolgestaaten abgebaut würden, die nach Auflösung der Rubelzone der Hauptgrund für die Beibehaltung des bilateral organisierten Zahlungssystems waren. Dazu ist eine Währungsunion jedoch nicht notwendig; genügen würde die Herstellung der Konvertibilität der nationalen Währungen. Schließlich bleibt auch hier unklar, ob — unter der Annahme eines weitgehend konvertiblen Rubels — die Handelseffekte aus einer verbesserten Abwicklung des Zahlungsverkehrs in konvertibler Währung im Drittländerhandel oder im internen Handel größer wären.

Insgesamt läßt sich festhalten, daß ein verbesserter Zahlungsverkehr den Außenhandel der Nachfolgestaaten anregen würde. Ein Argument für die Schaffung einer Währungsunion stellt er allerdings nicht dar.

e. Bewertung

Für alle vier Nachfolgestaaten ergeben sich aus der Betrachtung der Arbeitskräftemobilität und des Zahlungsverkehrs zumindest keine eindeutigen Belege für die Vorteile einer Währungsunion. Die Bewertung der Indikatoren Diversifizierung bzw. Spezialisierung und Offenheit ergibt für Weißrußland und die Ukraine ein anderes Bild als für Rußland und Estland.

So spricht die vor allem in Weißrußland, aber auch in der Ukraine immer noch große Bedeutung des interrepublikanischen Handels für eine Währungsunion mit den anderen Nachfolgestaaten. Diese Länder könnten durch den Abbau der Devisenreservehaltung und den Wegfall des Wechselkursrisikos signifikante Transaktionskostensparnisse realisieren. Voraussetzung wäre allerdings, daß die Vereinbarungen über eine Währungsunion den wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum nicht noch zusätzlich beschränken (Abschnitt D.III).

Gegen eine Währungsunion insbesondere mit Rußland spricht allerdings die relativ geringe Diversifikation und das Spezialisierungsmuster der Wirtschaft Weißrußlands und der Ukraine. Die Dominanz energieintensiver Produktionen bei weitgehender Importabhängigkeit von russischen Energieträgern läßt erwarten, daß sich externe Schocks und insbesondere Energiepreisschwankungen asymmetrisch auf Weißrußland und die Ukraine auf der einen und auf Rußland auf der anderen Seite auswirken. Dadurch würde ein erheblicher Anpassungsbedarf für den realen Wechselkurs entstehen, der bei der Notwendigkeit einer realen Abwertung und dem Fehlen des Wechselkursinstruments zu erheblichen internen und externen Ungleichgewichten führen könnte.

Dagegen wäre einzuwenden, daß eine nominale Abwertung bei geringer Preiselastizität der Energieimporte in erster Linie die Importpreise und damit die Inflation erhöht und somit wenig zu einer realen Abwertung beiträgt. Dies dürfte solange der Fall sein, wie sich weißrussische und ukrainische Unternehmen weichen Budgetrestriktionen gegenübersehen, so daß der Zwang zu durchgreifenden Anpassungsmaßnahmen an veränderte Weltmarktbedingungen fehlt. Bei einer solchen Konstellation wäre zu untersuchen, ob alternative Strategien zur realen Abwertung, wie eine monetäre Kontraktion, besser geeignet wären, die notwendigen Anpassungen zu bewirken. Dies ist jedoch unwahrscheinlich.

Zeigen die Indikatoren für Weißrußland und die Ukraine zumindest teilweise Anhaltspunkte für die Vorteile einer gemeinsamen Währung der Nachfolgestaaten, so ergeben sich für Rußland und Estland keine Anzeichen für die Vorteile einer Währungsunion. Für Rußland sind die interrepublikanischen Handelsbeziehungen im Vergleich zu Weißrußland und der Ukraine nur von relativ geringer Bedeutung, die zudem in Zukunft weiter abnehmen dürfte. Dies gilt vor allem auf der Importseite, da Rußland über eine eigene Energieversorgung verfügt. Lediglich auf der Ausfuhrseite könnten sich Vorteile aus einer Reaktivierung der Nachfolgestaaten als Exportmärkte ergeben. Zu erwarten ist allerdings eher, daß Rußland aufgrund eines strukturellen Handelsüberschusses mit den anderen Nachfolgestaaten dauerhaft zum Nettokapitalexporteur in der Währungsunion würde.

Im Vergleich mit den anderen Ländern hat Estland bisher im relativ größten Umfang seine Abhängigkeit vom interrepublikanischen Handel verringert. Dieser Trend dürfte sich aufgrund der von Estland verfolgten Außenhandelspolitik (Abschnitt E.II.3.d) in Zukunft weiter fortsetzen. Außerdem läßt ein Vergleich der estnischen mit der russischen Wirtschaftsstruktur wie schon bei Weißrußland und der Ukraine vermuten, daß sich externe Schocks asymmetrisch auswirken und eine Anpassung des realen Wechselkurses erzwingen. Dies zeigt, daß die Entscheidung Estlands, die Rubelzone zu verlassen, richtig war und eine Währungsunion mit den Nachfolgestaaten höchstens den bisher erzielten Stabilisierungserfolg gefährden könnte. Bei der Diskussion der Vorteilhaftigkeit einer Währungsunion unter dem Aspekt der Stabilisierung kann deshalb auf eine Einbeziehung Estlands verzichtet werden.

Insgesamt bleibt festzuhalten, daß die hier betrachteten Nachfolgestaaten der Sowjetunion kaum einen optimalen Währungsraum darstellen. Für Weißrußland und die Ukraine dürften sich einige Vorteile, aber auch entscheidende Nachteile, für Rußland eher Nachteile ergeben, und Estland scheidet als potentieller Teilnehmer an einer Währungsunion völlig aus.

2. Währungsunion und monetäre Stabilisierung

Notwendige Voraussetzung für die Inflationsbekämpfung ist eine restriktive Geldpolitik. Die damit verbundenen realwirtschaftlichen Kosten der gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung sind um so geringer, je kleiner das Ausmaß der notwendigen monetären Kontraktion ist und je treffsicherer die geldpolitischen Maßnahmen wirken. Die Effizienz der Geldpolitik ist daher direkt abhängig von

- der Prognostizierbarkeit der Geldnachfrage;
- der Kontrolle der Notenbank über das Geldangebot;
- der Glaubwürdigkeit des stabilitätspolitischen Programms.

Gerade in Transformationsländern leiden die Notenbanken oft unter einem Mangel an geldpolitischer Steuerungskompetenz. Im sozialistischen Wirtschaftssystem spielte nämlich die Geldpolitik keine eigenständige Rolle. Vielmehr folgten die monetären Größen passiv den Vorgaben des zentralen Produktionsplans. Folglich existierten auch keine marktgerechten, indirekten Instrumente zur Steuerung des Geldangebots. Dieser Mangel an institutionellen und strukturellen Voraussetzungen könnte für die Nachfolgestaaten der Sowjetunion ein Argument zugunsten eines Anschlusses an ein anderes Währungsgebiet darstellen, falls auf diese Weise eine effiziente Geldpolitik importiert werden kann.

a. Probleme der monetären Steuerung

Entscheidend für eine effiziente Geldpolitik ist die Fähigkeit der Notenbank, die Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen ex ante möglichst genau bestimmen zu können. In entwickelten Marktwirtschaften sind Erfahrungen mit dem Einsatz geldpolitischer Instrumente vorhanden. Im Gegensatz dazu ist die Situation in Transformationsländern dadurch charakterisiert, daß keine empirischen Befunde zur hinreichend genauen Bestimmung der Geldnachfragefunktion zur Verfügung stehen. Ein weiteres Problem der geldpolitischen Steuerung ergibt sich daraus, daß Anpassungsprozesse im Transformationsprozeß selbst direkt das Geldnachfrageverhalten der Wirtschaftssubjekte beeinflussen. Beispielsweise haben Änderungen der Sparneigung der privaten Haushalte, die Verfügbarkeit neuer Anlagemöglichkeiten und die Freigabe der nominalen Zinsen, verbunden mit der Senkung der Inflationsrate, Auswirkungen auf die Stabilität geldpolitischer Strukturgrößen.

Verzichtet ein Land in einer solchen Situation auf eine eigene geldpolitische Steuerung und schließt sich statt dessen einem größeren Währungsraum mit

stabiler Geldnachfrage an, kann es Probleme, die sich aus der Verfolgung eines Geldmengenziels ergeben, vermeiden und damit die Effizienz der monetären Stabilisierung erhöhen. Voraussetzung für den Erfolg einer solchen Strategie ist, daß das betreffende Land hinreichend klein ist, um die Geldnachfragefunktion im nunmehr vergrößerten Währungsgebiet nicht zu beeinflussen.⁸² Daraus könnte ein Argument zugunsten einer währungspolitischen Integration mit einem anderen Wirtschaftsraum folgen (Bofinger et al. 1993: 19–20).

Die Schwierigkeiten bei der Umsetzung geldpolitischer Maßnahmen können anhand der Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und des Geldmultiplikators verdeutlicht werden. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes gibt an, wie oft im Durchschnitt der Geldbestand bei der Entstehung des Volkseinkommens umgeschlagen wird bzw. wie hoch die Kassenhaltung relativ zum Volkseinkommen ist. Bei einer Erhöhung der Inflationsrate ist zu erwarten, daß sich die Umlaufgeschwindigkeit erhöht, weil die Privaten versuchen, über eine verminderte Realkassenhaltung die erhöhte Inflationssteuer zu umgehen. Schwierigkeiten für die Geldpolitik ergeben sich dadurch, daß bei einer schwankenden Umlaufgeschwindigkeit auch der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen instabil wird. Bei einem gegebenen Inflationsziel kann es dann schwierig sein, die monetäre Expansion zu bestimmen, die diesem Ziel entspricht. Der Geldmultiplikator gibt an, um wieviel die Basisgeldmenge erhöht werden muß, um eine bestimmte Erhöhung der Geldmenge M_2 zu erreichen. Dieser Zusammenhang wird von der Bargeld- bzw. Reservehaltung der Haushalte und Banken bestimmt. Bei schwankendem Geldmultiplikator wird es für die Zentralbank zunehmend schwierig, die aufgrund eines Inflationszieles angestrebte Geldmengenexpansion auch tatsächlich durch Beeinflussung der Basisgeldmenge zu erreichen.

Tabelle 14 zeigt die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit und des Geldmultiplikators in Rußland, Weißrußland und der Ukraine. In Rußland und der Ukraine war zwischen Ende 1992 und Anfang 1994 eine kontinuierliche Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu beobachten. Zugleich sank bis Herbst 1993 der Geldmultiplikator in beiden Ländern. Diese Entwicklungen spiegeln den Versuch wider, die Inflationssteuer zu vermeiden. Seit Ende 1993 ist der Wert des russischen Geldmultiplikators in Folge der sinkenden monatlichen Inflationsrate und steigender Realzinsen stabil geblieben, während er in der Ukraine weiter abgenommen hat. Weißrußland verzeichnete im selben Zeitraum erhebliche Schwankungen sowohl der Umlaufgeschwindigkeit als auch des Geldmultiplikators.

⁸² Dies würde de facto bedeuten, daß das größere Land seine Geldnachfragefunktion exportiert.

Tabelle 14 — Indikatoren der Geldnachfrage in Rußland, Weißrußland und der Ukraine 1992–1994

	Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M2			Geldmultiplikator		
	Rußland	Weißrußland	Ukraine	Rußland	Weißrußland	Ukraine
1992: Dezember	6,0	5,9	4,6	2,6	2,5	3,7
1993: März	8,4	2,8	6,0	2,5	3,2	3,0
Juni	7,2	2,8	8,6	2,2	2,4	2,9
September	10,4	4,3	9,6	2,0	3,2	1,5
Dezember	10,6	9,3	11,4	2,0	3,7	1,4
1994: März	11,6	3,9	11,9	2,0	2,9	1,2
April	10,4	nv	nv	nv	nv	nv
Mai	9,1	nv	nv	nv	nv	nv

nv = nicht verfügbar.

Quelle: IMF (interne Arbeitsunterlagen).

Damit dürften die für eine effiziente geldpolitische Steuerung skizzierten Schwierigkeiten für diese Länder zutreffen. Offensichtlich folgt hieraus jedoch unter den vorliegenden Umständen kein Argument für eine währungspolitische Integration im Rahmen einer Rubelzone, da bei der gegebenen Konstellation keines der Länder in der Lage ist, eine stabile Geldnachfrage zu exportieren.

Die Kontrolle des Geldangebots durch die Zentralbank setzt zudem voraus, daß funktionsfähige Finanzmärkte zur Transmission der monetären Impulse in den realwirtschaftlichen Bereich vorhanden sind (Abschnitt E.I). Die geldpolitische Steuerung eines Landes wird jedoch wesentlich erschwert, falls erhebliche Verzerrungen der Finanzmärkte existieren. Denn unter dieser Bedingung ist eine effiziente Kreditallokation nicht gewährleistet. Sind z.B. die Banken nur schwach kapitalisiert und entfällt ein Großteil der Forderungen auf wenige große Unternehmen, dann sind diese Banken kaum in der Lage, gegenüber ihren wichtigen Schuldnern die Kreditgewährung zu rationieren. Denn bei einem Konkurs der Schuldner wäre auch ihre eigene Solvenz bedroht. Trifft diese Situation auf einen Großteil des Bankensystems zu, dann würde eine Zentralbank, die versucht, eine restriktive Geldpolitik durchzusetzen, den Zusammenbruch des gesamten Finanzsystems riskieren. Die Kontrolle der Notenbank über das Geldangebot wird auch dann erheblich eingeschränkt, wenn die Unternehmen angesichts weicher Budgetbeschränkungen auf Kreditrestriktionen mit einer Erhöhung der zwischenbetrieblichen Verschuldung reagieren. Mit zunehmender Höhe der gegenseitigen Kreditierung der Unternehmen steigt die Wahrscheinlichkeit, daß die Zentralbank Unternehmensschulden monetisiert (Bofinger 1994). Unter diesen Bedingungen kann die währungspolitische Integration für

ein Land dann eine sinnvolle Strategie sein, wenn durch Import einer fremden Finanz- und Konkursverfassung die Verzerrungen auf den Finanzmärkten beseitigt werden können.

Die dargestellte Situation ist in den untersuchten Staaten gegeben. In allen drei Ländern wurde ein Großteil der Banken von Unternehmen gegründet, die sich davon einen besseren Zugang zu Refinanzierungsmöglichkeiten der Zentralbank versprachen. Somit sind die Anteilseigner vielfach auch zugleich größte Schuldner ihrer Banken. Die Höhe der notleidenden Kredite in Rußland und Weißrußland zeigt die mangelhafte Prüfung der Kreditwürdigkeit der Unternehmen und ist ein Indiz für die weichen Budgetbeschränkungen der Banken und Unternehmen.⁸³ Die enge wirtschaftliche Verflechtung zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern führt für den Finanzsektor insgesamt zu einem erhöhten Risiko, da das Eigenkapital der Banken nicht mehr die Rolle des Risikopolsters übernehmen kann. Hinzu kommt, daß die Unternehmen, die Anteilseigner von Banken sind, sich zum großen Teil selbst in Staatsbesitz befinden und darauf vertrauen können, bei wirtschaftlichen Schwierigkeiten auf die Zentralbank als Lender of last resort zurückgreifen zu können.

Dieser Befund liefert jedoch erneut kein Argument für einen währungspolitischen Zusammenschluß im Rahmen einer Rubelzone. Denn die Finanzsysteme der potentiellen Mitglieder befinden sich alle in gleichermaßen schlechtem Zustand. Entscheidend für die Beseitigung der beschriebenen Finanzmarktverzerrungen ist die Härtung der bisher weichen Budgetbeschränkungen. Dies erfordert ein marktwirtschaftliches Unternehmensrecht, das auch die Möglichkeit des Konkurses einschließt. Da in einer Währungsunion die Preisniveaustabilität aus Sicht der Teilnehmer ein öffentliches Gut darstellt, dürften die notwendigen Voraussetzungen auf nationaler Ebene leichter herzustellen sein als auf dem Wege der multilateralen Konsensfindung.

b. Glaubwürdigkeit der Stabilisierungspolitik

Die realwirtschaftlichen Kosten stabilitätspolitischer Maßnahmen werden wesentlich von der Glaubwürdigkeit der angekündigten geldpolitischen Reformen beeinflusst (Barro und Gordon 1983). Je geringer die Abweichung zwischen der von der Zentralbank angestrebten und der von den Wirtschaftssubjekten erwarteten Inflationsrate, desto weniger reagieren die Wirtschaftssubjekte auf die ergriffenen Maßnahmen und desto stärker müssen diese dosiert werden. Ein Beispiel mag dies verdeutlichen. Angenommen, die Zentralbank eines Landes mit einer hohen Inflationsrate in der Ausgangslage kündigt eine Politik der Preisni-

⁸³ Für die Ukraine sind derzeit keine Angaben über notleidende Kredite verfügbar. Vgl. im übrigen Tabelle 2.

veaustabilisierung an. Gleichzeitig ist den Wirtschaftssubjekten bekannt, daß die Regierung der Aufrechterhaltung des gegenwärtigen Beschäftigungsgrades eine hohe Priorität beimißt und in der Vergangenheit dieses Ziel durch die Vergabe zentralisierter Kredite auf Weisung der Regierung verfolgt wurde. Dann ist der angekündigte stabilitätspolitische Kurs in hohem Maße unglaubwürdig, falls weiche Budgetbeschränkungen der Unternehmen bestehen und die Regierung die Kreditpolitik der Zentralbank beeinflussen kann. Unter diesen Bedingungen ist die Zentralbank gezwungen, entweder eine restriktivere Geldpolitik zu verfolgen, als dies bei einem höheren Grad an Glaubwürdigkeit der Fall wäre, oder aber sogar die Verfolgung des stabilitätspolitischen Ziels ganz aufzugeben. Wie aus dem Beispiel ersichtlich ist, wird die Wirksamkeit der Geldpolitik wesentlich von den Erwartungen der Wirtschaftssubjekte über die künftige Inflationsentwicklung beeinflußt. Daraus kann ein Argument für eine Währungsunion erwachsen, wenn es einem Land auf diesem Wege möglich ist, das Vertrauen in eine angekündigte Stabilisierungspolitik durch Import geldpolitischer Kompetenz zu erhöhen.⁸⁴ Dies hängt von dem Grad der nationalen Inflationsneigung ab.

Unter der Annahme, daß die Wirtschaftssubjekte ihre Einschätzungen über den zukünftigen stabilisierungspolitischen Kurs auch aus Beobachtungen der Vergangenheit ableiten, kann die beobachtete Preisniveaumentwicklung als Basis für die Einschätzung der Inflationsneigung eines Landes und damit für die Glaubwürdigkeit eines Stabilisierungsprogramms dienen. Wie aus Tabelle 15 zu ersehen ist, haben sich die Inflationsraten in den untersuchten Ländern in den letzten Jahren unterschiedlich entwickelt.

Tabelle 15 — Jährliche Änderung der Verbraucherpreise in Rußland, Weißrußland und der Ukraine 1990–1994^a

	Rußland	Weißrußland	Ukraine
1990	6	5	4
1991	171	147	91
1992	2 059	1 558	1 210
1993	815	1 994	4 735
1994 (1. Hj.)	413	2 191	2 185

^aIn vH gegenüber demselben Zeitraum der Vorjahresperiode.

Quelle: Tabelle A1.

⁸⁴ Zu Determinanten der Glaubwürdigkeit vgl. Abschnitt D.I.2.b.

In Rußland stand die Geldpolitik bisher im Spannungsfeld zwischen den Zielen der gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung einerseits und einer monetären Abfederung der realwirtschaftlichen Folgen des Transformationsprozesses andererseits. Die Zentralbank selbst hat in der Vergangenheit de facto das Ziel der Inflationsbekämpfung als nachrangig zu der Finanzierung bestimmter Sektoren und Bevölkerungsgruppen betrachtet (Abschnitt C.I). Diese Entwicklung legt die Vermutung nahe, daß die Reputation der russischen Regierung in bezug auf stabilitätspolitische Maßnahmen bisher gering ist. Sowohl in Weißrußland als auch in der Ukraine hatte sich bisher die Geldpolitik eindeutig den wirtschaftspolitischen Zielen der Regierungen unterzuordnen (Abschnitte C.II und C.III). Es ist zweifelhaft, ob die geldpolitischen Entscheidungsträger vor dem Hintergrund der hohen Budgetdefizite und der wachsenden wirtschaftlichen Schwierigkeiten in Zukunft genug eigene Kraft aufbringen werden, die notwendigen staatlichen Ausgabenkürzungen durchzusetzen und auf die Inflationssteuer zu verzichten. Für hohe Glaubwürdigkeitsdefizite nationaler Stabilisierungsprogramme sprechen auch die anhaltende Praxis der Subventionierung von Konsumgütern und die bisher schleppende Privatisierung in diesen Ländern.

Die bisherige Geld- und Fiskalpolitik läßt unter den gegebenen institutionellen Rahmenbedingungen auf hohe Glaubwürdigkeitsdefizite einer dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichteten Geldpolitik in einer gemeinsamen Rubelzone schließen. Selbst wenn die russische Zentralbank in Zukunft eine streng dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtete Geldpolitik verfolgen sollte, bestände im gemeinsamen Währungsraum die Gefahr, daß eine restriktive Geldpolitik Rußlands durch Maßnahmen der anderen Partnerländer konterkariert würde. Notwendige Vorbedingung für einen einheitlichen Währungsraum wäre daher, daß die geldpolitische Kompetenz in der Rubelzone ausschließlich in den Händen der russischen oder einer supranationalen Zentralbank liegt, die allein auf das Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet ist.

Die Glaubwürdigkeit einer der Inflationsbekämpfung verpflichteten Zentralbank steigt — bzw. die realwirtschaftlichen Kosten der Stabilisierungspolitik sinken —, je höher für die geldpolitischen Entscheidungsträger die Kosten des Abweichens vom Inflationsziel sind (Barro und Gordon 1983). Diese Kosten hängen wesentlich von der gegebenen Zeitpräferenzrate der geldpolitischen Instanz ab. Denn während unter bestimmten Bedingungen die Beschäftigung durch eine inflationäre Geldpolitik vorübergehend erhöht werden kann,⁸⁵ muß die Regierung bzw. die Zentralbank damit rechnen, daß sich die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte nach einer Überraschungsinflation für die

⁸⁵ Voraussetzung für den Erfolg einer solchen geldpolitischen Strategie ist, daß die Wirtschaftssubjekte die Geldmengenausweitung nicht voraussehen.

Zukunft erhöhen. Der Vorteil einer kurzfristigen Beschäftigungsstimulierung wird damit durch den künftigen Nachteil höherer Inflationserwartungen und durch mittelfristig höhere Kosten der monetären Steuerung erkaufte. Die Entscheidung der geldpolitischen Entscheidungsträger über den Einsatz einer solchen Politik wird davon abhängen, wie stark die gesamtwirtschaftlichen Verluste, die erst in der Zukunft anfallen, abdiskontiert werden. Da die Zeitpräferenz einer Regierung in einem Land, in dem eine hohe Unsicherheit über die künftigen Machtverhältnisse herrscht, als relativ gering zu veranschlagen ist, ist die Ankündigung einer Politik der Preisniveaustabilität bei nichtautonomer Notenbank unglaubwürdig. Zur Stabilisierung der Inflationserwartungen ist die Geldpolitik daher zweckmäßigerweise institutionell so zu binden, daß ein Abweichen vom Ziel der Geldwertstabilität nicht möglich ist.

Inwieweit die russische Notenbank tatsächlich unabhängig ist, läßt sich gegenwärtig nicht eindeutig einschätzen (Abschnitt C.I). Zumindest bis 1993 war die Zentralbank dem Parlament unterstellt und diesem auch rechenschaftspflichtig. Daher konnte das Parlament erheblichen Einfluß auf die Kreditpolitik nehmen. Die im Dezember 1993 verabschiedete Verfassung hingegen etabliert die Unabhängigkeit der Zentralbank von anderen staatlichen Organen und setzt die Sicherung der Geldwertstabilität als oberstes Ziel fest. Jedoch wird die Zentralbankautonomie dadurch aufgeweicht, daß die Bank auch die allgemeinen wirtschaftspolitischen Ziele der Regierung unterstützen soll. Das im Januar 1995 verabschiedete neue Zentralbankgesetz unterstellt die Notenbank der Kontrolle der Regierung und sieht die Verpflichtung auf das Ziel der Preisniveaustabilität vor. Da jedoch derzeit nicht verlässlich abzusehen ist, in welcher Form das Gesetz tatsächlich umgesetzt wird, besteht weiterhin eine große Unsicherheit über den künftigen geldpolitischen Kurs.

In Weißrußland und der Ukraine sind die Notenbanken abhängig vom Parlament und im Fall Weißrußlands auch von der Regierung (Abschnitte C.II und C.III). Da die bisherige Wirtschaftspolitik eine eindeutige Präferenz für die monetäre Abstützung des wirtschaftlichen Anpassungsprozesses erkennen ließ und — zumindest in der Ukraine — erhebliche Budgetdefizite vorherrschen, ist nicht zu erwarten, daß die Ankündigung einer strafferen Geldpolitik glaubwürdig sein würde.

Vor diesem Hintergrund ist für die untersuchten Länder nicht damit zu rechnen, daß nach einem währungspolitischen Zusammenschluß der Nachbarstaaten die Glaubwürdigkeit einer dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichteten Geldpolitik gegeben wäre. Voraussetzung wäre nämlich die Unabhängigkeit der Notenbank vom politischen Entscheidungsprozeß im gemeinsamen Währungsraum. Angesichts der bisher unterschiedlichen Transformationsstrategien spricht nichts dafür, daß sich diese Voraussetzung in einer Währungsunion leichter herstellen ließe als auf nationaler Ebene.

c. *Bewertung*

Die Ergebnisse der bisherigen Diskussion zeigen, daß die Wiederherstellung der Rubelzone unter stabilitätspolitischen Gesichtspunkten für die untersuchten Nachfolgestaaten keine Alternative zu eigenen Währungen war und dies auch in Zukunft nicht sein kann. Zwar bestehen in Rußland, Weißrußland und der Ukraine erhebliche geldpolitische Steuerungsprobleme, jedoch bietet eine Währungsunion keinen Ausweg aus dieser Situation, da keiner der potentiellen Partner in der Lage ist, geldpolitische Kompetenz zu exportieren. Statt dessen wäre in einem gemeinsamen Währungsgebiet unter den gegenwärtigen institutionellen Rahmenbedingungen zu erwarten, daß sich heute schon vorhandene inflationäre Tendenzen erneut verstärken würden. Denn solange nicht garantiert werden kann, daß sich die anderen Partner ebenfalls einer strafferen Geldmengensteuerung unterwerfen, besteht für kein Land ein Anreiz, selber eine antiinflationäre Geldpolitik zu verfolgen. erinnert sei daran, daß gerade dieser Umstand 1991/92 zum Auseinanderbrechen der Rubelzone geführt hatte. Angesichts der unterschiedlichen Transformationsstrategien dürfte es einzelnen Ländern leichter fallen, die notwendigen institutionellen Voraussetzungen zur Schaffung geldpolitischer Kompetenz — insbesondere die Unabhängigkeit der Notenbank vom politischen Entscheidungsprozeß — im eigenen Wirtschaftsgebiet herzustellen, als in multilateralen Verhandlungen mit potentiellen Partnerstaaten innerhalb einer Rubelzone durchzusetzen.

III. Politische Ökonomie einer Währungsunion am Beispiel Rußlands und Weißrußlands

1. Ausgangslage

Am 12. April 1994 unterzeichneten Vertreter Rußlands und Weißrußlands einen Vertrag über die Vereinigung der Geldsysteme der Russischen Föderation und der Republik Weißrußland.⁸⁶ Vorausgegangen waren am 24. September und am 7. November 1993 erste Vereinbarungen über die Ausgestaltung einer künftigen Währungsunion. Beide waren vom weißrussischen Parlament mit

⁸⁶ Vgl. Dogovor ob ob-edinenii denez noj systemy Respubliki Belarus's denez noj sistemoj Rossijskoj federacii i uslovijach funkcionirovanija obscej denez noj systemy (*Belorusskaja Delovaja Gazeta* 1994). Für einen Überblick über die wichtigsten Bestimmungen des Vertrags vgl. Übersicht 1.

überwältigender Mehrheit bestätigt worden. Obwohl die Details der künftigen Ausgestaltung der Währungsunion in den ersten Vereinbarungen von 1993 noch nicht umfassend ausgearbeitet worden waren, war von Anfang an die Errichtung einer Freihandelszone zwischen Rußland und Weißrußland vorgesehen.⁸⁷ Zudem wurde beschlossen, den weißrussischen Rubel zunächst gegen den russischen Rubel frei floaten zu lassen. Auf diese Weise sollte die richtige Parität zwischen den Währungen festgestellt werden. Gleichzeitig wurde die Absicht bekundet, die Inflationsraten der Länder einander anzugleichen (Markus 1994a: 30). Trotz dieser Vereinbarungen unternahm Weißrußland zunächst kaum Anstrengungen, die Inflation zu senken. Die Konsumgüter wurden weiterhin subventioniert, die Privatisierung machte kaum Fortschritte, und auch die Praxis der staatlichen Kreditgewährung an den Unternehmenssektor wurde fortgesetzt. Daraufhin verlangte Rußland im Februar 1994, daß der russischen Zentralbank die Kontrolle über die weißrussische Geldpolitik übertragen werden sollte und daß Weißrußland seinen Staatshaushalt und sein Steuersystem an das russische anzugleichen habe. Weißrußland verlangte von Rußland seinerseits erstens, den Energielieferungen die niedrigeren russischen Inlandspreise zugrunde zu legen, und zweitens, den weißrussischen Rubel zum Kurs 1:1 gegen den russischen Rubel umzutauschen (Markus 1994a: 31 ff.).⁸⁸ Zu dieser Zeit lag der Marktkurs bei ungefähr 1:10.

Der am 12. April 1994 unterzeichnete Vertrag sah schließlich vor, die geplante Währungsunion in zwei Stufen einzuführen. Die erste Phase sollte am 1. Mai 1994 in Kraft treten und die Handelsschranken zwischen beiden Ländern beseitigen. Mit Beginn der zweiten Stufe, deren Umsetzung terminlich nicht genau fixiert worden war, sollte der russischen Zentralbank die alleinige Verantwortung für die gemeinsame Geldpolitik übertragen werden. Obwohl Weißrußland bisher nicht der Rubelzone beigetreten ist, und dies nach dem gegenwärtigen Stand in der nächsten Zeit auch nicht wahrscheinlich ist, ist es im Rahmen der Fragestellung dieser Studie sinnvoll, die Ausgestaltung des Vertrages zu untersuchen. Denn das Abkommen wirft ein Schlaglicht auf die institutionellen Rahmenbedingungen, unter denen eine währungspolitische Integration im Rahmen der Rubelzone stehen dürfte. Gleichzeitig werden damit auch die Absichten und Ziele, die die Vertragspartner mit einer währungspolitischen Integration verfolgen, deutlich.

⁸⁷ Ursprünglich sollten die Vereinbarungen in Hinblick auf eine spätere Währungsunion möglichst vieler Mitglieder der GUS getroffen werden. Daher war eine Freihandelszone geplant, die sich über das gesamte Gebiet der GUS erstrecken sollte (Markus 1994a: 30).

⁸⁸ Rußland hatte einen Umtauschkurs von 1:4 vorgeschlagen.

2. Ziele der Partnerländer

Für die weißrussische Volkswirtschaft stellen der Mangel an Devisen und die zunehmenden Schwierigkeiten bei der Deckung des Energiebedarfs die größten Probleme für die Wirtschaftsentwicklung dar. Der Niedergang der heimischen Produktion steht in engem Zusammenhang mit dem Rückgang des Handels mit den anderen Nachfolgestaaten der Sowjetunion. Überaus deutlich wurde diese Abhängigkeit, als Rußland im August 1993 seine Gaslieferungen angesichts eines weißrussischen Schuldenstands im Gashandel von ungefähr 100 Mrd. Rubel vorübergehend einstellte. Der Lieferstopp führte in Weißrußland zu einer schweren Produktionskrise. Erst nachdem Weißrußland ein Viertel seiner Schulden beglichen hatte, wurden die Lieferungen wieder aufgenommen. Diese Erfahrung verstärkte Bemühungen von Teilen der Regierung und des Parlaments, eine Wirtschafts- und Währungsunion mit Rußland anzustreben (Markus 1994a: 29–30). Offensichtlich wurden folgende Erwartungen an eine währungs-politische Integration mit Rußland geknüpft:

- Entschärfung des Devisenproblems;
- Zugang zu Öl und Gas zu den niedrigeren russischen Inlandspreisen;
- Streichung der Schulden aus dem Rußland-Handel.

Für Rußland führte die Auflösung der Rubelzone im interrepublikanischen Handel infolge der zunehmenden wirtschaftlichen Schwierigkeiten der anderen Mitglieder der GUS zu erheblichen Einbrüchen im Export. Ein zusätzliches Problem ergab sich für Rußland daraus, daß ein umfangreiches Kontingent an russischen Streikkräften auf weißrussischem Territorium stationiert war. Weißrußland verlangte von Rußland die Zahlung von Stationierungsgebühren in Höhe von 1,9 Mrd. Rubel und hatte angekündigt, diese Summe gegen die russischen Forderungen aus Energielieferungen verrechnen zu wollen. Eine nicht geringe Bedeutung für die weißrussische Haltung gegenüber einer stärkeren Integration mit Rußland dürfte auch die Haltung weiter Kreise der russischen Bevölkerung gespielt haben, die eine stärkere Verbindung zwischen Rußland und Weißrußland trotz eventuell nachteiliger Folgen für die eigene Wirtschaftslage unterstützten (Markus 1994a: 31–32). Gleichzeitig mußte Rußland aber daran gelegen sein, Gefahren, die aus einem eventuellen Währungszusammenschluß für die eigene Transformationspolitik erwachsen könnten, auszuschließen und die Wettbewerbsfähigkeit des eigenen Wirtschaftsstandortes gegenüber der weißrussischen Konkurrenz zu erhalten. Vor diesem Hintergrund dürfte Rußland während der Vertragsverhandlungen folgende Ziele verfolgt haben:

- Ausweitung der Exporte nach Weißrußland;

- kostenlose Stationierung russischer Streitkräfte auf weißrussischem Territorium;
- Kontrolle der Geldpolitik im gemeinsamen Währungsraum;
- Erhalt der Wettbewerbsposition russischer Produzenten im internationalen Standortwettbewerb.

3. Ausgestaltung und Bewertung des Vertrages

Der offizielle Teil des Vertrages umfaßt insgesamt 13 Artikel, in denen die Bedingungen der Währungsintegration festgelegt werden. Geregelt werden die Umtauschmodalitäten für den weißrussischen Rubel (Artikel 3 und 4), die Handelsbeziehungen sowohl im bilateralen Verhältnis als auch zu Drittländern (Artikel 8, 9, 10 und 11) und die Verantwortlichkeit für die gemeinsame Geldpolitik im einheitlichen Währungsraum (Artikel 5). Zusätzlich wurden eine Vereinbarung über einen von Rußland zu leistenden Finanzausgleich (Artikel 12) getroffen und die Spielräume für die weißrussische Einkommens- (Artikel 13) und Finanzpolitik (Artikel 6 und 7) festgelegt.

Die Ausgestaltung der Bestimmungen über die geldpolitischen Kompetenzen im gemeinsamen Währungsraum und über die Angleichung der Budgetdefizite hätte für Weißrußland bei Inkrafttreten des Vertrages faktisch den Verzicht auf jede Möglichkeit, eine gegenüber Rußland eigenständige wirtschaftspolitische Strategie zu verfolgen, bedeutet. Zwar wurde Vertretern der weißrussischen Zentralbank ein Mitspracherecht bei der Ausarbeitung und Umsetzung der gemeinsamen Geld- und Kreditpolitik zugestanden (Artikel 5), allerdings war kein ausdrückliches Vetorecht vorgesehen, so daß die weißrussische Zentralbank tatsächlich nur geringe Möglichkeiten zur Einflußnahme besessen hätte. Die Vereinbarungen über die bilateralen Handelsbeziehungen öffneten den weißrussischen Absatzmarkt für Rußland, ohne daß Rußland die Kontrolle über den Handel mit als strategisch wichtig eingestuftem Gütern hätte aufgeben müssen (Artikel 8 und 10).

Im Drittländerhandel verpflichtete sich Weißrußland zur vollständigen Übernahme des russischen Außenwirtschaftsregimes und verzichtete damit auf die Möglichkeit einer eigenen Handelspolitik (Artikel 8). Mit der Verpflichtung, die Löhne der im Staatssektor Beschäftigten an das Tarifsysteem Rußlands anzupassen, gab Weißrußland weitgehend die Möglichkeit auf, im internationalen Standortwettbewerb seinen Lohnkostenvorteil gegenüber Rußland einzusetzen. Ferner wäre das Wachstum des bisher relativ bedeutungslosen Privatsektors behindert worden, da die privaten Unternehmen angesichts ihrer harten Budgetrestriktionen kaum mit der Lohnentwicklung im staatlichen Sektor hätten mithalten können. Dies hätte sich langfristig in einer weiteren erheblichen Verzö-

Übersicht 1 — Wichtige Bestimmungen des „Vertrages über die Vereinigung des Geldsystems der Republik Weißrußland mit dem Geldsystem der Russischen Föderation und über die Modalitäten des Funktionierens eines einheitlichen Geldsystems“ vom 12. April 1994

Artikel 3:	Der Kurs zwischen weißrussischem und russischem Rubel wird auf der Grundlage der Kaufkraftparität und der bilateralen Wechselkurse gegenüber dem Dollar errechnet.
Artikel 4:	Aktiva und Passiva juristischer Personen werden zu einem Kurs umgestellt, der sowohl den impliziten Wechselkurs zwischen weißrussischem und russischem Rubel als auch die Kaufkraftparität der beiden Währungen berücksichtigt. Bargeldbestände natürlicher Personen bis zu 200 000 weißrussischen Rubeln sowie Spareinlagen und Sparzertifikate von bis zu 1 Mill. weißrussischen Rubeln (Stichtag: 1. April 1994) werden zu einem Kurs von 1:1 umgetauscht; für größere Beträge gilt der Kurs, der auch auf juristische Personen Anwendung findet. Weißrußland wird Maßnahmen treffen, um zu verhindern, daß eine Person diese Summe mehrmals umtauscht. Die russische Zentralbank versorgt Weißrußland für die Umtauschaktion mit Bargeld.
Artikel 5:	Mit Inkrafttreten des Vertrages erhält die russische Zentralbank die Rechte und Befugnisse einer einheitlichen Notenbank und die ausschließliche Verantwortung für die Geldpolitik. Die Geld- und Kreditmission wird in Weißrußland auf Weisung der russischen Zentralbank über die weißrussische Zentralbank vorgenommen. Die russische Zentralbank übernimmt die Verbindlichkeiten der weißrussischen Zentralbank. Vertreter der weißrussischen Zentralbank sind an der Ausarbeitung und Umsetzung der Geld- und Kreditpolitik beteiligt. Die weißrussische Zentralbank übt in Weißrußland die Bankenaufsicht aus.
Artikel 6:	Die beiden Staaten gleichen ihre Budgetentwicklungen einander an.
Artikel 7:	Im Laufe des Jahres 1994 werden beide Staaten die Voraussetzungen für ein einheitliches Budgetsystem schaffen.
Artikel 8:	Weißrußland paßt seine Zolltarife, Steuern und Gebühren bei der Ein- und Ausfuhr den russischen an. Rußland legt für beide Staaten fest, welche Waren Handelsrestriktionen unterliegen; dabei sind die Interessen Weißrußlands zu berücksichtigen. Zollgebühren im Binnenhandel werden aufgehoben. Die gegenseitigen Lieferungen werden nach vereinbarten Vertragspreisen abgerechnet.
Artikel 9:	Weißrußland erhebt keine Zölle für russische Transitlieferungen in Drittländer sowie in das Kaliningrader Gebiet. Weißrußland verzichtet auf die Erhebung von Mieten und Gebühren für Gebäude und Liegenschaften, die vom russischen Militär genutzt werden. Das gleiche betrifft sämtliche Steuern.
Artikel 10:	Die Quotierung und Lizenzierung im Binnenhandel wird abgeschafft.
Artikel 11:	Vom Zeitpunkt des Beginns der Währungsunion werden die Preise im zwischenstaatlichen Handel aufgrund bilateraler Abmachungen festgelegt; dabei werden die beiden Staaten im Binnenhandel keine Preisregelungen anwenden, die im Drittländerhandel verwendet werden.
Artikel 12:	Rußland gewährt Weißrußland im ersten Halbjahr 1994 einen Staatskredit in Höhe von 200 Mrd. Rubel zum Ausgleich der Zahlungsbilanz mit Rußland.
Artikel 13:	Innerhalb von drei Monaten werden die haushaltsfinanzierten Gehälter an das einheitliche Tarifsystem Rußlands angeglichen. Die Finanzierung der Maßnahmen zum Schutz der Bevölkerung erfolgt in Weißrußland aus den Mitteln des Republikhaushalts.

Quelle: Eigene Übersetzung von *Belorusskaja Delovaja Gazeta* (1994).

gerung des ohnehin schleppend verlaufenden Transformationsprozesses niedergeschlagen. Angesichts der Struktur der vorhandenen industriellen Basis in Weißrußland wäre dies faktisch einer dauerhaften Festschreibung der gegenwärtig schlechten Wettbewerbsposition weißrussischer Anbieter auf den Weltmärkten gleichgekommen. Schließlich wurden Rußland das freie Transitrecht und die kostenlose Truppenstationierung auf weißrussischem Boden zugestanden (Artikel 9). Insgesamt war es Rußland damit gelungen, alle seine Zielvorstellungen in den währungspolitischen Vereinbarungen festzuschreiben.

Dagegen konnte Weißrußland nur einen Teil seiner Forderungen durchsetzen. Zwar verpflichtete sich Rußland zur Übernahme der Verbindlichkeiten der weißrussischen Zentralbank (Artikel 5) und zur Gewährung eines Kredites in Höhe von 200 Mrd. russischen Rubeln zum Ausgleich der bilateralen Zahlungsbilanz (Artikel 12). Die erhoffte Entschärfung des Devisenproblems wäre jedoch nur in geringem Maße erreicht worden. Der Wert des weißrussischen Rubels sollte grundsätzlich anhand der tatsächlichen Kaufkraftparität bestimmt werden; lediglich für eine Summe von 200 000 Rubel pro Person wurde ein Umtauschkurs von 1:1 festgeschrieben. Dies entsprach Mitte April 1994 etwa 67 Dollar gegenüber einem Wert von ungefähr 10 Dollar zum Marktkurs (Markus 1994a: 32). Das angestrebte Ziel, einen Zugriff auf russische Energie zu verbilligten Preisen zu erhalten, konnte nicht erreicht werden. Zwar wären diese Lieferungen unter die bilateral auszuhandelnden Preisbestimmungen des zwischenstaatlichen Handels gefallen, jedoch dürfte Rußland vor dem Hintergrund schrumpfender Fördermengen tatsächlich weder bereit gewesen sein, bisherige Lieferungen an westliche Handelspartner auf Weißrußland umzuleiten, noch weißrussischen Abnehmern günstigere Konditionen einzuräumen als russischen Unternehmen. Generell ist nämlich geplant, die Energiepreise auch innerhalb Rußlands mittelfristig an das Weltmarktniveau heranzuführen.

Insgesamt wäre es Rußland bei Inkrafttreten des Vertrages damit gelungen, seine außenwirtschaftlichen Zielsetzungen mit relativ geringen Kosten zu erreichen, ohne die eigene Stabilisierungspolitik zu gefährden. Aus weißrussischer Perspektive ist der Vertrag weniger günstig zu beurteilen. Die außenwirtschaftlichen Zielsetzungen wären nur teilweise erreicht worden. Zudem hätten den mittelfristig erzielten Vorteilen langfristig schwere Nachteile gegenübergestanden. Faktisch hätte Weißrußland die vorübergehende Lösung seiner derzeitigen Probleme auf lange Sicht mit erheblichen Verschlechterungen seiner internationalen Wettbewerbsfähigkeit erkaufte, ohne daß zumindest eine Entschärfung der in Abschnitt D.II skizzierten Probleme der geldpolitischen Steuerung erreicht worden wäre.

IV. Zusammenfassung und Bewertung

Eine Währungsunion stellt für die untersuchten Nachfolgestaaten gegenwärtig weder unter außenwirtschaftlichen noch unter stabilitätspolitischen Zielsetzungen eine wirkliche Alternative zu eigenen Währungen dar. Entscheidend für diese Beurteilung ist der Umstand, daß die wirtschaftlichen Schwierigkeiten der Länder ihre Ursache in fundamentalen institutionellen Fehlentwicklungen haben, deren erfolgreiche Umgestaltung auf nationaler Ebene eher denkbar ist als durch Anlehnung an einen anderen Wirtschaftsraum. Der Beitritt zu einem gemeinsamen Währungsgebiet mit den anderen Transformationsstaaten bietet hingegen keinen Ausweg aus dieser Situation.

Unter außen- und binnenwirtschaftlichen Aspekten existiert keine Alternative zu einer tiefgreifenden Umstrukturierung der heimischen Wirtschaftsstrukturen. Von einer Währungsunion ließe sich demgegenüber eher eine Konservierung der gegenwärtigen Strukturen und der aus der gegenseitigen wirtschaftlichen Verflechtung resultierenden Abhängigkeiten erwarten. Zwar könnten Weißrußland und die Ukraine eventuell damit rechnen, daß sich unter dem Dach der Rubelzone die derzeitigen wirtschaftlichen Probleme kurzfristig entspannen würden. Jedoch hat der Vertrag über eine Währungsunion zwischen Rußland und Weißrußland vom 12. April 1994 gezeigt, daß die Bedingungen, unter denen eine währungspolitische Integration mit der Russischen Föderation möglich wäre, langfristig einen hohen Preis in Form einer auf Dauer geringen internationalen Wettbewerbsfähigkeit dieser Volkswirtschaften und damit eine weitere Verzögerung der Systemtransformation fordern. Angesichts der russischen Außenwirtschafts- und Energiepreispolitik dürften zudem die Vorteile einer Anlehnung an Rußland nur vorübergehender Natur sein.

Für die Russische Föderation kommt es darauf an, die Exportfähigkeit auf westlichen Märkten zu verbessern. Kurzfristig kann ein Wirtschafts- und Währungsverbund mit den Mitgliedern der GUS die Absatzchancen russischer Unternehmen erhöhen. Jedoch ist die Aufnahmefähigkeit der Länder für russische Waren aufgrund ihrer desolaten wirtschaftlichen Lage eng begrenzt. Eine außenwirtschaftlich motivierte Währungsunion wäre daher vermutlich nur dann von Erfolg, wenn Rußland bereit wäre, auf Dauer erhebliche Transferzahlungen an die Partnerstaaten zu leisten. Es ist zu bezweifeln, daß das Land dazu in der Lage und bereit sein würde.

Auch unter stabilitätspolitischen Gesichtspunkten ist eine Währungsintegration für die untersuchten Staaten nicht zu empfehlen. Ursache der gegenwärtigen monetären Steuerungsprobleme insbesondere in Weißrußland und der Ukraine sind zum einen die weichen Budgetbeschränkungen der Unternehmen und zum anderen, in engem Zusammenhang damit, das Vorliegen erheblicher

Verzerrungen auf den Finanzmärkten. Keines der potentiellen Partnerländer für eine Währungsunion wäre in der Lage, geldpolitische Kompetenz zu exportieren. Estland hat daraus frühzeitig die Konsequenz gezogen, indem es zum einen durch die Schaffung einer unabhängigen Notenbank ein hohes Maß an stabilitätspolitischer Glaubwürdigkeit erlangt hat. Zum anderen verzichtet Estland bisher generell auf eine eigene geldpolitische Steuerung. Dieser Kurs hat sich bisher in vergleichsweise niedrigen Inflationsraten ausgezahlt. Unter dem Dach einer einheitlichen Rubelzone würden diese Erfolge der estnischen Transformationsstrategie in Gefahr geraten. Für die anderen Länder ist eine gemeinsame Rubelzone gegenwärtig nur unter der Bedingung denkbar, daß die geldpolitischen Kompetenzen auf die russische Zentralbank übergehen. Auf diese Weise sähen sich Weißrußland und die Ukraine gezwungen, jeden eigenen Einfluß auf die Geldpolitik im eigenen Wirtschaftsraum aufzugeben, ohne derzeit sichere Aussichten darauf zu haben, eine dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtete, effiziente Geldpolitik importieren zu können.

E. Wirtschaftspolitische Aspekte unabhängiger Währungen

Die Untersuchung der Frage, ob die hier betrachteten Nachfolgestaaten der Sowjetunion einen optimalen Währungsraum bilden und infolgedessen eine Währungsunion miteinander eingehen sollten, hat ergeben, daß dies keine sinnvolle Alternative darstellt. Es ist deshalb die Option eigenständiger, nationaler Währungen zu untersuchen. Dabei geht es angesichts der Tatsache, daß die Rubelzone nicht mehr besteht, nicht um die Modalitäten der Einführung einer neuen Währung.⁸⁹ Vielmehr ist zu analysieren, welche Erfordernisse die Nachfolgestaaten für die Durchführung einer effizienten nationalen Währungspolitik zu erfüllen haben.

Ziele der monetären Wirtschaftspolitik sind vor allem die makroökonomische Stabilisierung und die Förderung der realwirtschaftlichen Anpassung (Abschnitt B.II). Im folgenden Abschnitt wird zuerst die Frage im Mittelpunkt stehen, welche institutionellen Voraussetzungen geschaffen werden müssen, damit monetäre Impulse auf den realen Sektor übertragen werden können. Damit geht es im wesentlichen um die Schaffung effizienter Finanzmärkte. In den beiden folgenden Abschnitten wird dann der Frage nach der Rolle der Außenhandelsbeziehungen und den fiskalpolitischen Anforderungen der monetären Wirtschaftspolitik nachgegangen.

I. Institutionelle Voraussetzungen auf den Finanzmärkten

Geld hatte in der zentralen Planwirtschaft grundsätzlich andere Aufgaben als in einer Marktwirtschaft zu erfüllen. Deshalb verfügte keines der betrachteten Länder zu Beginn der Transformation und im wesentlichen auch noch bei dem Auseinanderbrechen der Sowjetunion über marktwirtschaftlich orientierte Finanzintermediäre oder entsprechende Finanzmarktregulierungen. Da zur Durchführung einer effizienten monetären Wirtschaftspolitik jedoch funktionierende Finanzmärkte notwendig sind, ist die Schaffung der entsprechenden institutionellen Voraussetzungen von besonderer Wichtigkeit (Schmieding 1992b;

⁸⁹ Die technischen Fragen der Einführung einer neuen Währung in den Nachfolgestaaten werden in Abrams und Cortés-Douglas (1993) behandelt.

Buch et al. 1994). Für die Effizienz von Finanzmärkten muß eine Reihe von Bedingungen erfüllt sein. Dazu zählen neben einer ausreichenden Markttiefe (Liquidität) und Anzahl von Marktteilnehmern (Wettbewerb) Regeln, nach denen Transaktionen abzuwickeln sind. Nicht zuletzt bedarf es entsprechender Informations- und Kontrollsysteme.

1. Institutionelle Regelungen für Devisenmärkte

Für die Währungspolitik ist der Devisenmarkt von herausgehobener Bedeutung, da er zur Bestimmung des Wechselkurses dient.⁹⁰ In denjenigen Nachfolgestaaten, die sich für flexible Wechselkurse entschieden haben, sind die Zentralbanken nach wie vor die wichtigsten Akteure auf den Devisenmärkten. Dabei haben Zentralbanken grundsätzlich zwei Ansatzpunkte, die prinzipiell marktmäßige Bestimmung von Wechselkursen zu beeinflussen. Zum einen sind sie in der Lage, das Angebot oder die Nachfrage nach Inlandswährung durch den An- oder Verkauf eigener Devisenreserven direkt zu verändern. Zum anderen steht ihnen die Möglichkeit offen, über die Definition der institutionellen Arrangements für die Devisenmärkte indirekt Einfluß auf die Preisbildung zu nehmen. Zu solchen Regeln gehört der Ausschluß einzelner Transaktionen von der Marktpreisbildung, etwa der Nachfrage nach Inlandswährung von Joint-ventures oder von Touristen. Dabei handelt es sich im Prinzip um eine administrative Segmentierung des Devisenmarktes, bei der die Zentralbank zumindest auf Teilmärkten den Wechselkurs festlegt. Darüber hinaus kann die Zentralbank beispielsweise durch die gezielte Zulassung von Devisenmarkthändlern, durch die Besteuerung von Devisenmarktumsätzen oder durch aufsichtsrechtliche Regelungen das Marktgeschehen maßgeblich beeinflussen. Schließlich kann eine Änderung von inländischem Angebot bzw. inländischer Nachfrage nach Auslandswährung auch auf indirekte Weise über administrative Maßnahmen erfolgen, etwa durch eine Umtauschpflicht für Exporterlöse.

Direkte Eingriffe der Zentralbanken in die Preisbildung bei grundsätzlich flexiblen Wechselkursen lassen sich in gewissem Umfang mit dem Hinweis rechtfertigen, daß dadurch kurzfristige Wechselkursrisiken und die mit der ent-

⁹⁰ Bei fixen Wechselkursen wird der Marktmechanismus zur Preisbestimmung ausgeschlossen. Es wurde bereits in Abschnitt B.II.2 darauf hingewiesen, daß eine Wechselkursgarantie – wenn sie nicht im Rahmen einer Währungsunion endgültig ist – spekulative Kapitalzuflüsse anlocken kann, und zwar insbesondere dann, wenn die zentrale Parität vom Gleichgewichtskurs erheblich abweicht und die Devisenreserven der Zentralbank für eine Verteidigung dieses Kurses für zu gering eingeschätzt werden. Diese Kapitalbewegungen haben jedoch (zunächst) keine Wechselkurseffekte.

sprechenden Risikoabsicherung verbundenen Kosten verringert werden können. Die massiven, inkonsistenten und nicht vorhersehbaren Interventionen der Zentralbanken Rußlands, Weißrußlands und der Ukraine (Abschnitte C.I. bis C.III) lassen sich jedoch mit dem Ziel der Wechselkursstabilisierung nicht rechtfertigen. Vielmehr dürften gerade diese Interventionen ganz erheblich zur Destabilisierung der Devisenmärkte beigetragen haben. Das derzeit letzte Beispiel für eine solche politikinduzierte Devisenmarktdestabilisierung lieferte die russische Zentralbank von Mitte September bis Mitte Oktober 1994. Zunächst nahm sie durch massive Interventionen ein Rubel-Überangebot vom Markt. Als sich die kursstabilisierende Wirkung dieser Interventionen abschwächte und sich die Devisenreserven der Zentralbank auf weniger als die Hälfte halbiert hatten, kündigte sie an, ihr Interventionsniveau drastisch abzusenken. Der folgende Kurssturz von nahezu 30 vH an einem Tag wurde dann wiederum binnen Tagesfrist durch erneute massive Zentralbankinterventionen rückgängig gemacht (DIW et al. 1994c: 20). Obwohl zuverlässige Informationen über den Umfang der Devisenmarktinterventionen der weißrussischen Zentralbank nicht vorliegen, sprechen zahlreiche Indizien dafür, daß auch diese Zentralbank massiv durch Interventionen in die Wechselkursfindung eingreift (DIW et al. 1994b: 15). Im Fall der Ukraine läßt sich 1994 kaum von Devisenmarktinterventionen der Zentralbank sprechen, da eine weitgehend administrative Devisenbewirtschaftung auf den segmentierten Devisenmärkten betrieben wurde (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Dabei vergibt das Auktionskomitee der Zentralbank (tender committee) Devisen an bestimmte Staatsunternehmen und an Rohstoffimporteure. Die verteilten Devisen stammen aus den Devisenablieferungen der Exportunternehmen. Wenn die Nachfrage nach Devisen zu Handelszwecken geringer ist als das Angebot, kann das Auktionskomitee den Differenzbetrag auf dem Auktionsmarkt anbieten, auf dem es beinahe als Alleinanbieter agiert. Die Bestimmung des Wechselkurses liegt in beiden Märkten im wesentlichen in den Händen der ukrainischen Zentralbank: Der Wechselkurs gegenüber dem Dollar ist administrativ fixiert, wird jedoch in unregelmäßigen Intervallen angepaßt; auf dem Auktionsmarkt bestimmt die Zentralbank den Wechselkurs durch die Festlegung des Devisenangebots maßgeblich mit.

Neben diesen direkten Interventionen wird die Effizienz der Devisenmärkte durch eine Reihe weiterer Zentralbankmaßnahmen beeinträchtigt. Eine Absicherung gegen erratische Wechselkursschwankungen besteht in der Sicherstellung einer ausreichenden Markttiefe. Fraglich ist deshalb, ob es optimal ist, in Rußland neben der Moscow Interbank Currency Exchange (MICEX) mindestens fünf weitere regionale Devisenmärkte⁹¹ zu unterhalten. Hier steht aller-

⁹¹ Neben diesen fünf Regionalbörsen (St. Petersburg Currency Exchange, Urals Interbank Currency Exchange, Siberian Interbank Currency Exchange, Asian-Pacific Ocean Currency Exchange, Rostov Interbank Currency Exchange) besteht eine

dings den Kosten einer Marktdestabilisierung wegen zu geringer Liquidität das Problem einer schlechten Kommunikationsinfrastruktur gegenüber, das möglicherweise gegenwärtig noch verhindert, den russischen Devisenhandel stärker zu konzentrieren. Mag in Rußland eine regionale Streuung von Devisenmärkten also unumgänglich sein, so ist sicherlich schädlich, daß der Devisenhandel durch die Steuerpolitik aus den institutionalisierten Devisenmärkten in Direktgeschäfte oder zu anderen Finanzintermediären getrieben wird. So soll etwa das Handelsvolumen an der MICEX infolge der Besteuerung der Devisenumsätze durch die Moskauer Stadtverwaltung erheblich zurückgegangen sein (IMF 1994: 103). In die gleiche Richtung dürfte eine Regulierung wirken, die im Zuge der Währungsturbulenzen Anfang Oktober eingeführt wurde. Während bis zu diesem Zeitpunkt die MICEX drei Tage benötigte, um Devisengeschäfte abzuwickeln — und damit zur Spekulation einlud —, sind Dollar-Nachfrager seit Anfang Oktober verpflichtet, den Rubelgegenwert bereits zwei Tage vorfristig in voller Höhe zu deponieren (DIW et al. 1994c: 15).

Zu erheblichen Kursschwankungen im Angebot an konvertiblen Währungen kam es vor allem in Weißrußland und in der Ukraine durch häufige Änderungen der Bestimmungen über den Umtausch von Hartwährungserlösen der Exportunternehmen (Abschnitt C.II und III). Diese Regulierungsänderungen haben zum einen die Nachfrage nach Inlandswährung destabilisiert. Zum anderen dürfte aber vor allem die Antizipation weiterer Regulierungsänderungen die Unternehmen zu Ausweichreaktionen wie der Fehldeklaration von Exporterlösen veranlaßt haben. Zusätzlich hat die Devisenhaltung im Ausland zugenommen und die Nachfrage nach Inlandswährung abgenommen. Damit dürften sich Überbewertungstendenzen der Inlandswährungen verstärkt haben.

2. Institutionelle Regelungen für Geld- und Kapitalmärkte

Neben dem Devisenmarkt sind die Geld- und Kapitalmärkte für die monetäre Wirtschaftspolitik von entscheidender Bedeutung. Dies liegt darin begründet, daß die Geldschöpfung in der Regel nicht nur durch die Zentralbank, sondern auch durch den Geschäftsbankensektor erfolgt. Damit gibt es bei der Bestimmung des Verhältnisses von in- und ausländischer Geldmengenkomponente ein Element, das nur begrenzt unter der Kontrolle der Zentralbank steht. Für die Fähigkeit zur indirekten Geldmengensteuerung ist es deshalb um so wichtiger, effiziente Finanzmärkte zu etablieren. Da andere Finanzintermediäre in den Nachfolgestaaten bisher nicht die Bedeutung erreicht haben, die ihnen in ent-

Reihe weiterer kleiner Börsen, über deren Umsatz und Bedeutung keine gesicherten Informationen vorliegen (IMF, interne Arbeitsunterlagen).

wickelten Marktwirtschaften zukommt, sollen hier lediglich die institutionellen Voraussetzungen für die Schaffung eines effizienten Geschäftsbankensektors im Mittelpunkt stehen.⁹²

Damit die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor effizient funktionieren kann, müssen sowohl die Geld- und Kreditpolitik der Zentralbank als auch die Kreditvergabepolitik der Geschäftsbanken bestimmte Bedingungen erfüllen. Für die Zentralbank bedeutet diese Forderung vor allem, daß sie sich vollständig aus der Unternehmensfinanzierung zurückzieht und damit auch faktisch der in allen vier Ländern formal vorgenommenen Trennung von Zentral- und Geschäftsbankenfunktionen folgt. Sie darf also weder zentralisierte Kredite direkt an Unternehmen vergeben noch Kredite an Geschäftsbanken ausreichen, die mit Anweisungen über die Weitergabe dieser Kredite an bestimmte Unternehmen oder Sektoren zu vorgegebenen Konditionen verbunden sind. Darüber hinaus hat die Zentralbank auf direkte Eingriffe in die Geschäftspolitik der Banken genauso zu verzichten wie auf die Subventionierung der Banken durch die Vergabe von Krediten zu negativen Realzinsen (Bredenkamp 1993: 12). Schließlich muß es der Zentralbank untersagt sein, Defizite der staatlichen Haushalte in unbegrenzter Höhe zu finanzieren. Selbst wenn es im Transformationsprozeß schwierig ist, auf eine Zentralbankfinanzierung von Haushaltsdefiziten gänzlich zu verzichten, so ist zumindest eine bindende Obergrenze für diese Finanzierungsform festzulegen.

Neben diesen Veränderungen in der Zentralbankpolitik bedarf es erheblicher Anpassungen im Geschäftsbankensektor, die durch eine Änderung der institutionellen Rahmenbedingungen ausgelöst werden müssen (Koop und Nunnenkamp 1994: 83). Wichtigstes Ziel ist es dabei, daß die Geschäftsbanken ihre Kreditvergabe an Rentabilitäts- und Kreditwürdigkeitskriterien knüpfen. Um dieses Ziel zu erreichen und gleichzeitig die Stabilität des Bankensektors zu fördern, ist es unabdingbar, die Budgetrestriktionen der Banken zu härten. Nur so kann erreicht werden, daß insbesondere die verlustbringende Kreditvergabe an marode Staatsunternehmen zurückgefahren wird. Eine erste Härtung der Budgetrestriktionen von Banken und Unternehmen wird bereits durch das oben angeführte Verbot der Zentralbanksubventionierung erreicht. Ergänzende und die Glaubwürdigkeit stärkende Maßnahmen bestehen darin, die Banken zu privatisieren und vor eine glaubwürdige Konkursdrohung zu stellen. Diese Konkursdrohung ist von einer Reihe von Maßnahmen der Bankenaufsicht zu flankieren. Dazu zählen vor allem Mindestanforderungen an das Eigenkapital, etwa

⁹² Eine gewisse Sonderstellung dürfte hier den russischen Investment-Fonds zukommen, die im Rahmen des Massenprivatisierungsprogramms entstanden sind. Da sie nicht selbst aktiv Geld schöpfen können, erstreckt sich ihre Bedeutung vorwiegend auf den Kapitalmarkt, also die langfristige Allokation von Ersparnissen.

durch die Vorgabe einer risikogewichteten Eigenkapitalquote, Mindestreservevorschriften, aber auch die Beschränkung der Kreditvergabe an einzelne Schuldner. Hier ist auch das Problem der Kreditvergabe an die Kapitaleigner einer Bank zu lösen, wie es sich vor allem bei den vielen durch Unternehmen gegründeten Banken in den Nachfolgestaaten stellt.

Die Einhaltung dieser Vorschriften ist von einer Aufsichtsbehörde zu überprüfen,⁹³ und Verfehlungen sind entsprechend zu sanktionieren. Darüber hinaus muß der Wettbewerb zwischen den Geschäftsbanken verschärft werden. Eine der wichtigsten Maßnahmen sollte hier die Marktöffnung für ausländische Banken sein, mit der bankspezifisches Humankapital importiert und die Integration der nationalen Kapitalmärkte in den internationalen Kapitalmarkt gefördert würde. Ergänzende Stabilisierungsmaßnahmen bestehen in der Schaffung von gesetzlichen Regelungen zur Sicherheitenstellung, einer Einlagenversicherung sowie der Verbesserung der Möglichkeit zum Liquiditätsausgleich zwischen Banken, also der Förderung des Interbankenmarktes. Gleichzeitig ist in der Übergangsphase zu gewinnorientierten Geschäftsbanken das Problem der Altschulden in den Bilanzen der Banken zu lösen.⁹⁴

In allen vier Nachfolgestaaten ist formal ein zweistufiges Bankensystem eingeführt worden, das die Geschäftsbanken- von den Zentralbankfunktionen trennt. Lediglich Estland ist es jedoch gelungen, das zweistufige Bankensystem auch in der Praxis durchzusetzen (Buch 1993). Im Rahmen des modifizierten Currency-Board-Systems ist eine Zentralbankkreditvergabe an Geschäftsbanken nur in Ausnahmesituationen vorgesehen, eine Kreditvergabe an Unternehmen findet überhaupt nicht statt. Darüber hinaus ist auch die Finanzierung von staatlichen Haushaltsdefiziten gänzlich verboten. Zwar spielen auch in Rußland, Weißrußland und in der Ukraine direkte Kredite der Zentralbank an Unternehmen keine Rolle mehr; aber diese drei Länder scheinen andere Mechanismen etabliert zu haben, mit der die Trennung zwischen der Zentralbank und den Geschäftsbanken unterhöhlt werden kann. So gibt es weiterhin in nennenswertem Umfang zielgerichtete Kredite der Zentralbanken an Unternehmen, die zwar zunächst an Geschäftsbanken vergeben werden, jedoch mit bindenden Vorgaben über Empfängerunternehmen oder -sektoren und über Kreditkonditionen versehen sind. Diese Kredite wurden zumeist zu deutlich negativen Realzinsen vergeben. Zudem scheinen in Weißrußland und der Ukraine auch

⁹³ Die Frage, ob diese Aufsichtsfunktionen von einer Abteilung der Zentralbank oder einer eigens ins Leben gerufenen Aufsichtsbehörde wahrgenommen werden sollten, wird in Buch et al. (1994) diskutiert.

⁹⁴ Alternative Problemlösungsvorschläge werden etwa in Schmieding und Buch (1992) und Buch (1994b) diskutiert.

direkte Eingriffe der Zentralbank in die Kreditvergabepolitik der Geschäftsbanken gängige Praxis zu sein.

In allen drei Ländern ist jedoch die fortgesetzte Zentralbankfinanzierung von staatlichen Haushaltsdefiziten das drängendste Problem. So stieg der Anteil der Zentralbankkredite an die Regierung in Rußland zwischen Dezember 1992 und Mai 1994 von 44 auf 66 vH der gesamten Zentralbankkreditvergabe an (Russische Zentralbank, *Vestnik Banka Rossii* vom 9. August 1994: 5); auch in der Ukraine und in Weißrußland liegen die entsprechenden Werte bei 87 vH bzw. über 50 vH (DIW et al. 1994d; IMF, interne Arbeitsunterlagen). Zudem werden die Kredite an die jeweiligen Regierungen zu stark negativen Realzinsen vergeben. Bei Berücksichtigung der faktischen Abhängigkeit der drei Zentralbanken von der Legislative bzw. der Exekutive läßt es die enge Verflechtung zwischen Zentralbank, Geschäftsbanken, Unternehmen und Regierung als kaum wahrscheinlich erscheinen, daß effiziente Finanzmärkte auf absehbare Zeit etabliert werden können.

In bezug auf die institutionellen Reformen im Geschäftsbankensektor hat sich eine Dreiteilung der Nachfolgestaaten herausgebildet. Auf der einen Seite steht Estland mit relativ weit vorangeschrittenen institutionellen Reformen des Bankensektors, auf der anderen stehen Weißrußland und die Ukraine, die über erste Reformansätze noch nicht hinausgekommen sind. Rußland scheint sich gegenwärtig zwischen diesen beiden Extremen zu bewegen, mit zum Teil deutlichen Reformfortschritten, zum Teil aber auch mit ganz erheblichen Reformdefiziten.

Institutioneller Ansatzpunkt für die Schaffung effizienter Finanzmärkte ist eine glaubwürdige Konkursdrohung für Banken. Erst wenn eine solche Konkursdrohung, die im Falle privater Banken leichter durchsetzbar wäre, existiert, besteht die Chance, daß Banken ihre Kreditvergabe nach Rentabilitäts- und Kreditwürdigkeitskriterien ausrichten. Während in Rußland, Weißrußland und in der Ukraine nicht einmal eine echte Konkursgesetzgebung existiert,⁹⁵ mußten in Estland einige Banken, darunter auch drei der größeren Banken, Konkurs anmelden. In Rußland und der Ukraine wurden zumindest einigen kleineren Banken im Rahmen bankenaufsichtsrechtlicher Prüfungen die Lizenzen entzogen. Ähnliches ist aus Weißrußland nicht bekannt. Eine echte Privatisierung der ehemaligen staatlichen Spezialbanken hat zwar in keinem der Länder stattgefunden, doch haben Kapitalerhöhungen zumindest in Estland dazu geführt, daß

⁹⁵ Zwar sind in diesen drei Ländern formal Konkursgesetze verabschiedet worden. Diese werden jedoch entweder nicht angewendet oder sind von ihrer Absicht her eher Konkursvermeidungsgesetze. So zielt der jüngste Entwurf für ein neues russisches Konkursgesetz darauf ab, die Unternehmen durch staatliche Finanzhilfen zu sanieren (DIW et al. 1994c: 22). Zugriff auf das Vermögen der Schuldner sollen danach nicht die Gläubiger, sondern der Staat haben.

der staatliche Anteil an diesen Banken zurückgegangen ist. In allen Ländern ist es jedoch zu einer mehr oder minder regen Neugründung von privaten Geschäftsbanken gekommen. Allerdings sind die meisten neuen Geschäftsbanken zwar der Rechtsform nach privat, da häufig aber staatliche Unternehmen Mehrheitseigner sind, müssen wohl auch offiziell private Banken überwiegend dem staatlichen Sektor zugerechnet werden. Da der Anteil der Privatwirtschaft insbesondere in Weißrußland und in der Ukraine ohnehin gering ist, haben auch private Banken dort keine nennenswerte Bedeutung. Die fehlende Konkursdrohung und die unterlassene Privatisierung der staatlichen Banken können als Indiz dafür gewertet werden, daß zumindest die Budgetrestriktionen der direkt oder indirekt in staatlichem Besitz befindlichen Banken weiterhin weich gehalten werden.

Bankenrechtliche Regelungen, mit denen eine allzu risikoreiche Kreditvergabe mit den möglichen Folgen der Illiquidität und Insolvenz verhindert und damit die Stabilität des Bankensektors gefördert werden sollen, sind in allen vier Ländern eingeführt worden, allerdings mit unterschiedlicher Stringenz und mit unterschiedlicher Kontrolle der Einhaltung. Eine Vorreiterrolle übernimmt Estland, das die vergleichsweise schärfsten Vorschriften in bezug auf Großkredite, die risikogewichtete Eigenkapitalquote und Liquiditätsanforderungen erlassen hat. Darüber hinaus sieht ein Gesetzentwurf vor, daß bis zum Jahr 2000 sämtliche EU-Normen Anwendung finden sollen. Auch in den drei anderen Nachfolgestaaten sind insbesondere Mindestreservevorschriften und Mindestanforderungen an das haftende Eigenkapital festgelegt worden, die als wesentliche Ansatzpunkte für aufsichtsrechtliche Prüfungen dienen. Anderen bankspezifischen Liquiditäts- und Solvenzkenzziffern scheint — soweit sie spezifiziert worden sind — dagegen nur eine geringe Bedeutung zuzukommen, was angesichts der völlig unzureichenden Rechnungslegungsvorschriften auch kaum verwundern kann. Darüber hinaus zieht offenbar die Nichterfüllung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen selten Konsequenzen nach sich. So erfüllten in der Ukraine am Jahresende 1993 nicht einmal die zehn größten Banken die Mindesthöhe des Eigenkapitals von 2 Mrd. Karbowanez (Schwarz und Weitzel 1994: 488 f.).

Ein Problem, das in allen Transformationsländern mehr oder minder akut ist, besteht darin, daß die Bilanzen der Geschäftsbanken durch notleidende Kredite belastet sind. Dabei ist es zunächst unerheblich, ob die entsprechenden Kredite vor oder nach der Einleitung der Reformen vergeben wurden. Bei der Lösung dieses Problems geht es zum einen darum, wie mit den bereits aufgelaufenen notleidenden Kredite verfahren werden soll, zum anderen muß verhindert werden, daß erneut ein Bestand notleidender Kredite aufgebaut wird (Buch 1994b). In Estland ist dieses Problem im Vergleich zu den anderen Nachfolgestaaten von untergeordneter Bedeutung. Das Bestandsproblem löste sich durch die Hy-

perinflation des Jahres 1992 quasi von selbst, und die Einführung harter Budgetrestriktionen in Verbindung mit verschärften Abschreibungsvorschriften für notleidende Kredite hat die Altschuldenproblematik im wesentlichen unter Kontrolle gehalten. Anders dagegen ist die Situation in den anderen Nachfolgestaaten. Zwar haben vergleichsweise hohe Inflationsraten auch hier das Altschuldenproblem begrenzt, doch dürfte es bei einsetzenden Stabilisierungserfolgen schärfer zutage treten. Insbesondere in Rußland hat sich mit dem vorübergehenden Absinken der Inflationsrate in der ersten Hälfte des Jahres 1994 eine solche Entwicklung bereits angedeutet.

Auf den ersten Blick scheint zwischen den Geschäftsbanken in den Nachfolgestaaten durchaus ein gewisses Maß an Wettbewerb zu herrschen. So gibt es in Rußland insgesamt etwa 2 100, in der Ukraine 200 und in Estland immerhin gut 20 Banken. Einige Aspekte sprechen allerdings gegen die Hypothese eines Bankenwettbewerbs. Dabei beruht die erste Relativierung auf der Überlegung, daß staatliche Banken mit weichen Budgetrestriktionen wenig Anreize haben dürften, auf Wettbewerbsdruck zu reagieren, ihre Kosten zu senken und ihre Produktivität zu erhöhen. Zum anderen konzentrieren sich diese Banken insbesondere auf die Metropolen, also auf Moskau und St. Petersburg, Kiew und Minsk. In den ländlichen Regionen dominieren dagegen weiterhin die ehemaligen staatlichen Spezialbanken. Zudem wurden Banken häufig von Industrieunternehmen gegründet und dienen hauptsächlich dem Zweck, zentralisierte Kredite der Zentralbank für das Unternehmen verfügbar zu machen; an Wettbewerb um Einlagen oder bei der Kreditvergabe sind sie dementsprechend wenig interessiert. Schließlich ist die Größenstruktur der Banken extrem verzerrt. So hielten in Rußland die fünf größten Banken 65 vH der Bilanzsumme der 20 größten Banken und die staatliche Sberbank hielt mehr als 70 vH der Depositen der privaten Haushalte (DIW et al. 1994a: 26 f.). In der Ukraine hielten Ende Oktober 1993 die vier größten Banken mehr als 80 vH aller Einlagen bei den 30 größten Banken (Schwarz und Weitzel 1994: 489). In Weißrußland standen 70 vH des gesamten Eigenkapitals des Bankensystems Anfang 1994 in den Bilanzen der fünf größten Banken (DIW et al. 1994b: 13). Damit dürfte Wettbewerb vor allem zwischen estnischen Banken stattfinden, die bei gehärteten Budgetrestriktionen am Markt bestehen müssen. Zum Teil dürfte dieses auch für russische Privatbanken gelten. Demgegenüber scheint der Wettbewerbsdruck in der Ukraine und vor allem in Weißrußland gering zu sein.

In keinem der Nachfolgestaaten spielen ausländische Banken eine Rolle. Formal dürfen in den vier Ländern Geschäftsbanken von Ausländern gegründet werden; Rußland hat die Vergabe neuer Banklizenzen an ausländische Geschäftsbanken auf das Jahr 1996 verschoben (DIW et al. 1994c: 16). Im Rahmen bereits erteilter Lizenzen dürfen sich ausländische Banken allerdings weiterhin betätigen. Grundsätzlich gilt, daß ausländische Banken durch eine

Reihe von Wettbewerbsverzerrungen gegenüber inländischen Wettbewerbern benachteiligt werden. So fordern Rußland, Weißrußland und die Ukraine von Banken in ausländischem (Teil-)Besitz ein Eigenkapital, das das inländischer Banken um ein Vielfaches übersteigt. Darüber hinaus ist es ausländischen Banken in Rußland verboten, mehr als eine Filiale zu eröffnen; Einlagen müssen eine bestimmte Mindesthöhe überschreiten, und Geschäfte mit Unternehmen in russischem Mehrheitsbesitz sind verboten. Ähnlich restriktiv sind die Reglementierungen für ausländische Banken auch in Weißrußland und in der Ukraine. Mehr als fraglich ist jedoch, ob diese institutionell bedingten Wettbewerbsnachteile der Grund für das geringe Engagement ausländischer Banken sind. Festzuhalten ist, daß in keinem der Nachfolgestaaten ausländische Banken am inländischen Einlagen- und Kreditgeschäft beteiligt sind. Sie beschränken sich vor allem auf die Unterhaltung von Repräsentanzen und die direkte Finanzierung von Handelsgeschäften für ausländische Kunden oder im Rahmen von Korrespondenzbankbeziehungen.

3. Bewertung

Estland, das als erster der Nachfolgestaaten eine eigene Währung eingeführt hatte, entschied sich für ein System fester Wechselkurse. Damit waren a priori höhere Anforderungen an die allgemeine Wirtschaftspolitik, insbesondere bei der Schaffung effizienter Finanz- und Gütermärkte zu erfüllen, als bei einem System flexibler Wechselkurse. Im Bereich der Institutionenbildung hat Estland schon frühzeitig bemerkenswerte Fortschritte gemacht; es ist den anderen hier betrachteten Nachfolgestaaten bei der Schaffung effizienter Finanzmärkte weit voraus. So wurden in Estland die Budgetrestriktionen der Banken gehärtet, marode Banken wurden liquidiert, bestehende Bankregulierungen verschärft und westliche Rechnungslegungsvorschriften eingeführt. Zwar sind noch nicht alle aufsichtsrechtlichen Vorschriften vollständig mit westlichen Standards kompatibel, doch ist deren Einführung bereits anvisiert. Schwächen im estnischen Geschäftsbankensektor sind vor allem noch bei der Privatisierung der überwiegend im Staatsbesitz befindlichen Banken auszumachen. Allerdings wiegt auch dies weniger schwer, da eine wesentliche Härtung der Budgetrestriktionen der Banken durch die Abschaffung der im Rahmen des Currency-Board-System nahezu unmöglichen Refinanzierung durch die Zentralbank erfolgte.

Rußland kämpft dagegen weiter mit einer ganzen Reihe von institutionellen Schwachstellen, ohne deren Beseitigung eine effiziente monetäre Wirtschaftspolitik kaum möglich erscheint. Die russischen Devisenmärkte werden durch massive Zentralbankinterventionen destabilisiert, deren Ziel kaum der Aus-

gleich kurzfristiger Wechselkursschwankungen sein kann. Darüber hinaus wird die Zweistufigkeit des Bankensystems durch die weiterhin enge Verquickung von Zentralbank und Regierung auf der einen und von Zentralbank, Geschäftsbanken und Unternehmen auf der anderen Seite unterhöhlt. Schließlich bedarf es eines neuen Konkursgesetzes, das die Schließung unrentabler Unternehmen, nicht aber deren Sanierung im Auge hat, ebenso wie einer strengen Bankenaufsicht. Allerdings sind zahlreiche Gesetze verabschiedet und Dekrete erlassen worden, deren konsequente Umsetzung die russischen Finanzmärkte effizienter machen könnte. Insgesamt aber erfüllt Rußland die institutionellen Voraussetzungen für eine effiziente monetäre Wirtschaftspolitik bisher nur in unzureichendem Maße.

Ganz am Anfang der institutionellen Umgestaltung ihrer Finanzmärkte befinden sich dagegen Weißrußland und die Ukraine. Die Devisenmärkte beider Länder dienen weiterhin eher der staatlichen Devisenbewirtschaftung als der marktmäßigen Bestimmung von Wechselkursen. Die rechtlich festgelegte Zweistufigkeit des Bankensystems besteht de facto nicht. Vielmehr läßt die enge Verflechtung von Zentralbank, Regierung, Geschäftsbanken und Unternehmen keine Kreditvergabe der Geschäftsbanken nach Rentabilitätskriterien zu; die Subventionierung von Staatsunternehmen steht im Mittelpunkt. Im Bankensektor fehlt es weiterhin an einer glaubwürdigen Konkursdrohung für Geschäftsbanken. Die Privatisierung der staatlichen Banken ist genauso wenig vorangekommen wie die Verschärfung des Wettbewerbs durch private in- und ausländische Banken. Potentielle Probleme wie die notleidenden Kredite in den Bilanzen der Banken gefährden die Stabilität des Bankensystems, sobald makroökonomische Stabilisierungserfolge erzielt werden. Konzepte für die Lösung solcher Probleme bestehen nicht einmal in Ansätzen. Wo aufsichtsrechtliche Regelungen existieren, genügen sie nicht marktwirtschaftlichen Erfordernissen oder werden nicht angewendet. Insgesamt sind in diesen beiden Ländern bis jetzt nicht einmal die grundlegenden institutionellen Voraussetzungen für eine eigenständige Währung geschaffen worden. Zwar stehen beide Länder gegenwärtig mit multilateralen Organisationen in Kreditverhandlungen, in deren Verlauf eine große Zahl von Reformmaßnahmen angekündigt und im Falle der Ukraine bereits umgesetzt worden sind (DIW et al. 1994d; IMF, interne Arbeitsunterlagen). Angesichts bisheriger Reform Erfahrungen bleibt allerdings abzuwarten, inwieweit diese Regelungen tatsächlich greifen werden.

II. Außenwirtschaftliche Beziehungen bei unabhängiger Währung

1. Handelsbeziehungen und ihre Bedeutung für die Geld- und Wechselkurspolitik

Die Handelsbeziehungen eines Landes sind für die Effektivität und die Durchführbarkeit seiner Geld- und Wechselkurspolitik von entscheidender Bedeutung:

– Durch Handelsbeziehungen wird der internationale Preiszusammenhang für handelbare Güter hergestellt. Können inländische Produkte von den Konsumenten durch importierte Produkte ersetzt werden und können inländische Absatzmärkte von den Produzenten durch ausländische Absatzmärkte substituiert werden, so können die Preise für inländische Produkte und ihre ausländischen Substitute lediglich um den Betrag der Transportkosten voneinander abweichen. Dieser internationale Preiszusammenhang für handelbare Güter ist entscheidend für die Effektivität von Stabilisierungs- bzw. Anpassungsstrategien. Besonders deutlich wird dies im Falle einer Stabilisierung mit Wechselkursfixierung, die darauf basiert, daß die Preise für handelbare Güter unmittelbar stabilisiert werden. Dies wird nur dann der Fall sein, wenn die Preisentwicklung für inländische Güter durch die Entwicklung der Weltmarktpreise für diese Güter determiniert wird. Für Anpassungsstrategien ist der internationale Preiszusammenhang für handelbare Güter deshalb von Bedeutung, weil das auf dem Weltmarkt gegebene System relativer Preise importiert wird und somit eine klare Orientierung für das inländische System relativer Preise bietet. Insbesondere in Transformationsländern wie den Nachfolgestaaten der Sowjetunion dürfte der Import des Weltmarktpreissystems eine notwendige Voraussetzung für einen erfolgreichen Anpassungsprozeß sein, da zum einen die Konkurrenzsituation auf den heimischen Märkten noch wenig ausgeprägt ist und zum anderen die administrativ festgesetzten Preise des sozialistischen Systems keine Orientierungshilfe bieten.

– Von einer Ausweitung der Exporte in konvertibler Währung ist eine Lockerung der Devisenrestriktion zu erwarten. Dadurch wird zum einen die Wechselkursstabilisierung vereinfacht, indem durch nichtsterilisierte Interventionen die ausländische Komponente der Geldbasis variiert werden kann. Zum anderen kann der noch beschränkte Zugang zum Weltkapitalmarkt substituiert werden. In einer solchen Situation können ausländische Ersparnisse nur mobilisiert werden, wenn entweder die Importe reduziert oder die Exporte ausgeweitet werden, um einen Handelsüberschuß zu erzielen. Die Erfahrung vieler Entwick-

lungsländer mit Importbeschränkungen zeigt, daß bei dieser Politik erhebliche Produktionseinbußen durch eine Reduzierung der Importe von Kapitalgütern entstehen. Die Exportförderung ist somit ein Weg, um ausländische Ersparnis zu mobilisieren sowie Importe von Kapitalgütern und damit den Transformationsprozeß zu erleichtern. Durch einen günstigeren Verlauf des Transformationsprozesses wird über eine steigende Geldnachfrage auch der Wert der heimischen Währung stabilisiert.

– Um die positiven Effekte einer Exportausweitung für die Währungspolitik zu realisieren, ist jedoch auch eine Exportdiversifizierung aus vier Gründen notwendig. Erstens mindert die Exportdiversifizierung die Anfälligkeit gegenüber exogenen Rohstoffpreisschocks und der damit verbundenen Wechselkursvolatilität, indem sie die Exporteinnahmen und damit den Devisenmarkt stabilisiert. Zweitens werden die heimischen Produzenten über Exportdiversifizierung in den internationalen Produktionsprozeß integriert, und es werden dadurch neben dem Weltmarktpreissystem auch technologische und kommerzielle Fähigkeiten importiert. Drittens bedeutet Exportdiversifizierung eine Verschiebung der Exportstruktur zugunsten von Gütern mit höherer Einkommenselastizität. Viertens könnten im Zuge der Exportdiversifizierung unterschiedliche Exportstrukturen der Nachfolgestaaten entwickelt werden. Dadurch wären Konflikte zu umgehen, die durch einen Konkurrenzkampf auf den relativ homogenen Rohstoffmärkten entstehen könnten, wenn dieser durch einen Abwertungs- bzw. Subventionierungswettkampf ausgetragen wird. Insgesamt trägt die Exportdiversifizierung wesentlich zur Stabilisierung der Devisenbilanz und damit des Devisenmarktes eines Landes bei. Vor allem für Länder mit relativ engen Devisenmärkten wie den Nachfolgestaaten würde dadurch das Wechselkursmanagement wesentlich erleichtert.

Aufgrund der Bedeutung der Handelsbeziehungen für die Geld- und Wechselkurspolitik ergibt sich für die Nachfolgestaaten der Sowjetunion ein Dilemma: Der Handel zwischen diesen Staaten selbst ist als Orientierung für das Preissystem und für die Lockerung der Devisenrestriktion weitgehend ungeeignet, und der Handel mit anderen Staaten ist bislang kaum entwickelt.

Im Mittelpunkt der Handelsbeziehungen zwischen den Nachfolgestaaten steht Rußland. Rußland diente in der Sowjetunion sowohl als Hauptabsatzmarkt als auch als Hauptbezugsquelle von Vorleistungen. Letzteres traf und trifft nach wie vor auf den Energiebereich zu. So importierten etwa die Ukraine und Weißrußland zu Zeiten der Sowjetunion zwischen 90 und 97 vH ihres Energiebedarfs aus Rußland (Michalopoulos und Tarr 1992). Deshalb erscheint es nur natürlich, daß die Nachfolgestaaten der Sowjetunion ihre Geld- und Wechselkurspolitik an den internen Handelsbeziehungen ausrichten. Dagegen spricht

allerdings die Tatsache, daß dieser Handel in erheblichem Maße verzerrt ist (Langhammer 1994: 3 f.):

– So wurde der interrepublikanische Handel innerhalb von Branchen gegenüber dem interrepublikanischen Handel zwischen Branchen bevorzugt (IMF et al. 1991). Grund dafür war die Existenz von Ministerien, die für spezifische Branchen zuständig waren bzw. die Organisation von Ministerien nach Branchensichtspunkten. Da die Ministerien über den Produktions- und Absatzprozeß entschieden, gibt es zwei mögliche Erklärungsmuster für diese Organisationsform. Einerseits könnten durch den Handel innerhalb einer Branche Transaktionskosten minimiert worden sein. Andererseits legt die polit-ökonomische Theorie nahe, daß der Handel innerhalb von Branchen dazu gedient hat, die Macht der jeweiligen Ministerien zu maximieren.

– Ein weiteres Charakteristikum des Handels in der Sowjetunion war die starke Konzentration der Produktion (Sagers et al. 1991: 190–193). Hieraus ergibt sich eine gegenseitige Abhängigkeit der Nachfolgestaaten und eine Überspezialisierung in der Produktion. Diese Hypothese war zwar in empirischen Tests bisher nicht eindeutig nachzuweisen (Brown et al. 1993), wird jedoch durch Einzelinformationen gestützt.

– Schließlich waren die Preise im internen Handel stark verzerrt. Produktspezifische Subventionen und indirekte Steuern führten zu einem Verhältnis zwischen Weltmarktpreisen und internen Preisen zwischen 2,7 für Öl und Gas und 0,33 für die Leichtindustrie (Orlowski 1993). Fehldeklarationen sorgten allgemein für massive indirekte Transfers von exportierenden zu importierenden Republiken. Nettozahler in diesem System war neben Rußland noch Turkmenistan; der größte Transfer fand zwischen Rußland und der Ukraine statt (50 vH der russischen Nettotransfers im Energiesektor). Nach dem Zusammenbruch der Rubelzone wurden diese Transfers als Zahlungsbilanzdefizite transparent und durch direkte Transfers mittels Einräumung von Kreditrahmen seitens Rußlands ersetzt. Dadurch wurde die monetäre Steuerung in Rußland erheblich gestört (Abschnitt C.I). Die Kürzung der Kreditrahmen stellte letztlich den Hauptanreiz für Länder wie Weißrußland und die Ukraine zur Einführung eigener Währungen dar.

– Die Hauptwährung im internen Handel, der Rubel, unterliegt immer noch signifikanten Konvertibilitätsbeschränkungen.

Die Handelsbeziehungen zwischen den Nachfolgestaaten dürften deshalb kaum geeignet sein, einen Orientierungsrahmen für eine eigenständige Geld- und Wechselkurspolitik abzugeben. Vielmehr wäre zu befürchten, daß eine solche Orientierung zu einer mit erheblichen Kosten verbundenen Fehlsteuerung führen würde. Plausibler erscheint deshalb eine Orientierung am Welthandel.

Dieser Handel der Nachfolgestaaten geht jedoch von einem sehr niedrigen Ausgangsniveau aus, da der Außenhandel der Sowjetunion im Durchschnitt lediglich 8 vH des BIP betrug, wobei Rußland trotz seiner Größe oberhalb und alle anderen ehemaligen Republiken unterhalb dieses Durchschnitts lagen (Odling-Smee 1992).

Soweit bereits entwickelt, findet der Drittländerhandel hauptsächlich mit den europäischen OECD-Ländern statt. 1991 betrug die Exporte in diese Länder 88 vH der Gesamtexporte, und der Importanteil lag bei 75 vH. Zu beachten ist, daß die Güterpalette dieses Handels noch weitgehend eingeschränkt ist und vornehmlich im Rohstoffbereich liegt. Zum einen erschweren fehlende Infrastrukturen und institutionelle Unsicherheiten den Zugang von Gütern des verarbeitenden Gewerbes zum Weltmarkt; zum anderen entstand ein Überschußangebot an Rohstoffen durch den Rückgang der Absorption durch den Militärssektor (Langhammer 1994: 8).

2. Wirtschaftspolitische Agenda

a. Handelspolitik

Im Bereich der Handelspolitik muß eine Ausweitung und Diversifizierung der Exporte in diejenigen Länder oberstes Ziel sein, die mit harten, d.h. konvertiblen Währungen bezahlen und die bereits in die Weltwirtschaft integriert sind. Dies sind in erster Linie die OECD-Länder. Zur Implementierung einer Exportausweitungs- und -diversifizierungsstrategie mit Hartwährungsländern sind vier grundsätzliche Entscheidungen zu treffen (Langhammer 1994: 24–29):

(1) *Handelsquoten müssen abgeschafft werden.* Zum einen erfordert die Durchsetzung von Handelsquoten eine erhebliche Verwaltungskapazität, die in den Nachfolgestaaten gering ist. Außerdem sind Quoten wenig transparent und nicht marktkonform. Eine Handelspolitik über die Festsetzung von Quoten ist deshalb inkonsistent mit der Notwendigkeit für die Nachfolgestaaten, sich in den Welthandel zu integrieren und das Weltmarktpreissystem als Orientierung für die eigenständige Geld- und Wechselkurspolitik zu nutzen. Abzulehnen ist in diesem Zusammenhang auch die Beibehaltung von Quoten im Handel zwischen den Nachfolgestaaten. Wie sich in zahlreichen Fällen in Entwicklungsländern gezeigt hat, verlängern Quoten einen notwendigen Anpassungsprozeß, indem sie Besitzstände schaffen, die durch umfangreiches Rent-seeking verteidigt werden. Außerdem kann im Falle der Nachfolgestaaten eine Bevorzugung des internen Handels mit seinen oben beschriebenen Verzerrungen kaum gerechtfertigt werden.

(2) *Exportsteuern müssen abgeschafft werden.* In einer Übergangsphase, in der nur wenige Rohstoffe exportiert werden, deren inländische Preise unterhalb des Weltmarktniveaus liegen, sind Exportsteuern zu rechtfertigen und bieten eine leicht zugängliche Besteuerungsquelle. Nach erfolgter Preisliberalisierung und beginnender Exportdiversifizierung sollten jedoch Importzölle als Hauptinstrument der Handelspolitik genutzt werden.

(3) *Die Importzollsätze sollten möglichst einheitlich sein.* Nur so kann das Weltmarktpreissystem unverzerrt importiert werden. Jüngere Erfahrungen in Entwicklungsländern zeigen, daß als Daumenregel ein Zollsystem mit höchstens fünf Zollbändern und einem Maximalzoll von höchstens 30 vH empfehlenswert ist (Thomas et al. 1991; Subramaniam et al. 1993).

(4) *Die Integration in das Welthandelssystem ist regionalen Integrationsstrategien vorzuziehen.* Dies bedeutet die Nichtdiskriminierung zwischen Handelspartnern und eine Bindung der Handelspolitik durch Annäherung an die GATT-Vereinbarungen mit dem Ziel des Beitritts. Sowohl theoretische Argumente als auch die Erfahrung mit regionalen Integrationsstrategien in Entwicklungsländern sprechen eindeutig gegen regionale Integrationsstrategien (Langhammer und Hiemenz 1990; Schweickert 1994c). Verteilungskonflikte, hohe Kosten der Marktsegmentierung und weitreichende Fehlallokation von Ressourcen würden letztlich nicht nur den Transformationsprozeß behindern, sondern auch zu einer Fehlorientierung für die Geld- und Wechselkurspolitik führen.

b. Konvertibilität

Bei der Konvertibilität sind mehrere Formen zu unterscheiden. Volle Konvertibilität bedeutet, daß die heimische Währung zum offiziellen Wechselkurs von jedem und zu jedem Zweck in ausländische Währung, d.h. in Devisen, umgetauscht werden kann (Williamson 1991b). Für die Geld- und Wechselkurspolitik bedeutet die volle Konvertibilität, daß die Zentralbank bei einem festgesetzten Wechselkurs jede Überschußnachfrage und jedes Überschußangebot, das am Markt entsteht, ausgleicht, wie dies z.B. beim Currency Board der Fall ist (Abschnitt B.I.3.a). Bei einem frei flexiblen Wechselkurs bedeutet die volle Konvertibilität, daß jede marktbedingte Schwankung von Devisenangebot bzw. -nachfrage voll auf den Wechselkurs durchschlägt und bei einem Devisenabfluß (-zufluß) eine Abwertung (Aufwertung) erfolgt. Bei festem Wechselkurs bedeutet ein Devisenabfluß (-zufluß), daß ceteris paribus die Geldbasis abnimmt (zunimmt).

Beschränkungen der Konvertibilität sind also grundsätzlich Maßnahmen, um den Devisenbestand bzw. den Wechselkurs zu stabilisieren. Sie könnten damit begründet werden, daß eine eigenständige Geld- und Wechselkurspolitik in der

Anfangsphase entlastet werden kann. Dagegen spricht, daß ein Mindestmaß an Konvertibilität schon deshalb erforderlich ist, um nicht die Liberalisierung des Außenhandels zu konterkarieren. Die Leistungsbilanzkonvertibilität für inländische Unternehmen stellt sicher, daß Handelsquoten nicht durch Devisenzuteilungen ersetzt werden, die grundsätzlich die gleichen Effekte wie Quoten haben. So ist schon von einem Übergang zu einer solchen Teilkonvertibilität zu erwarten, daß der Transformationsprozeß entscheidend erleichtert wird (Vaubel 1994):

- Zusammen mit einem Verzicht auf selektive Handelsbeschränkungen sorgt die Teilkonvertibilität dafür, daß die Preisstruktur auf dem Weltmarkt als Knappheitsindikator wirksam und die effiziente Reallokation der Produktionsfaktoren sichergestellt wird. Erfolgt dagegen eine Preisliberalisierung ohne Konvertibilität und Handelsliberalisierung, so ist eine zweite Transformationskrise aufgrund einer Fehlallokation der Ressourcen wahrscheinlich.
- Die Öffnung der Wirtschaft sorgt schon für Wettbewerb, bevor alle Unternehmen privatisiert sind. Voraussetzung ist allerdings, daß zuvor weiche Budgetrestriktionen abgebaut wurden, d.h., daß die staatlichen Unternehmen ihre Defizite nicht mehr beliebig über die Staatskasse decken können (Abschnitt E.III).
- Der Abbau von Devisenkontrollen bedeutet auch, daß die Möglichkeiten des Rent-seeking, die mit der Zuteilung von Devisen verbunden sind, beseitigt werden.

Gegen eine Teilkonvertibilität für Leistungsbilanztransaktionen der Unternehmen werden zwei Einwände erhoben, deren Stichhaltigkeit jedoch direkt vom Wechselkursregime abhängt. Zum einen wird argumentiert, daß bei geringer Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Wirtschaft die Gefahr einer weitgehenden Substitution der heimischen Produkte durch Importe entsteht, ohne daß dem entsprechende Exportzuwächse gegenüberstehen. Vernachlässigt wird dabei allerdings der Preismechanismus, der bei gegebenem Kapitalverkehr dafür sorgt, daß die Importe nicht dauerhaft stärker steigen als die Exporte. Ist der Wechselkurs flexibel, so bewirkt eine Abwertung eine relative Verbilligung der heimischen Produkte. Im Falle eines festen Wechselkurses muß eine monetäre Kontraktion für eine relative Verbilligung der heimischen Produkte gegenüber Importen sorgen, indem das inländische Preisniveau weniger stark steigt als das ausländische. In jedem Fall erfolgt eine Abwertung des realen Wechselkurses. Wie in Abschnitt B.II.3 dargestellt, besteht bei einer Anpassung mit festem Wechselkurs die Gefahr erheblicher Verzögerungen und damit verbundener Arbeitslosigkeit. Befürchtet man also starke Handelsbilanzdefizite bei konver-

tibler Währung, so ist ein System flexibler Wechselkurse eher geeignet, internes und externes Gleichgewicht sicherzustellen.

Der zweite Einwand bezieht sich auf den geringen Bestand an Devisenreserven in den Transformationsländern. Bei geringen Devisenreserven sei es nicht möglich, jede berschunachfrage am Devisenmarkt zu befriedigen und somit die Konvertibilität sicherzustellen. Es ist jedoch auch ohne jegliche Devisenreserven grundsätzlich möglich, ein Marktgleichgewicht herzustellen. Da der Wechselkurs der relative Preis zwischen in- und ausländischer Währung ist und die relative Knappheit der Währungen ausdrückt, kann eine berschunachfrage nach Devisen dadurch beseitigt werden, daß die heimische Geldmenge verknappt wird und damit die Devisen relativ reichlicher werden. Allerdings sind bei einer solchen Politik erhebliche Verzögerungen zu erwarten, die bei vorhandenen Devisenreserven durch direkte Intervention vermieden werden könnten. Sicherer ist deshalb bei geringen Devisenreserven wiederum die Strategie flexibler Wechselkurse, die jeglichen Interventionsbedarf vermeidet.

Es läßt sich also festhalten, daß eine Teilkonvertibilität für Leistungsbilanztransaktionen eine notwendige Voraussetzung für die wünschenswerte Integration der Nachfolgestaaten der Sowjetunion darstellt und daß diese Teilkonvertibilität bei geringer Flexibilität der heimischen Geldpolitik bzw. der heimischen Preise durch einen festen Wechselkurs stark gefährdet wird. Die Argumente gegen eine Teilkonvertibilität sind also Argumente gegen einen festen Wechselkurs.

Heftiger umstritten als die Teilkonvertibilität ist die volle Konvertibilität, die auch Kapitalbilanztransaktionen mit einschließt. Befürchtet werden hier negative Wirkungen sowohl von unermaigen Kapitalimporten wie auch von unermaigen Kapitalexporten (Williamson 1993; Abschnitt B.II):

- Bei einem Kapitalzulu wird der reale Wechselkurs stark aufwerten. Dies wiederum wird die Wettbewerbsfähigkeit der im Inland produzierten handelbaren Güter verschlechtern und die Aussichten für eine signifikante Exportausweitung trüben.
- Ein Kapitalzulu kann kurzfristig die Finanzierung eines langfristig nicht haltbaren fiskalischen Defizits ermöglichen und damit die nachfolgende Krise verschärfen.
- Sind Anpassungsprozesse im realwirtschaftlichen Sektor noch nicht abgeschlossen, besteht die Gefahr, daß das ausländische Kapital in die falschen Branchen gelenkt wird (immiserising growth). Ein vergleichbares Resultat wäre zu befürchten, wenn der Finanzmarkt eines Landes noch nicht in der Lage wäre, die Allokation der finanziellen Ressourcen effizient zu vollziehen.

- Bei einem Kapitalabfluß besteht die Gefahr, daß durch Kapitalflucht die begrenzten finanziellen Ressourcen, die den Nachfolgestaaten für wachstumsorientierte Investitionen zu Verfügung stehen, weiter reduziert werden.
- Bei festem Wechselkurs besteht bei erheblichen Kapitalabflüssen die Gefahr, daß die dadurch bedingte monetäre Kontraktion zu dramatischen Wachstumseinbrüchen führt oder daß es bei beschränkten Devisenreserven zu einer Zahlungsbilanzkrise bzw. zu einer spekulativen Attacke kommt. Schließlich bedeutet eine hohe Kapitalmobilität den Verlust jeglicher monetären Autonomie bei festem Wechselkurs. Die Zentralbank muß Ungleichgewichte auf dem Devisenmarkt durch Variation entweder der heimischen oder der ausländischen Komponente der Geldbasis ausgleichen.

Für das letzte Argument gilt, daß die Probleme wiederum nicht durch die Konvertibilität, sondern durch das Wechselkursregime bedingt sind. Eine hohe Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung von Kapitalströmen bedeutet bei einem festen Wechselkurs eine hohe Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung des realen Wechselkurses und eine hohe Unsicherheit hinsichtlich der zu treffenden Investitionsentscheidungen. Schließlich entsteht auch eine hohe institutionelle Unsicherheit dadurch, daß Kapitalströme die Durchhaltbarkeit eines festen Wechselkurses gefährden. Die Erfahrungen in Entwicklungsländern zeigen, daß starke Kapitalabflüsse immer zur Aufgabe des festen Wechselkurses geführt haben (Schweickert et al. 1992). Dies trifft auch auf die oben beschriebene Teilkonvertibilität für Leistungsbilanztransaktionen zu, da ein direkter Kapitalexport durch die Fehldeklaration von Handelsströmen substituiert werden kann. Insgesamt ergibt sich daraus, daß bei Unsicherheit über die Kapitalströme ein fester Wechselkurs ohne erhebliche Konvertibilitätsbeschränkungen kaum glaubwürdig sein dürfte.

Die Argumente gegen verfrühte Kapitalimporte sind dagegen unabhängig vom Wechselkursregime. Es kann daher sinnvoll sein, Kapitalimporte zu kontrollieren bis der Handel, das Finanzsystem und die heimischen Märkte dereguliert sind bzw. bis die Staatsfinanzen neu geordnet sind (Reisen 1993; Fischer 1993). Für die Transformationsländer und insbesondere für die Nachfolgestaaten der Sowjetunion dürfte dies jedoch kaum eine realistische Alternative darstellen. Sie stehen dem Dilemma gegenüber, daß ihnen die administrativen und institutionellen Voraussetzungen für eine effektive Kontrolle fehlen (Fischer und Reisen 1992). Schon für die Entwicklungsländer hat sich gezeigt, daß Kapitalverkehrskontrollen weitgehend ineffektiv sind und deshalb immer mehr Länder auf sie verzichten (Quirk 1989). Außerdem würden Ressourcen, die für den Aufbau eines effektiven Kontrollsystems verwendet wür-

den, in anderen wichtigen Reformbereichen wie der Wettbewerbspolitik, der Finanzpolitik oder der Handelspolitik fehlen.⁹⁶

Für die praktische Wirtschaftspolitik bedeutet dies neben einer genauen Risikoabschätzung im Falle fester Wechselkurse die Notwendigkeit, die de facto vorhandene volle Konvertibilität anzuerkennen und die diskutierten Voraussetzungen zur Maximierung des Nutzens aus Kapitalströmen so schnell wie möglich zu schaffen. In diesem Fall ist auch von erheblichen Kapitalabflüssen keine Gefahr zu erwarten, da sie nicht zu dauerhaften Nettoabflüssen führen (Vaubel 1994). Verknappt sich das Kapital im Inland aufgrund eines Kapitalabflusses, so wird die (risikobereinigte) Ertragsrate auf inländische Investitionen steigen und ausländisches Kapital so lange anlocken, bis die realen Ertragsraten wieder ausgeglichen sind. Dabei würde das kapitalexportierende Transformationsland gewinnen, da mit dem ausgleichenden Kapitalimport auch ein Technologietransfer verbunden ist.

Für die außenwirtschaftspolitische Agenda zur Unterstützung der Einführung eigenständiger Währungen ergibt sich

- die Liberalisierung des Außenhandels durch möglichst einheitliche, nicht-diskriminierende Importzölle und die Integration in die Welthandelsordnung und
- die Einführung der vollen Konvertibilität und die Schaffung der Voraussetzungen für eine effiziente Kapitalallokation.

3. Stand der Neuorientierung der Handelsbeziehungen

a. *Rußland*

Die außenwirtschaftliche Öffnung in den Staaten der GUS verläuft eher zögerlich. Dies trifft auch auf Rußland zu, das in dieser Beziehung eine Vorreiterrolle übernehmen könnte. Die von der Sowjetunion geerbten Strukturen bestimmen nach wie vor die Handelspolitik und finden ihren Ausdruck in diskretionären Eingriffen (Langhammer 1994: 9 ff.; IMF 1994; DIW et al. 1994a, 1994c).

Bei den Importen gibt es zwar weder Quoten noch — mit wenigen Ausnahmen — eine Lizenzpflicht. Zölle spielen jedoch noch keine wesentliche Rolle.

⁹⁶ Daß ein solcher Ressourcenaufwand erheblich sein kann, zeigt das Beispiel Großbritanniens. Nach Abschaffung der Devisenkontrollen wurden hier neben einem Viertel der Zahl der Beschäftigten in der Zentralbank auch im privaten Bereich Arbeitskräfte entlassen, die zuvor für Verhandlungen mit der Zentralbank notwendig waren (Williamson 1993).

Das System der Importzölle wurde mehrmals mit einer Tendenz zu verstärkter Diskriminierung geändert. Die letzte Änderung fand im März 1994 statt. Dabei wurde das alte System mit Zöllen zwischen 5 und 15 vH für die meisten Güter und einem durchschnittlichen Zollsatz von 8,1 vH durch ein neues System mit 17 Zollbändern, einem Spitzensatz von über 50 vH und einem Durchschnittszoll von 12,5 vH ersetzt. Entwicklungsländer und die GUS sind von Importzöllen befreit, während für Importe aus Ländern, mit denen kein Meistbegünstigungsabkommen in Kraft ist, der doppelte Importzoll zu entrichten ist. Insgesamt bedeutet diese zunehmende Diversifizierung der Zollsätze wegen der Notwendigkeit der Klassifizierung und Überprüfung des Ursprungslandes einen administrativen Aufwand, dem die im Aufbau befindliche Finanzadministration kaum gewachsen sein dürfte. Außerdem hielten zahlreiche Ausnahmeregelungen das Zollsystem weiter aus. So wurden 1993 die Importzölle nach Schätzungen des Finanzministeriums lediglich auf 5 vH der gesamten Importe angewandt. Positiv ist zu vermerken, daß die Subventionierung der als essentiell eingestuften Importe wie z.B. Getreide, Rohzucker und anderer Grundnahrungsmittel bereits 1993 erheblich reduziert und inzwischen abgeschafft wurde.

Die Exportseite ist noch wesentlich stärker reguliert als die Importseite. Insbesondere der Rohstoffsektor unterliegt hier einer selektiven und diskretionären Lizenzpflicht. Zusätzlich muß ein Teil der erhaltenen Devisen bei der Zentralbank abgeliefert werden. Für Rußland wurde geschätzt, daß die Devisenabführung zu einer Belastung der Exporteinnahmen führt, die etwa einer Exportsteuer von 5 vH entspricht und daß dies zu einer verringerten Deklaration der Exporteinnahmen von etwa 25 vH des gesamten Exportvolumens in harten Währung führte.

Positiv ist zu vermerken, daß die Pflicht zur Ablieferung von Devisenerlösen zunehmend reduziert wurde, indem den Exporteuren erlaubt wurde, 50 vH ihrer Devisenerlöse innerhalb von zwei Wochen auf dem Devisenmarkt zu verkaufen (Abschnitt C.I.1). Außerdem zeichneten sich 1994 im Bereich der Handelspolitik deutliche Liberalisierungsschritte ab. So wurde beschlossen, die Exportbeschränkungen für zahlreiche Rohstoffe weitgehend abzubauen. Da die Inlandspreise für Rohstoffe nunmehr schrittweise auf Weltmarktniveau angehoben werden, sollen die Exportquoten abgeschafft und die Exportsteuern gesenkt werden. Zu erwarten ist, daß dadurch die Devisenknappheit gelockert wird. Um das Protektionsniveau für die importsubstituierenden Wirtschaftssektoren aufrechtzuerhalten, sollen die Importzölle angehoben werden.

Sollten diese Maßnahmen tatsächlich umgesetzt werden, so würde dies selbst bei gleichbleibendem Protektionsniveau einen wesentlichen Schritt in Richtung des oben skizzierten Außenhandelsregimes bedeuten. Voraussetzung dafür, daß das Weltmarktpreissystem tatsächlich importiert werden und sowohl für einen effizienten Reallokationsprozeß als auch für eine effektive Geld- und Wäh-

rungspolitik sorgen kann, wäre allerdings, daß sich die Unternehmen bei ihren Entscheidungen tatsächlich an diesem Preissystem orientieren müssen.

Dazu müßten allerdings vier weitere Bedingungen erfüllt sein. Erstens müßten die Ausnahmeregelungen bei den Zolltarifen beseitigt und letztere erheblich vereinfacht werden. Nur so kann erwartet werden, daß das Zollsystem bei beschränkten administrativen Kapazitäten auch durchgesetzt wird. Zweitens müßte der Einfluß des Staates auf die Unternehmen durch den Abschluß des Privatisierungsprozesses bzw. durch die Einführung von harten Budgetrestriktionen für die Staatsunternehmen beseitigt werden. Wie unten zu diskutieren sein wird, ist Rußland von einer solchen Situation noch weit entfernt. Drittens müßte die volle Konvertibilität des Rubels hergestellt werden. Auch diese Maßnahme ist in Rußland trotz der graduellen Liberalisierung der Devisenregulierungen in den letzten Jahren noch nicht umgesetzt worden. Zwar wurden die gespaltenen Wechselkurse abgeschafft, die Leistungsbilanzkonvertibilität ist jedoch für Ausländer noch nicht vollständig hergestellt und die Regulierung von Devisenerlösen noch nicht beseitigt. Beschränkungen bestehen ferner für Transaktionen, die die Kapitalbilanz betreffen. Viertens wären durch eine Verstärkung des Handelsregimes die Unsicherheit der Privaten und somit die Transaktionskosten des externen Handels zu reduzieren.

Die Bewertung des Zusammenhangs zwischen Leistungsbilanz und der Wechselkurspolitik muß angesichts der immer noch erheblichen Verzerrung der relativen Preise schwer fallen. Generell zeigt sich ein wachsender Überschuß der Handelsbilanz sowohl im Handel mit den Nachfolgestaaten als auch im Drittländerhandel (Tabelle 16). Dies ist auf eine generelle Steigerung der Exporte und auf sinkende Importe im Drittländerhandel zurückzuführen. Angesichts der dramatischen realen Aufwertung seit 1992 muß dies zunächst überraschen. Drei Aspekte sind hierfür entscheidend. Erstens verbesserten sich die russischen Terms of Trade durch das Angleichen der Rohstoffpreise an das Weltmarktpreisniveau erheblich. Zweitens werden die Importe systematisch unterschätzt, da unklar ist, inwieweit der Außenhandel mittlerer und kleiner Unternehmen berücksichtigt wird. Der dritte — und wohl auch entscheidende — Punkt ist jedoch das Ausbleiben eines signifikanten Kapitalzuflusses.

Die russische Reformpolitik genießt offensichtlich keine Glaubwürdigkeit bei ausländischen Investoren. Dazu trägt auch die Geld- und Wechselkurspolitik entscheidend bei. Die reale Aufwertung des Rubels, die durch die Interventionen der Zentralbank am Devisenmarkt bedingt ist, entspricht nicht einer Aufwertung des gleichgewichtigen realen Wechselkurses, sondern einer realen Überbewertung. Zwar verzeichnet Rußland steigende Devisenreserven; dies ist jedoch nur dadurch möglich, daß die russische Regierung ihren Schuldendienstverpflichtungen nicht nachkommt und dies von westlichen Gläubigern durch Umschuldungen toleriert wird. So entsprachen 1993 die durch Umschuldung

Tabelle 16 — Russische Zahlungsbilanz 1992–1993 (Mrd. Dollar)

	Drittländer		Nachfolgestaaten	
	1992	1993	1992	1993
Leistungsbilanz	-5,7	2,3	1,5	3,6
Handelsbilanz	4,4	11,9	1,5	5,0
Exporte	41,6	46,3	10,8	15,4
Importe	-37,2	-34,3	-9,3	-10,4
Kapitalbilanz	-1,2	-10,1	0,0	-7,7
Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen	-6,4	-6,5	3,1	1,3
Devisenbilanz	-13,3	-14,4	4,6	-2,9
Nettoreserven	0,8	3,4	-	-
Umschuldung	nv	-11,2	0,0	-2,5
Bilaterale Verrechnungskonten	-	-	4,6	-0,9
Zahlung in konvertibler Währung	-	-	0,0	0,4

nv = nicht verfügbar.

Quelle: IMF (1994d).

eingesparten Devisen in etwa dem Handelsbilanzüberschuß. Dies bedeutet, daß die im Handel erwirtschafteten Devisen eigentlich zur Begleichung des Schuldendienstes gereicht hätten. Allerdings wäre in diesem Fall kein Devisenzufluß, sondern ein erheblicher Devisenabfluß die Folge gewesen. Dieser ist jedoch ein deutliches Zeichen für einen überbewerteten Wechselkurs. Weiteres Zeichen für die Überbewertung und die geringe Glaubwürdigkeit der russischen Reformpolitik ist die signifikante Kapitalflucht. 1993 betrug der Posten der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen mehr als 50 vH des Handelsbilanzsaldos. Geht man davon aus, daß dieser Posten hauptsächlich Ausdruck von Kapitalflucht ist, so sind 50 vH der offiziellen Nettoexporterlöse inoffiziell im Ausland angelegt worden. Für das erste Halbjahr 1994 erhält man ungefähr die gleiche Relation. Dabei ist wohl davon auszugehen, daß die inoffiziellen Exporterlöse vollständig im Ausland angelegt wurden.

Dies zeigt, daß Rußland auf dem besten Wege ist, aus den Erfahrungen zahlreicher Entwicklungsländer nicht zu lernen, sondern vielmehr deren Fehler zu wiederholen. Diese Erfahrungen zeigen eindeutig, daß bei nichtkooperativen Beziehungen zwischen Gläubigern und Schuldner, die zu ständigen Umschuldungen führen, nicht zu erwarten ist, daß private Gläubiger neue Kredite bereitstellen (Nunnenkamp und Schweickert 1989; Funke et al. 1992). Nur von

privaten Gläubigern sind jedoch Nettokapitalzuflüsse in dem Ausmaß zu erwarten, wie sie angesichts des russischen Kapital- und Devisenmangels im Transformationsprozeß notwendig wären. Statt jedoch Devisenzuflüsse für den Schuldendienst zu verwenden und so positive Signale für die Kooperationsbereitschaft mit externen Gläubigern zu setzen, finanzieren die knappen Devisen die Kapitalflucht und werden für die Stützung des russischen Rubels verwendet. Dadurch wird die reale Überbewertung mindestens konserviert, wahrscheinlich jedoch gesteigert und der Devisenmangel weiter verschärft.

Die reale Überbewertung konterkariert letztlich auch die bereits eingeleiteten Schritte zur Liberalisierung des Außenhandels. So kann eine signifikante Exportdiversifizierung und -steigerung nur gelingen, wenn die Wettbewerbsfähigkeit der Exporte durch die Überbewertung nicht beeinträchtigt wird und die Signale für die Allokation der Investitionen nicht durch eine künstliche Verbilligung der gehandelten Güter in die falsche Richtung, d.h. in die Produktion von nichthandelbaren Gütern, gelenkt wird. So zeigt die Struktur der russischen Exporte einen weiterhin dominierenden und steigenden Anteil von Energieträgern und Rohstoffen.

Insgesamt läßt sich konstatieren, daß sich die russische Außenhandelspolitik langsam und mit zeitweiligen Rückschlägen in Richtung Liberalisierung bewegt. Entscheidend wäre deshalb, den Liberalisierungsprozeß zu verstetigen. Die russischen Bemühungen um eine Einbindung in das internationale Handelssystem des GATT, das Partnerschaftsabkommen mit der EU, die Zollunion mit Weißrußland und die Freihandelsvereinbarungen mit allen anderen Staaten der GUS können dazu beitragen. Ohne die Durchsetzung von marktwirtschaftlichen Entscheidungsprozessen in den russischen Unternehmen und ohne den Abbau der Überbewertung und die Aufnahme kooperativer Beziehungen zu den internationalen Gläubigern wird der Versuch der Integration in den Weltmarkt jedoch kaum gelingen. Der Beitrag, den die Geld- und Wechselkurspolitik leisten kann, ist der Abbau der realen Überbewertung, sei es durch Zulassen einer verstärkten nominalen Abwertung oder durch eine restriktivere Geldpolitik.

b. Weißrußland

Die weißrussische Außenhandelspolitik zeigt deutliche Parallelen zur russischen. Wie in allen Nachfolgestaaten unterlag der Warenaustausch zunächst einer umfassenden staatlichen Regulierung. Neben einer Lizenzpflicht für die meisten Importe und Exporte sowie Importabgaben mußten zwischen 30 und 70 vH der Devisenerlöse aus Exporten zu einem extrem überbewerteten Rubelkurs an die Regierung verkauft werden. Außerdem wurde 1992 der größere Teil des Handels noch im Rahmen von Barter-Geschäften abgewickelt. Dies betraf

sowohl den Handel mit den Nachfolgestaaten, den Handel mit Transformationsländern, als auch den Handel mit Industrieländern (DIW et al. 1992a, 1992b).

Nach zahlreichen Änderungen dieser Regulierungen wurde 1994 im Rahmen der Verhandlungen über eine Währungsunion eine Zollunion mit Rußland vereinbart, die praktisch die Übernahme der russischen Regulierungen durch Weißrußland impliziert (DIW et al. 1994b). Dies bedeutet, daß Weißrußland grundsätzlich eine regionale Integrationsstrategie gegenüber einer nicht-diskriminierenden Öffnung seiner Märkte bevorzugt. Wie stark die Zollunion diskriminierend gegenüber den Importen z.B. aus Industrieländern wirkt, hängt von der unstillen Entwicklung der russischen Importpolitik ab.

Auf der Exportseite sollen wesentliche Liberalisierungsschritte unternommen werden, die mit einer Ausnahme zu einheitlichen Regelungen für den Handel mit Nachfolgestaaten und Drittländern führen würden. So soll die Sondersteuer von 15 vH auf Exporterlöse aus Staaten außerhalb der GUS abgeschafft werden. Der Zwangsumtausch von Exporterlösen in russischen Rubeln zum Marktkurs soll — entsprechend der Regelung für Staaten außerhalb der GUS — von 100 auf 50 vH herabgesetzt werden. Exportlizenzen und -quoten sowie Sondersteuern auf bestimmte Exporte sollen bis auf wenige Ausnahmen entfallen.

Die beschriebenen Maßnahmen zeigen, daß auf Beschränkungen der Leistungsbilanzkonvertibilität vorerst nicht verzichtet werden soll. Außerdem ist zu berücksichtigen, daß der Einfluß des Staates auf Produktions- und Handelsentscheidungen der Unternehmen ungebrochen ist und daß die Refinanzierung defizitärer Unternehmen über weiche Budgetrestriktion gesichert ist. Unter diesen Umständen kann der durch die bisher vollzogene Handelsliberalisierung mögliche Wettbewerbsdruck nicht effektiv werden, und signifikante strukturelle Anpassungen sind noch nicht in Sicht.

Die Entwicklung der Handelsbilanz (Tabelle 17) zeigt deutliche Symptome der fehlenden Strukturanpassung. In Abschnitt C.II.2 wurde gezeigt, daß der weißrussische Rubel 1993 gegenüber dem Dollar real aufgewertet und gegenüber dem russischen Rubel real abgewertet hat. Die Importe zeigten die zu erwartende Reaktion: Drittländerimporte nahmen zu und Importe aus den Nachfolgestaaten ab. Dagegen fielen die weißrussischen Exporte in beide Ländergruppen, also unabhängig von den Verschiebungen der relativen Preise, geringer aus. Dadurch verschlechterte sich die Handelsbilanz gegenüber beiden Ländergruppen — eine Tendenz, die sich auch 1994 fortsetzte.

Als weiteres Symptom der fehlenden Strukturanpassung ist festzuhalten, daß trotz außenwirtschaftlicher Öffnung und deutlicher Verschiebungen der relativen Preise im Handel mit den Nachfolgestaaten auf der einen und dem Handel mit Drittländern auf der anderen Seite die Länderstruktur des weißrussischen Außenhandels nahezu unverändert blieb. Seit 1992 hat sich das Gewicht des

Tabelle 17 — Weißrussische Zahlungsbilanz 1992–1994 (Mill. Dollar)

	Drittländer			Nachfolgestaaten ^a		
	1992	1993	1994 ^b	1992	1993	1994 ^b
Leistungsbilanz	319	-172	-117	-188	-243	-193
Handelsbilanz	289	-158	-62	-246	-195	-227
Exporte	1 082	838	477	2 498	2 108	691
Importe	-793	-996	-539	-2 744	-2 303	-918
Kapitalbilanz	-94	301	23	-293	247	47
Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen	-198	-114	44	209	-202	135
Devisenbilanz	27	14	-50	-274	-198	-11

^a1992 und 1993 mit baltischen Staaten. — ^b1. Halbjahr.

Quelle: DIW et al. (1994b), unveröffentlichte Arbeitsunterlagen des IWF bzw. der weißrussischen Zentralbank, eigene Berechnungen.

Drittländerhandels lediglich geringfügig erhöht, und das Gewicht des Handels mit den Nachfolgestaaten lag im ersten Halbjahr 1994 immer noch bei 55 vH (Exporte) bzw. 68 vH (Importe) (Abschnitt D.II.1.c).

Bei der Güterstruktur der Exporte zeigen sich dagegen stärkere Veränderungen. Von 1990 bis 1992 sank die Bedeutung der drei wichtigsten Exportgüterkategorien (Maschinen und Metallprodukte, Chemische Produkte, Produkte der Leichtindustrie) von 77 auf 51 vH (EIU 1994b(3), 1994c). Im Jahr 1993 stellten schließlich die Textilprodukte zusammen mit Fahrzeugen und Transportausrüstung 39 vH der gesamten Exporte (Lücke 1994). Zwei Gründe können dafür angeführt werden, daß diese Exportdiversifizierung nicht zu einer Exportausweitung geführt hat. Erstens hat die reale Aufwertung gegenüber dem Dollar die Wettbewerbsfähigkeit der weißrussischen Produkte auf dem Weltmarkt entscheidend geschwächt. Zweitens scheidet die Erschließung von Exportmärkten oft lediglich an Engpaßfaktoren wie mangelnder Erfahrung und administrativen Hemmnissen.

Kredite Rußlands sowie Kredite internationaler Organisationen sorgten 1993 dafür, daß das Leistungsbilanzdefizit ausgeglichen werden und der (offizielle) Devisenabfluß eingedämmt werden konnte (DIW et al. 1994d). Die Fortsetzung dieser Strategie dürfte jedoch kaum möglich sein. Erstens läßt der Posten statistisch nicht aufgliederbarer Transaktionen eine erhebliche Kapitalflucht vermuten, die im Verhältnis zu Drittländern durch die Kapitalzufuhr erheblich mitfinanziert wurde. Zweitens ergaben sich 1994 bereits wieder erhebliche Zahlungsrückstände Weißrußlands aus der Einfuhr von Energieträgern. Dabei ging

der Kapitalzufluß 1994 erheblich zurück. Schließlich steigt, drittens, die Auslandsverschuldung dramatisch an; 1993 entsprach diese bereits 40 vH des BIP. Dabei ist zu bedenken, daß Weißrußland im Gegensatz zu Rußland keine Alt-schulden von der Sowjetunion übernommen hat.

Zusammengenommen weisen die Entwicklungen der weißrussischen Zahlungsbilanz eindeutig auf einen überbewerteten Wechselkurs hin, der bereits auf mittlere Sicht die Gefahr einer Schuldenkrise birgt. Die im letzten Abschnitt im Falle Rußlands gezogenen Schlußfolgerungen gelten entsprechend. Als deutlicher Unterschied zu Rußland ist lediglich festzuhalten, daß die Ausgangslage für die Fixierung des Wechselkurses aufgrund des bereits bestehenden strukturellen Leistungsbilanzdefizits noch ungünstiger wäre. Selbst eine Fixierung des Wechselkurses gegenüber dem russischen Rubel ist ohne weitreichende Reformen nicht durchzuhalten, es sei denn, Rußland wäre bereit, das strukturelle Leistungsbilanzdefizit auf absehbare Zeit zu finanzieren. Daß davon nicht auszugehen ist, belegen die Verhandlungen über die Bildung einer Währungsunion, bei denen das Interesse Weißrußlands an einer gesicherten Liquiditätsversorgung durch finanzielle Transfers dem Interesse Rußlands an einer Beschränkung seiner Gläubigerfunktion gegenüberstand (Abschnitt D.III). Als Alternative bleibt der weißrussischen Regierung lediglich eine weitere Flexibilisierung der Wechselkurse, um die Devisenbilanz zu stabilisieren und Zeit für dringend notwendige Strukturreformen zu gewinnen.

c. *Ukraine*

Von den hier untersuchten vier Nachfolgestaaten der Sowjetunion ist die Außenwirtschaftspolitik der Ukraine noch am deutlichsten von der sowjetischen Erblast geprägt. Wenn überhaupt, dann wurden lediglich alte durch neue Planungsinstrumente und Regulierungen ersetzt, so daß von einer wesentlichen Liberalisierung des Außenhandels keine Rede sein kann (Clement et al. 1993a, 1994).

Auf der Importseite ist seit Januar 1993 ein relativ übersichtliches Zollsystem in Kraft, dessen Sätze im internationalen Vergleich sehr niedrig sind und das in etwa dem russischen Zollsystem vergleichbar ist. Die Wirkungen dieses Zollsystems werden jedoch von den Wirkungen bilateraler Handelsabkommen mit den Nachfolgestaaten überlagert. Die bilateralen Abkommen spezifizieren die gehandelten Gütermengen. Diese werden durch Quoten und Staatsaufträge implementiert, so daß Preise — wenn überhaupt — nur eine untergeordnete Rolle spielen. Außerdem sollen einem Erlaß vom September 1994 gemäß die nichttarifären Eingriffe auf der Importseite verstärkt werden (*Nachrichten für den Außenhandel* vom 7. und 10. Oktober 1994). Erstens sollen nicht näher spezifizierte Importe eingeschränkt werden. Davon werden in erster Linie die

sogenannten nichtkritischen Importe betroffen sein, für die wohl eine Liste und entsprechende Quoten erstellt werden sollen. Zweitens sollen inländische Hersteller von importsubstituierenden Produkten durch Steuererleichterungen und verbilligte Kredite unterstützt werden. Drittens ist beabsichtigt, nach Herkunftsländern und Qualitätsmerkmalen differenzierte Verbrauchsteuern für Güter des nichtkritischen Imports festzulegen. Schließlich soll viertens die Devisenregulierung weiter verstärkt werden. Die dem Staat im Rahmen des Zwangsverkaufs von Devisenerlösen ukrainischer Exportunternehmen zur Verfügung stehenden Devisen würden dann durch einen Schlüssel auf die Importe von sogenannten kritischen Importen aufgeteilt. Die Importzölle dürften bei diesen Maßnahmen weitgehend redundant sein.

Für die Exportseite hat die ukrainische Regierung seit Beginn des Jahres 1993 eine Reihe von Dekreten zur Exportregulierung erlassen. Um den Ausverkauf strategischer Güter zu verhindern, wurde der Kreis der quotierten und lizenzierten Güter erweitert. Er umfaßt die meisten Rohstoffe, Vorprodukte und landwirtschaftlichen Güter. Die Dekrete des Jahres 1993 versuchten entweder, die Liste der Güter, die unter die Exportquoten fallen, auszuweiten, oder sie zu reduzieren. Seit Mai 1994 unterliegen etwa 40 vH des Exportwerts einer Quotierung. Von diesen Quoten werden lediglich 5 vH versteigert. Der Rest wird im Rahmen von Staatsaufträgen und Exportprogrammen zugeteilt (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Soweit Exporte nicht im Rahmen von Staatsaufträgen oder Exportquoten abgewickelt werden, fällt ein Exportzoll an, der in der Regel zwischen 10 und 30 vH liegt und der vermeiden soll, daß subventionierte Produkte zu Inlandspreisen auf dem Weltmarkt angeboten werden. Der Staat selbst kauft jedoch im Rahmen sogenannter Staatskontrakte Exportgüter zu Inlandspreisen auf und vertreibt sie auf dem Weltmarkt. Außerdem müssen die Exporteure 50 vH ihrer Devisenerlöse verkaufen, wobei je 10 vH am Devisenmarkt und an die Zentralbank zum Marktkurs zu veräußern sind und 30 vH zum offiziellen Wechselkurs an das staatliche Komitee geleitet werden, das die Devisen für kritische Importe zuteilt.

Insgesamt ist die ukrainische Außenwirtschaftspolitik als diskretionär und restriktiv zu bezeichnen, der Karbowanez ist nicht konvertibel, und Importzölle spielen kaum eine Rolle. Außerdem leiden die außenwirtschaftlichen Beziehungen unter einer mangelnden Kontinuität der gesetzlichen, zoll- und steuerrechtlichen Grundlagen. Soweit der internationale Preiszusammenhang überhaupt wirksam werden konnte, dürfte der Kurs des Karbowanez, sowie die erheblichen Schwankungen des realen Wechselkurses, die sich aus wiederholten Versuchen, den Wechselkurs sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem Rubel zu fixieren, und der selbst im Vergleich mit Rußland extrem hohen Inflationsrate ergeben, zu der Abkoppelung der ukrainischen Wirtschaft von der Weltwirtschaft wesentlich beigetragen haben.

Der Desintegrationsprozeß wird in der Zahlungsbilanz der Ukraine deutlich (Tabelle 18). Sowohl die gesamten Exporte als auch die gesamten Importe sanken von 1991 auf 1993 um über 70 vH. Das Gewicht des Handels mit Drittländern ist lediglich deshalb gestiegen, weil der Einbruch im Handel mit den Nachfolgestaaten noch dramatischer war als im Handel mit den Drittländern. Die sich im Handel mit den Nachfolgestaaten öffnende Schere zwischen Importen — im wesentlichen Energieträgern aus Rußland — und Exporten führte außerdem zu einer defizitären Leistungsbilanz. Aufgrund der fehlenden Bereitschaft internationaler Gläubiger, Kredite zu gewähren, und der durch Devisenregulierungen eher verstärkten Kapitalflucht ergibt sich eine dramatische Devisenknappheit. So kam die Ukraine 1993 ihren Zahlungsverpflichtungen gegenüber Energielieferanten aus den Nachfolgestaaten, aber auch im steigenden Maß gegenüber Gläubigern aus Drittländern nicht nach, und Ende 1994 dürften die Bruttodevisenreserven lediglich die Importe einer Woche gedeckt haben (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Dies bedeutet, daß die Einführung eines einheitlichen und flexiblen Wechselkurs noch dringender geboten ist als in Rußland und Weißrußland. Dies muß jedoch von einer signifikanten Liberalisierung des Außenhandels begleitet werden, weil bei Beibehaltung des hohen Regulierungsgrades auch die Änderung der Wechselkurspolitik aufgrund der weitgehenden Ineffektivität des monetären Instrumentariums kaum zu einer Entspannung der Devisensituation beitragen kann.

Tabelle 18 — Ukrainische Zahlungsbilanz 1991–1993 (Mrd. Dollar)

	Drittländer			Nachfolgestaaten		
	1991	1992	1993	1991	1992	1993
Leistungsbilanz	-2,0	0,5	0,7	-0,9	-1,2	-1,5
Handelsbilanz	-2,7	0,5	0,5	-0,7	-1,1	-3,0
Exporte	7,3	6,0	5,2	42,7	5,3	7,6
Importe	-10,0	-5,5	-4,7	-43,4	-6,4	-10,6
Kapitalbilanz	nv	-0,4	-0,5	nv	-1,7	0,2
Devisenbilanz	nv	0,1	-0,2	nv	-2,9	-1,3

nv = nicht verfügbar.

Quelle: Clement et al. (1993a), IMF (interne Arbeitsunterlagen).

d. *Estland*

Im scharfen Gegensatz zu den drei anderen Nachfolgestaaten hat Estland seinen Außenhandel sehr schnell liberalisiert (Schrader 1994: 26 f.; EIU 1994a). So fehlen auf der Exportseite jegliche Handelshemmnisse wie etwa Zölle, Quoten und Lizenzen. Auch diskretionäre Maßnahmen zur Exportförderung werden nicht angewandt. Bei den jüngst beschlossenen Exportförderungsmaßnahmen werden zwar neue Produkte, die den Verarbeitungsgrad erhöhen, bevorzugt. Allgemein steht jedoch die Förderung neuer Produkte zur Ausweitung und Diversifizierung des Handels im Vordergrund. Gefördert werden sollen außerdem nur Maßnahmen, die den Markteintritt erleichtern. Schließlich wird ein Zuschuß nur einmal gewährt, um eine dauerhafte Protektion auszuschließen (*Nachrichten für den Außenhandel* vom 18. August 1994). Auf der Importseite finden sich lediglich für einige Produkte wie Pelze, Pelzprodukte, Autos, Fahrräder und Yachten Importzölle zwischen 10 und 16 vH. Außerdem wird von den estnischen Importeuren die Mehrwertsteuer erhoben und beim Weiterverkauf rückerstattet. Für Exporte und Importe werden Bearbeitungsgebühren von 0,5 vH des Warenwertes erhoben (für Re-Exporte 250 estnische Kronen pro Partie).

Auch die Regelungen bezüglich der Konvertibilität beeinträchtigen den Außenhandel nicht, da die estnische Krone schon länger für Leistungsbilanztransaktionen konvertibel ist. Nach der Zulassung von Fremdwährungskonten innerhalb Estlands im Mai 1994 wurden auch letzte Konvertibilitätsbeschränkungen aufgehoben, und die estnische Krone ist somit voll konvertibel (Abschnitt C.IV). Damit hat die estnische Wirtschaftspolitik die in Abschnitt E.II.2 aufgestellte Agenda zur außenwirtschaftlichen Öffnung und zur Integration in den Weltmarkt vollständig umgesetzt.

Die Ausrichtung auf neue Märkte wird auch durch die Wechselkurspolitik unterstützt. Durch die Orientierung an der Deutschen Mark importiert Estland das Weltmarktpreissystem und ermöglicht so eine effiziente Reallokation seiner Ressourcen. Die Fixierung des Wechselkurses gegenüber der D-Mark ist jedoch für den Import der Weltmarktpreise keine Voraussetzung, sie entscheidet vielmehr über das Niveau der Preise handelbarer Güter relativ zu den Preisen der nichthandelbaren Güter, d.h. über die Entwicklung des realen Wechselkurses. Aufgrund der im Vergleich zu Deutschland höheren Inflationsrate wertete die estnische Krone real stark auf. Durch den stabilen realen Wechselkurs zwischen der D-Mark und den anderen Haupthandelswährungen — insbesondere zwischen D-Mark und Dollar — gilt dies auch für den realen Wert der estnischen Krone gegenüber den anderen Haupthandelswährungen.

Die Leistungsbilanz zeigt die aufgrund der theoretischen Überlegungen in Abschnitt B.II zu erwartenden Reaktionen (Tabelle 19). Ein Überschuß der

Handelsbilanz von 7 vH des BIP im Jahr 1991 verwandelte sich in ein Defizit mit steigender Tendenz: das Defizit für das erste Halbjahr 1994 überstieg bereits das Defizit für das gesamte Jahr 1993. Im Gegensatz zu Weißrußland und der Ukraine bedeutet dies bisher keine Überbewertung der nationalen Währung, da das Verschwinden des Handelsbilanzüberschusses durch die stark gestiegenen Kapitalimporte mehr als kompensiert wurden. Wie in Abschnitt C.IV dargestellt, ermöglichte der starke Devisenzufluß sogar eine monetäre Expansion. Somit zeigt Estland das typische Muster von glaubwürdigen Stabilisierungsprogrammen mit Wechselkursfixierung in Entwicklungsländern wie etwa Argentinien (Schweickert 1994a). Das gestiegene Vertrauen sowohl der Inländer als auch der ausländischen Investoren verhindert eine Kapitalflucht und fördert die inländische Verwendung interner und externer Ersparnisse.

Tabelle 19 — Estnische Zahlungsbilanz 1992–1994 (Mill. estnische Kronen)

	1992	1993	1994 (1. Hj.)
Leistungsbilanz	1 839	493	-1 208
Handelsbilanz	136	-1 733	-2 476
Exporte	5 548	10 763	7 797
Importe	-5 412	-12 496	-10 273
Kapitalbilanz	-342	2 548	1 625
Direktinvestitionen	705	2 129	1 604
Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen	-677	-877	526
Devisenbilanz	820	2 164	-29

Quelle: Eesti Pank (1993: 11) und Eesti Pank, *Quartalsberichte* (1994(3): 31, 1994(1): 17).

Dies zeigt allerdings auch das Risiko dieser Stabilisierungsstrategie. Schnelle Stabilisierungserfolge werden mit einer zunehmenden Abhängigkeit von Kapitalimporten erkaufte. So zeigt der leichte Rückgang der Währungsreserven im ersten Halbjahr 1994, daß die Möglichkeit, ständig steigende Handelsdefizite durch Kapitalimporte zu finanzieren, begrenzt ist. Für die Geldpolitik bedeutet das, daß die Geldschöpfung beschränkt wird und die reale Geldmenge bei einer Inflationsrate von 50 vH im ersten Halbjahr 1994 im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode abnehmen kann, daß also eine monetäre Kontraktion stattfindet.

Diese Entwicklung belegt das Funktionieren des nominalen Ankers. Wenn die Geldverknappung die Inflationsrate dämpft, so wird sich die reale Aufwertung verlangsamen, das Handelsbilanzdefizit wird eingedämmt und die Devi-

senbilanz somit stabilisiert. Hat die estnische Inflationsrate das deutsche Niveau erreicht oder nimmt der Devisenabfluß noch erheblich zu, so könnte ein solcher automatischer Anpassungsprozeß jedoch einen Deflationsprozeß bedeuten, der sehr schwierig durchzuhalten ist. Es kommt deshalb darauf an, daß Estland mit Hilfe des importierten Kapitals eine stabile Exportbasis aufbaut, mit deren Hilfe das Handelsbilanzdefizit auf einem haltbaren Niveau stabilisiert werden kann. Andernfalls ist zu erwarten, daß der feste Wechselkurs aufgegeben werden muß.

Die bisher zu beobachtende Umorientierung der estnischen Handelsströme bietet für den Aufbau einer stabilen Exportbasis ein erstes positives Zeichen. Seit 1992 übersteigt der Drittländerhandel den Handel mit den Staaten der ehemaligen Sowjetunion, und das gesamte reale Außenhandelsvolumen ist wieder gestiegen. Auch die Struktur der Exporte und Importe zeigt deutliche Zeichen eines Reallokationsprozesses. So erfolgt der Export von Tieren und Tierprodukten zwar weiterhin an osteuropäische Abnehmer, da der EU-Markt weitgehend verschlossen bleibt. Allerdings erfolgen die Lieferungen nun an zahlungskräftige Importeure in den Rohstoffregionen Sibiriens und des Urals sowie als EU-Nahrungsmittelhilfe in andere Teile Rußlands. An Bedeutung gewonnen hat auch der Bereich Tabak und Spirituosen durch Zusammenarbeit mit nordeuropäischen Investoren bzw. durch die Erschließung neuer Märkte in Nordeuropa und Nordamerika. Auf dem Weg zur Bedeutungslosigkeit befindet sich dagegen die chemische Industrie, die nahezu ausschließlich in Staatshandelsländer geliefert hatte. Eine Umorientierung auf westliche Märkte findet im Textilbereich statt, der einen starken Einbruch erlebt hatte.

Diese Umstrukturierung zeigt, daß der Wettbewerb auf dem Weltmarkt als Orientierung und Motor des Reallokationsprozesses greift und daß der Import des Weltmarktpreissystems für die Effektivität der monetären wirtschaftspolitischen Instrumente sorgt. Grundlage dafür war die zügige Umsetzung der zur Integration in den Weltmarkt notwendigen wirtschaftspolitischen Maßnahmen. Positiv ist auch zu bewerten, daß Estland versucht, die bisher vollzogenen außenwirtschaftlichen Reformen institutionell durch einen Beitritt zum GATT abzusichern und die externen Märkte durch Freihandelsabkommen z.B. mit seinen baltischen Nachbarn zu erweitern.

Es darf jedoch nicht vergessen werden, daß die günstige Entwicklung der Devisenbilanz nach Öffnung der Märkte und Fixierung des Wechselkurses entscheidend durch die offensichtliche Glaubwürdigkeit des estnischen Currency-Board-Systems ermöglicht wurde. Nur bei Beibehaltung dieser Glaubwürdigkeit kann durch Kapitalimporte Zeit für eine vollständige Umstrukturierung gewonnen werden. Selbst unter diesen Umständen ist jedoch fraglich, ob Kapitalimporte in ausreichendem Maße zur Verfügung stehen. Bisher wurde der Kapitalzufluß bisher nahezu ausschließlich durch Direktinvestitionen gewährleistet

(Tabelle 19). Direktinvestitionen bieten eine stabile Grundlage für den Kapitalverkehr, da spekulative Motive weitgehend ausgeschlossen werden, sie sind jedoch wenig flexibel und können nicht an die im Handelsbereich entstehende Finanzierungslücke angepaßt werden. Entscheidend für die Durchhaltbarkeit des festen Wechselkurses ist aber neben der Glaubwürdigkeit des Currency Boards und der Flexibilität der estnischen Preise der Zugang zum Weltmarkt für kommerzielle Kredite.

4. Bewertung

Vergleicht man die Fortschritte der vier hier untersuchten Nachfolgestaaten der Sowjetunion bei der Neuorientierung ihrer außenwirtschaftlichen Beziehungen, so ergibt sich eine klare Rangfolge. Während Estland die Regulierung seiner Exporte aufgegeben, ein einfaches System der Handelsbesteuerung implementiert und die volle Konvertibilität seiner Währung hergestellt hat, kann man in der Ukraine von einer signifikanten Liberalisierung der außenwirtschaftlichen Beziehungen kaum sprechen. Bestenfalls sind hier alte durch neue Planungsinstrumente, d.h. nichttarifäre Import- und Exportregulierung durch Quotierung, Lizenzierung, Staatsaufträge und Devisenbewirtschaftung, ersetzt worden.

Rußland und Weißrußland, das sich bemüht, seine Außenwirtschaftspolitik an die Rußlands anzugleichen, sind bei ihren Liberalisierungsbemühungen deutlich weiter als die Ukraine, hinken aber immer noch hinter der estnischen Liberalisierungspolitik hinterher. Die Entwicklung in Estland kann deshalb als Maßstab für die Neuorientierung der außenwirtschaftlichen Beziehungen der Nachfolgestaaten gelten. So müßte das russische Zollsystem noch wesentlich vereinfacht werden, um den administrativen Kapazitäten der Finanzverwaltung zu entsprechen und Möglichkeiten der Diskriminierung auszuschließen. Außerdem müßte der Rubel voll konvertibel und müßten weiche Budgetrestriktionen der russischen Unternehmen beseitigt werden, um eine Orientierung der Produktions- und Investitionsentscheidungen an den Signalen des Weltmarktpreissystems und die Effektivität der Geld- und Wechselkurspolitik zu garantieren.

Der Außenhandel der Nachfolgestaaten war, mit Ausnahme des russischen, der von der Anpassung der Preise für Energieträger an die Weltmarktpreise profitierte, zunehmend defizitär. Verantwortlich dafür dürfte im wesentlichen die allgemeine reale Aufwertungsstendenz sein, die sowohl bei allen Währungen gegenüber der D-Mark bzw. dem Dollar als auch beim weißrussischen Rubel und beim ukrainischen Karbowanez gegenüber dem russischen Rubel in den letzten Jahren zu beobachten war. Ausgelöst wurde die reale Aufwertung durch den Versuch, den nominalen Wechselkurs gegenüber einer Währung zu fixieren, die wesentlich weniger inflationierte.

Wie schon bei der Außenhandelspolitik sind aber wesentliche Unterschiede zwischen Estland und den anderen Nachfolgestaaten festzuhalten. Die Wechselkursfixierung der estnischen Krone gegenüber der D-Mark führte zu einem Kapitalzufluß (im wesentlichen durch Direktinvestitionen), der zumindest bis 1993 in der Lage war, das steigende Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Im ersten Halbjahr 1994 waren erstmals Devisenabflüsse zu verzeichnen, die, bei weiterem Anwachsen, zu einer erheblichen monetären Kontraktion führen müßten, die wiederum die Durchhaltbarkeit des festen Wechselkurses gefährden könnte. Von einer Überbewertung der estnischen Währung kann jedoch noch nicht gesprochen werden.

Im Gegensatz zur Entwicklung der estnischen Zahlungsbilanz wiesen die Zahlungsbilanzen der anderen drei Nachfolgestaaten erhebliche Devisenabflüsse aus, die nur durch teilweises Aussetzen des Schuldendienstes eingedämmt werden konnten. Dies galt sogar trotz eines Leistungsbilanzüberschusses für Rußland. Verantwortlich dafür waren ein sehr geringer Nettokapitalzufluß (Weißrußland) bzw. ein Nettokapitalabfluß (Rußland, Ukraine). Neben diesen Problemen beim offiziellen Kapitalverkehr litten alle drei Nachfolgestaaten unter einer erheblichen Kapitalflucht. Die Währungen Rußlands, Weißrußlands und der Ukraine zeigen deshalb deutliche Zeichen einer überbewerteten Währung. Die Versuche zur Wechselkursstabilisierung bzw. -fixierung waren somit nicht mit der gleichzeitig erfolgten monetären Expansion konsistent.

Solange die monetäre Expansion nicht entscheidend zurückgefahren werden kann, sollte eine höhere Wechselkursflexibilität dafür sorgen, daß die Entwicklung des realen Wechselkurs nicht mehr von der Geldpolitik bestimmt wird, sondern von den realwirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Der bei einer Freigabe der Wechselkurse zu erwartende Abbau der Überbewertung durch eine Abwertung könnte die Devisenbilanzen stabilisieren. Voraussetzung hierfür wären allerdings die Konvertibilität der Währungen und die Liberalisierung des Außenhandels, die gewährleisten, daß Relativpreisänderungen auch entsprechende Anpassungsprozesse zur Folge haben.

Ein stetiger Devisenzufluß könnte dann dazu verwendet werden, den Schuldendienst zu leisten, um über kooperative Beziehungen zu den externen Gläubigern den Zugang zum Weltkapitalmarkt zu erreichen. Subventionierte Kredite, sei es von Rußland im Rahmen einer Zahlungsunion oder von externen Gläubigern im Rahmen eines Stabilisierungsfonds, können hierfür kein Substitut sein. Sie würden vielmehr Anreize bieten, den notwendigen Anpassungsprozeß zu verzögern.

Für die Wechselkursregime Rußlands, Weißrußlands und der Ukraine würde dies bedeuten, daß der nominale Wechselkurs zumindest im Rahmen eines passiven Crawling peg an die Inflationsdifferenz zwischen In- und Ausland anzupassen wäre. Die Bandbreiten um einen solchen passiven Crawling peg müß-

ten um so größer ausfallen, je instabiler die monetäre Expansion, je größer die Wahrscheinlichkeit negativer externer Schocks, je geringer die Flexibilität der relativen Preise im Inland und je geringer die Managementkapazitäten der geldpolitischen Behörde sind.

Für Estland besteht derzeit kein akuter Bedarf, das Wechselkursregime zu ändern. Es ist zwar zu erwarten, daß das Stabilisierungsprogramm nun in seine kritische Phase eintritt und der Abwertungsdruck auf die estnische Krone zunehmen kann. Eine Aufgabe des festen Wechselkurses vor einer endgültigen Stabilisierung könnte jedoch auch die bisher erreichte Stabilisierung gefährden.

5. Exkurs: Zahlungsunion versus privater Zahlungsverkehr

Durch die Einführung eigenständiger, nichtkonvertibler Währungen entstanden erhebliche Probleme im Zahlungsverkehr, die die Handelsbeziehungen zwischen den Nachfolgestaaten erheblich stören. Zu unterscheiden sind dabei ein Liquiditäts- und ein Solvenzproblem; als Lösung wird die Einführung einer Zahlungsunion für die GUS vorgeschlagen (Bofinger und Gros 1992).

Ein Liquiditätsproblem entsteht dadurch, daß der Handel zwischen zwei Ländern mit nichtkonvertiblen Währungen in einer konvertiblen Fremdwährung abgewickelt werden muß, da beide Seiten wenig Interesse zeigen, nichtkonvertible Währungen gegen Güter zu tauschen. Es muß also eine hohe Transaktionskasse an konvertiblen Währungen gehalten werden. Bei der in Transformationsländern gegebenen Knappheit an konvertiblen Währungen, d.h. an Devisenreserven, werden Handelsbeziehungen durch die verfügbare Transaktionskasse an Devisen beschränkt.

Ein Solvenzproblem entsteht dadurch, daß strukturelle Defizite einen Devisenabfluß bewirken, der die Devisenreserven erschöpfen kann. Dies ist jedoch ein Problem, das in erster Linie durch das Wechselkursregime bedingt ist. Ist der Wechselkurs flexibel, so können strukturelle Defizite der Devisenbilanz zwar gegenüber einzelnen Ländern, nicht jedoch gegenüber allen Ländern auftreten. Bei starkem Kapitalexport würden insgesamt die Importe durch eine starke Abwertung der Währung komprimiert. Die Gründe für einen dauerhaften Kapitalexport liegen dann aber bei der allgemeinen Wirtschaftspolitik und können durch eine Zahlungsverkehrspolitik nicht behoben werden.

Grundsätzlich funktioniert eine Zahlungsunion wie folgt. Der Importeur bezahlt in seiner Währung den Preis der importierten Ware an seine Bank. Diese wiederum weist die Bank des Exporteurs an, diesen in dessen Währung zu bezahlen. Die der Bank des Importeurs entstehende Devisenverbindlichkeit wird von der Zentralbank des Importeurs gedeckt. Die Bank des Exporteurs erhält die Mittel zur Bezahlung des Exporteurs von ihrer Zentralbank. Beide Zentral-

banken melden ihre Forderungen bzw. Verbindlichkeiten an eine Clearingstelle. Am Ende jeder Periode wird der zwischen den Zentralbanken entstehende Saldo in Devisen ermittelt. Dieser Saldo führt bis zu einem zu bestimmenden Limit zu Krediten der Zentralbanken der Nettoexporteure an die Zentralbanken der Nettoimporteure; der verbleibende Rest ist mit Devisen zu begleichen. Möglich ist dabei, daß die Zentralbanken selbst sowohl das Bankgeschäft als auch das Clearing übernehmen. Die ökonomischen Effekte eines solchen Mechanismus sind (Langhammer et al. 1990):

- eine Verringerung der Kosten der Transaktionskassen in Devisen vom gesamten Importwert auf den Nettoimportwert,
- die Übernahme des Währungs- und Ausfallrisikos durch die Zentralbank des Importeurs,
- die Einräumung einer zinslosen Kreditlinie zwischen den Abrechnungszeitpunkten,
- die dauerhafte und eventuell zinsgünstige Finanzierung struktureller Defizite durch die Zentralbanken der Nettoexporteure.

Neben der Einsparung an Transaktionskasse würde also der Handel innerhalb der Zahlungsunion subventioniert. Wenn die oben angeführte Argumentation, daß die Einführung eigenständiger Währungen von einer Weltmarktausrichtung des Außenhandels profitieren würde, richtig ist, dann wäre eine Förderung des interrepublikanischen Handels jedoch kaum wünschenswert. Nimmt man hinzu, daß die Legalisierung der De-facto-Konvertibilität nicht aufgeschoben werden sollte, so bleibt als Begründung für eine Zahlungsunion nur noch der Fall, daß das dominante Land — Rußland — im Gegensatz zu seinen Nachbarstaaten Konvertibilitätsbeschränkungen beibehalten würde (Schmieding 1992a).

Gegen eine Zahlungsunion spricht schließlich, daß sie Effizienzverluste zur Folge hat und für die beteiligten Akteure eher geringe Anreize zur Beteiligung bietet (Langhammer et al. 1990: 30, 82 ff.). Erstens werden private Banken aus dem Clearing und Kreditgeschäft verdrängt bzw. wird die Entwicklung von Banken in diesem Bereich verhindert. Zweitens sind die Anreize der Exporteure gering, ihre Geschäfte über die Institutionen der Zahlungsunion abzuwickeln. Da sie nicht in Devisen, sondern in eigener Währung bezahlt werden, sind sie bei eigenen Importen auf die Zuteilung von Devisen angewiesen. Drittens ist wenig wahrscheinlich, daß die eingesparten Devisen für interne Importe verwendet werden, die sonst unterblieben wären. Schließlich haben auch die Zentralbanken der Exporteure bzw. der Importeure kaum einen Anreiz, dauerhaft die Subventionskosten in Form günstiger Kredite bzw. durch eine Übernahme der Wechselkurs- und Ausfallrisiken zu tragen.

Die im Dezember 1993 von 7 Nachfolgestaaten (Rußland, Weißrußland, Kasachstan, Moldavien, Tadschikistan, Turkmenistan und Usbekistan) gegründete Interstaaten Bank (IB) kann deshalb bestenfalls eine Übergangslösung bis zur effizienten Abwicklung des interrepublikanischen Zahlungsverkehrs durch Geschäftsbanken darstellen, die gegenwärtig noch unter der eingeschränkten Konvertibilität nationaler Währung und dem erst im Aufbau begriffenen Finanzsystem leidet.

Die IB funktioniert im Prinzip, wie dies oben für den allgemeinen Fall einer Zahlungsunion dargestellt wurde. Nach diesen Ausführungen wäre es wünschenswert, wenn bei der IB sowohl die Kreditierung von Defiziten als auch das Subventionselement möglichst gering wären, um negative Anreizwirkungen zu vermeiden. Zur Beurteilung der IB in dieser Hinsicht sind vier Aspekte zu beachten (Duchene und Gros 1993; IMF 1994):

- Grundsätzlich gilt der russische Rubel als Verrechnungseinheit. Es können jedoch auch andere Währungen verwendet werden, die dann zu einem Wechselkurs in Rubel umgerechnet werden, der täglich von der Zentralbank des importierenden Landes gemeldet wird.
- Die IB berechnet jeden Tag die Nettodefizit- bzw. -überschußposition jedes Landes gegenüber allen anderen Ländern. Die täglichen Positionen werden addiert, wobei Zinsen für bis zum Vortag akkumulierte Defizite (Überschüsse) abgezogen (addiert) werden.
- Die akkumulierten Nettopositionen werden alle zwei Wochen bei einer Verzögerung um drei Tage ausgeglichen.
- In der Führung der IB sind alle beteiligten Länder vertreten. Dabei entfallen 50 vH der Stimmen auf Rußland; die Stimmenanteile der übrigen Mitglieder ergeben sich aus ihrem Anteil am interrepublikanischen Handel.
- Zahlungskredite, die von der russischen Zentralbank bereitgestellt werden, sind für jedes Land begrenzt.

Die konkreten Konditionen der Zahlungsabwicklung über die IB hängen somit von zahlreichen Variablen ab, ohne deren Kenntnis keine genaue Bestimmung des Kredit- bzw. Subventionselements möglich ist. So können Kreditlimits, Wechselkurse für die Berechnung des Rubelwerts sowie Zinsen für die täglichen Positionen und für die Kredite diskretionär bestimmt werden. Kritisch zu bewerten ist auch, daß die Abrechnungsperiode — d.h. die tägliche Abrechnung bei einer Verzögerung um zwei Geschäftstage — wesentlich länger ist als bei westlichen Zahlungssystemen.

Derzeit ist ein starker Anstieg des Subventionselements wohl kaum zu befürchten, da Rußland als Nettoexporteur die Kosten der Subventionierung trägt

und über sein Stimmrecht auch die Entscheidungen der IB kontrollieren kann. Gestützt wird diese Vermutung durch die russische Haltung bei der Umschuldung der Zahlungsdefizite der anderen Nachfolgestaaten, die im Rahmen des alten Zahlungssystems aufgelaufen waren. Diese wurden auf zwischenstaatliche Kredite auf Dollarbasis umgestellt und mit einem über dem LIBOR liegenden Zins versehen (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Wünschenswert wäre jedoch, die Kreditgewährung vollständig vom Zahlungsverkehrssystem zu trennen und durch die ausschließliche Abrechnung in einer konvertiblen Währung und die Verkürzung der Abrechnungsperiode das Subventionselement auf die Übernahme der Währungs- und Ausfallrisiken durch die beteiligten Zentralbanken zu begrenzen. Die Funktion der IB wäre dann auf die einer reinen Clearingstelle beschränkt. Dadurch würde weitgehend verhindert, daß die IB der Entwicklung des privaten Zahlungsverkehrs über die Geschäftsbanken im Wege steht. Ein solcher Mechanismus entwickelt sich bereits in starkem Maße innerhalb Rußlands aber auch im interrepublikanischen Zahlungsverkehr (Puseizer und Micheler 1994; Müller 1994). An die Stelle der Zentralbank tritt dabei eine Geschäftsbank, soweit sie über eine entsprechende Lizenz verfügt. Im Falle des interrepublikanischen Zahlungsverkehrs konvertiert sie die Währung entweder an der Börse oder auf Basis einer Spezialvereinbarung mit einer Korrespondenzbank im Zielland und schreibt den konvertierten Betrag dem Konto der Korrespondenzbank gut. Eine Auslandsüberweisung über Korrespondenzbanken dauert im Regelfall nur wenige Werktage.

Als Folge von Problemen, die mit bilateralen Korrespondenzbeziehungen verbunden sind, wie dem Fehlen flächendeckender Bankverbindungen, unzureichender Kreditlinien und geringer Standardisierung von Akkreditiven, des Dokumenteninkassos bzw. von Bankgarantien, ist es bereits zu Versuchen von größeren Banken gekommen, durch die Einrichtung möglichst vieler Korrespondenzkonten Standards zu setzen oder sich in Bankengruppen zusammenzuschließen. Bei einem solchen Zusammenschluß wird die Clearingfunktion dann einer Bank innerhalb des Verbundes übertragen. Ein anderer Weg besteht in der Gründung einer privaten Clearingstelle. So ist bereits im Januar 1993 die erste interrepublikanische Clearing-Kammer gegründet worden. Beteiligt waren zu diesem Zeitpunkt 30 Geschäftsbanken aus fast allen Nachfolgestaaten (*Nachrichten für den Außenhandel* vom 28. Januar 1993).

Eine Alternative zum Aufbau von Korrespondenzbeziehungen zwischen Geschäftsbanken besteht in der Nutzung von Bankenwechseln im Zahlungsverkehr innerhalb der GUS. Viele Geschäftsbanken stellen Solawechsel aus oder akzeptieren auf sie gezogene Wechsel, mit welchen Importeure ihre Verbindlichkeiten begleichen können. Mittlerweile haben sich eine Reihe von Geschäftsbanken zu Außenhandelsfinanzierungssyndikaten zusammengeschlossen,

die Auslandswechsel in allen Währungen der Nachfolgestaaten der Sowjetunion akzeptieren und ausstellen.

Zahlen über den Anteil des privaten am gesamten Zahlungsverkehr in der GUS liegen nicht vor. Es ist jedoch von einer starken Expansion dieses Bereiches des Bankengeschäfts auszugehen, so daß der Zahlungsverkehr über die Zentralbanken zunehmend an Bedeutung verlieren wird. Diese Entwicklung würde sich bei Herstellung der vollen Konvertibilität der nationalen Währungen der Nachfolgestaaten sowie umfangreicher Finanzmarktreformen noch beschleunigen. So wird z.B. in Rußland die Gründung privater Clearingstellen durch die restriktive Haltung der Zentralbank behindert, die einer Lizenzvergabe bisher eher ablehnend gegenübersteht.

Externe Hilfe sollte sich deshalb auf die technische Unterstützung von Finanzmarktreformen und die Schaffung effizienter Devisenmärkte konzentrieren (Baliño et al. 1994; OECD 1994). Die externe Bereitstellung von Krediten für den Zahlungsverkehr über die IB wäre dagegen kontraproduktiv. Sie könnte bewirken, daß sich die IB zu einer wichtigen Bürokratie entwickelt, die über eine Subventionierung des Zahlungsverkehrs versucht, die Expansion des Zahlungsverkehrs über die Geschäftsbanken zu bremsen.

Zusammengenommen besagen die angeführten Argumente, daß eine Zahlungsunion entweder nicht effektiv ist oder aber bei gegebener Effektivität falsche Anreize setzt und die erstbeste Lösung, d.h. die Einführung der Konvertibilität, vorzuziehen ist.

III. Fiskalpolitik bei unabhängiger Währung

1. Bedeutung der Fiskalpolitik

Die Darstellung der Stabilisierungs- und Anpassungsprozesse in Abschnitt B.II hat gezeigt, daß die Fähigkeit, eine Überbewertung des realen Wechselkurses zu bekämpfen, entscheidend für den Erfolg jedes makroökonomischen Managements ist. Es wurde auch deutlich, daß der uneingeschränkte Einsatz der Geldpolitik, d.h. eine monetäre Kontraktion bei festem Wechselkurs, bzw. der uneingeschränkte Einsatz der Wechselkurspolitik, d.h. eine nominale Abwertung bei flexiblem Wechselkurs, notwendige Voraussetzung für eine erfolgreiche reale Abwertung ist.

Der Staatshaushalt wird zu einer wesentlichen Restriktion für den Einsatz der wirtschaftspolitischen Instrumente, sobald die interne und externe Finanzierung von Defiziten sowie Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen nur be-

grenzt möglich sind. Die relativen Vorteile von monetärer Kontraktion und nominaler Abwertung bestimmen sich unter diesen Umständen aus der jeweiligen Wirkung auf das Budgetdefizit. Dieses wird sich in dem Maße erhöhen, wie eine Strategie Wachstumseinbußen und damit geringere Steuereinnahmen nach sich zieht oder direkt die Einnahmen des Staates vermindert. Gleiches gilt, wenn erhöhte Staatsausgaben anfallen, die nicht durch Ausgabenkürzungen in anderen Bereichen ausgeglichen werden können. Selbst wenn kompensierende Ausgabenkürzungen erfolgen, ist mit gesamtwirtschaftlichen Kosten zu rechnen. Aus polit-ökonomischen Gründen werden traditionell vor allem investive Ausgaben reduziert, so daß Wachstumsverluste zu befürchten sind.

Je stärker eine Strategie das Staatsdefizit erhöht, um so geringer wird der Spielraum für die Abwertung des realen Wechselkurses sein, der ohne Überschreitung einer kritischen Obergrenze für das Budgetdefizit erzielt werden kann. Wird von den Privaten eine Überschreitung der kritischen Obergrenze erwartet, so sind Stabilisierungs- bzw. Anpassungsbemühungen nicht glaubwürdig, notwendige Verhaltensänderungen bleiben aus, und das Scheitern der Reformpolitik ist vorprogrammiert. Deshalb wird diejenige Strategie vorteilhaft sein, die eine bestimmte reale Abwertung bei geringem Anstieg des Budgetdefizits realisieren kann. Mindestens ist jedoch sicherzustellen, daß die vom Wechselkursregime implizierte Stabilisierungs- bzw. Anpassungsstrategie mit der Budgetsituation konsistent ist.

Für die Wirkung der monetären Kontraktion bzw. der nominalen Abwertung auf das Budgetdefizit ist die Haushaltsstruktur und insbesondere das relative Gewicht der geldmengen- bzw. wechselkursabhängigen Komponenten des Staatshaushalts von entscheidender Bedeutung (Schweickert 1993c):

– Der Spielraum für eine reale Abwertung durch eine monetäre Kontraktion kann vor allem dann begrenzt sein, wenn die Einnahmen aus der Inflationssteuer von erheblicher Bedeutung sind. Die monetäre Kontraktion droht dann zu einem erheblichen Einnahmenausfall zu führen, da durch eine geringere Inflationsrate der Steuersatz der Inflationssteuer gesenkt würde. Allerdings wird bei einer sinkenden Inflationsrate die reale Geldnachfrage zunehmen. Aufgrund der wachsenden Steuerbasis müßten die Einnahmen aus der Inflationssteuer dann steigen. Besonders in Hochinflationsländern ist zu vermuten, daß der positive Steuerbasiseffekt überwiegt, während in Ländern mit niedrigerer Inflation der Steuersatzeffekt dominiert (Dornbusch und Fischer 1990: 659 f.). Dieser Zusammenhang würde bedeuten, daß bei einer monetären Kontraktion in einem Hochinflationsland die Einnahmen aus der Inflationssteuer mit abnehmenden Inflationsraten zunächst steigen, dann jedoch fallen und schließlich gegen Null tendieren.

- Eine monetäre Kontraktion wird auch die heimische Kreditexpansion beschneiden. Erhöhen sich daraufhin die inländischen Zinssätze, so wird der Schuldendienst des Staates bzw. der staatseigenen Unternehmen steigen. Bei hoher inländischer Staatsverschuldung würde eine monetäre Kontraktion die Staatsausgaben signifikant erhöhen und die Budgetrestriktion verschärfen. Die monetäre Kontraktion erfordert außerdem im besonderen Maße eine fiskalische Disziplin. Nimmt man an, daß der Staat bzw. die staatseigenen Unternehmen nur einen gewissen Anteil am gesamten Kreditvolumen für sich beanspruchen können, so würde bei externer Kreditrationierung auch die Defizitfinanzierung des Staates eingeschränkt, zumindest jedoch private Kreditnachfrage verdrängt.
- Von einer nominalen Abwertung kann erwartet werden, daß sie die Staatsausgaben und damit das Budgetdefizit erhöht, wenn der Staat die Hauptlast des externen Schuldendienstes zu tragen hat. Mit einer nominalen Abwertung steigt der Schuldendienst in heimischer Währung, wenn die Auslandsschulden in ausländischer Währung denominiert sind. Dies gilt allerdings nur, wenn der Schuldendienst auch tatsächlich geleistet wird. Nach Ausbruch der Schuldenkrise nutzten hochverschuldete Entwicklungsländer ihre Souveränitätsrechte und vermieden einen Anstieg des externen Schuldendienstes durch dessen zeitweilige Aussetzung, verzögerte Zahlungen und umfangreiche Umschuldungsmaßnahmen (Stüven 1991: 6). Kurzfristig können so negative Auswirkungen einer Abwertung des Wechselkurses auf das Staatsbudget vermieden werden; die Erfahrung zeigt jedoch, daß bei nichtkooperativen Beziehungen eines Landes zu seinen privaten Gläubigern die wirtschaftliche Entwicklung nachhaltig beeinträchtigt wird.
- Auf der Einnahmenseite des Staatsbudgets sind vor allem die erhobenen Handelssteuern wechselkursabhängig. Die Richtung der Wirkung hängt von der Elastizität der Importnachfrage ab. Grundsätzlich erhöht eine nominale Abwertung die Preise gehandelter Güter in heimischer Währung. Bei gegebenem Zollsatz werden die Exportsteuereinnahmen in jedem Fall steigen, da zusätzlich zu der Preiserhöhung eine positive Mengenreaktion zu erwarten ist. Bei der Importbesteuerung kann es dagegen zu Steuerausfällen kommen, wenn eine hohe Preiselastizität der Importnachfrage zu einem geringeren Importwert führt.

Die Diskussion der Wirkungen der Geld- und Wechselkurspolitik auf das Staatsbudget zeigt die zentrale Bedeutung fiskalischer Reformen für die Glaubwürdigkeit und das Funktionieren eigenständiger Währungen. Allgemein wären unter Ausschluß der Inflations- und Handelssteuern die Einnahmen zu erhöhen, um Defizite zu verringern und so einen Puffer für die Finanzierung des Budgets für den Fall zu schaffen, daß z.B. eine monetäre Kontraktion über eine temporäre Erhöhung der Arbeitslosigkeit zu Einnahmenausfällen bzw. zu einem Ausgabenanstieg führen würde. Neben der Lockerung der Restriktionen für den

Einsatz der monetären wirtschaftspolitischen Instrumente wären von einer solchen Politik zwei weitere für das makroökonomische Management bei unabhängiger Währung relevante Effekte zu erwarten:

(1) In einem instabilen Umfeld könnte das Steuersystem weitgehend vom Einfluß makroökonomischer Störungen isoliert werden, um die Stabilität der Steuereinnahmen zu garantieren (Tanzi 1989). Insbesondere die Einnahmen aus indirekter Besteuerung reagieren sehr empfindlich auf Änderungen der Inflationsrate. Hier zeigt sich die gegenseitige Abhängigkeit von Stabilisierung und Staatsfinanzierung, für die reichhaltige Erfahrungen aus Entwicklungsländern vorliegen. Ohne eine Reform der Staatsfinanzen kann auf die Inflationssteuer nicht verzichtet werden; dadurch ist eine Stabilisierungspolitik nicht durchhaltbar; ohne dauerhafte Stabilisierung gelingt keine nachhaltige Steigerung und Stabilisierung indirekter Steuern. Im Gegensatz zu internen Schocks werden externe Schocks in erster Linie die Handelssteuereinnahmen destabilisieren und so möglicherweise einen Kreislauf aus sinkenden Einnahmen, höherem Defizit, hoher Geldmengenexpansion und weiter sinkenden Einnahmen in Gang setzen.

(2) Die Entwicklung der heimischen Finanzmärkte und die Liberalisierung des Außenhandels erhöhen die Effektivität einer eigenständigen Geld- und Wechselkurspolitik. Dies wird jedoch unmöglich, wenn das Staatsbudget nur durch signifikante Einnahmen aus Inflations- und Handelssteuern finanziert werden kann. Ohne fiskalische Reformen ist also sowohl die Durchführbarkeit bzw. Glaubwürdigkeit als auch die Effektivität einer eigenständigen Geld- und Wechselkurspolitik gefährdet.

2. Wirtschaftspolitische Agenda

a. Reform der Staatsfinanzen

Bei einer Reform der Staatsfinanzen ist neben dem kurzfristigen Ziel der Herstellung der Effektivität und der Durchführbarkeit geld- und währungspolitischer Strategien bei eigenständiger Währung auch die mittel- bzw. langfristig anzustrebende Optimallösung zu beachten. Kann eine mittel- bis langfristige Zielsetzung schon bei laufenden Reformmaßnahmen berücksichtigt werden, so können erhebliche Transaktionskosten gespart werden, die bei einer späteren Umgestaltung des Steuersystems anfallen würden. Zudem können dauerhafte Ineffizienzen vermieden werden, wenn sich eine Umgestaltung aufgrund institutioneller Verhärtungen als unmöglich herausstellt (Schweickert und Wiebelt 1994: 2).

Die mittel- bis langfristige Zielsetzung muß sich an den in der Steuertheorie aufgestellten Besteuerungsprinzipien orientieren:⁹⁷

– *Zwischenprodukte sollen nicht besteuert werden.* Ausnahmen hiervon sind nur zulässig, wenn Endprodukte nicht besteuert werden können bzw. wenn Verteilungsaspekte die Besteuerung von Zwischenprodukten nahelegen. Mit diesem Besteuerungsprinzip ist sowohl eine breit angelegte Mehrwertsteuer als auch eine Umsatzsteuer auf Endprodukte vereinbar. Eine Mehrwertsteuer stellt zwar höhere administrative Anforderungen, bietet dafür jedoch nach der Implementierung auch effektivere Kontrollmechanismen, insbesondere im Dienstleistungsbereich. Betrachtet man Geld als Zwischenprodukt, so muß auch die Besteuerung der Geldhaltung entfallen. Das Besteuerungsprinzip ist also mit der kurzfristigen Zielsetzung einer Steuerreform konsistent.

– *Eine zusätzliche Besteuerung von Gütern ist mit Externalitäten zu begründen.* Die Möglichkeiten, solche Zusatzsteuern zu erheben, dürfte einerseits in Transformationsländern einfacher sein, da die Privaten sich ohnehin an völlig veränderte Relativpreise anpassen müssen. Andererseits werden Umgehungsstrategien mit der Höhe der Zusatzsteuer und bei beschränkten administrativen Kontrollmöglichkeiten zunehmend lohnend und Zusatzsteuern somit ineffektiv.

– *Differenzierte Steuersätze können durch Effizienz- und Verteilungsziele gerechtfertigt werden.* Aus Effizienzgründen müßten die Güter mit der höchsten Komplementarität zur Freizeit am höchsten besteuert werden. Aufgrund der auch für Industrieländer schon schwierigen, wenn nicht unmöglichen Quantifizierung der Komplementarität bleibt als Hauptgrund für differenzierte Produktsteuern das Verteilungsziel. Eine verteilungspolitisch motivierte Differenzierung bleibt jedoch eine zweitbeste Lösung. So kann eine höhere Besteuerung für Luxusgüter die Umverteilung über direkte Steuern und direkte Transfers ersetzen, wenn das Finanzsystem in diesen Bereichen noch ungenügend entwickelt ist. Der Differenzierung werden allerdings durch den damit verbundenen administrativen Aufwand bzw. die zunehmende Einflußnahme von Interessengruppen enge Grenzen gesetzt.

– *Heimisch produzierte und importierte Güter sollen mit dem gleichen Steuersatz belegt werden.* Dieses Prinzip schließt sowohl Importzölle als auch Importquoten unmittelbar aus, ist also mit der kurzfristigen Zielsetzung einer Steuerreform konsistent. Theoretisch begründbare Ausnahmen bilden lediglich der Schutz neuer Industrien (infant industries) sowie der Fall zunehmender Skalenerträge in der Produktion. Wie im Falle differenzierter Steuersätze gilt auch hier, daß die geringe Quantifizierbarkeit, der hohe administrative Aufwand und

⁹⁷ Vgl. Atkinson und Stiglitz (1987), Ahmad und Stern (1989, 1991), Burgess und Stern (1993), Hussain und Stern (1993: 16–20).

die Gefahr, durch dauerhafte Protektion Monopolrenten zu schaffen, den Ausnahmefällen enge Grenzen setzen.

– Die Steuerbasis für die persönliche Einkommensteuer ist möglichst breit zu wählen und sollte alle Einkommensarten umfassen. Der administrative Aufwand zur Feststellung und Durchsetzung ist für Einkommensströme in der Regel höher als für Güterströme. Dies gilt insbesondere für Kapitaleinkommen im Falle von Kapitalimporten bzw. -exporten. Aus Effizienzgründen sollte der marginale Steuersatz zuerst steigen und dann wieder fallen.

– Eine gesonderte Besteuerung von Unternehmensgewinnen ist nur in Ausnahmefällen wünschenswert. Zum einen bietet sich hier eine Möglichkeit, Monopolrenten bzw. das Einkommen von Ausländern zu besteuern. Zum anderen bietet sie einen wichtigen Anhaltspunkt bei der Feststellung von Einkommensströmen. Letzteres ist eher ein Argument gegen die Abschaffung als für die Einführung einer Besteuerung von Unternehmensgewinnen.

Insgesamt ergibt sich aus den Besteuerungsprinzipien der normativen Theorie folgende mit der kurzfristigen Zielsetzung der Vermeidung der Inflations- und Handelssteuer konsistente mittel- bzw. langfristige Zielsetzung für eine Steuerreform in Transformationsländern:

- Das Ersetzen von Umsatzsteuern und staatlichen Preisregulierungen durch eine Mehrwertsteuer mit breiter Basis und Zusatzsteuern für ausgewählte Produkte.
- Die Einführung einer persönlichen Einkommensteuer mit möglichst breiter Steuerbasis unter Einschluß der Arbeitnehmerbeiträge zu Sozialversicherungen.
- Das Ersetzen von einer Besteuerung der Unternehmen durch eine Besteuerung von Personen, d.h. die Integration einer Besteuerung von Unternehmensgewinnen in die persönliche Einkommensbesteuerung.
- Die Einführung von Vermögensteuern.

Grundsätzlich würden diese Reformschritte die Einführung eines modifizierten Steuersystems nach westeuropäischem Muster bedeuten. Gegen die sofortige und vollständige Umsetzung aller Reformschritte im Transformationsprozeß spricht die Notwendigkeit der Sicherung der Staatseinnahmen sowie besondere institutionelle Voraussetzungen (Hussain und Stern 1993: 23–28).

Im Zuge des Transformationsprozesses kann sich der Staat einer Situation gegenübersehen, in der die traditionellen Einnahmen etwa aus impliziter Unternehmensbesteuerung schneller schwinden, als neue Steuern implementiert werden können. Gleichzeitig muß der Staat wichtigen Aufgaben im Bereich der sozialen Sicherung und beim Aufbau einer adäquaten Infrastruktur nachkommen, die die Möglichkeiten zur Reduzierung der Staatsausgaben beschränken.

Eine unvorsichtige Reformpolitik könnte dann nicht nur zu einem Einbruch bei den Staatseinnahmen, sondern auch zu einer Beeinträchtigung des wirtschaftlichen Wachstums führen. Außerdem erfordert der Einsatz geld- und währungspolitischer Instrumente finanzielle Reserven. Ist der Instrumenteneinsatz beschränkt, so kann auch hier durch dauerhafte interne bzw. externe Ungleichgewichte der Wachstumsprozeß beeinträchtigt werden. Dadurch bedingte weitere Einnahmenverluste und Ausgabenerhöhungen aufgrund höherer Arbeitslosigkeit würden die Möglichkeit, sinnvolle Staatsausgaben zu tätigen, weiter beschränken.

Im Transformationsprozeß muß die Sicherung der Staatseinnahmen deshalb Priorität vor einem möglichst schnellen Erreichen des langfristig anzustrebenden Steuersystems genießen. Die Erfahrung in Entwicklungsländern belegt, daß die Einführung indirekter Steuern kurzfristig am effektivsten ist. Deshalb ist der indirekten Besteuerung im Transformationsprozeß ein wesentlich höheres Gewicht beizumessen als im langfristigen Gleichgewicht. Dies trifft insbesondere für die Inflations- und Handelssteuern zu. Sie sind im Vergleich zu anderen Steuerarten am einfachsten zu erheben.

Begonnen werden muß allerdings unverzüglich mit der Implementierung einer allgemeinen Mehrwertsteuer. Einnahmen aus dieser Steuer sollten zunächst die Inflationssteuer ersetzen, da gerade hohe Inflationsraten die Umgehung der Mehrwertsteuer erleichtern. Die Besteuerung des Handels ist im Falle möglichst einheitlicher Importzölle dagegen weit weniger schädlich, da solche Zölle ein nichtdiskretionäres Instrument darstellen, heimische Produzenten in der Lernphase zu schützen und eine ausgabenintensive Subventionierung zu substituieren. Handelssteuern sollten jedoch keine überragende Bedeutung bei der Finanzierung des Staatsbudgets bekommen, um nicht die Wechselkurspolitik zu beschränken und das Budget möglichst von externen Schocks zu isolieren.

Ein weiteres Argument für eine Abweichung der kurzfristigen von der mittel- bzw. langfristigen Steuerpolitik stellen die besonderen institutionellen Gegebenheiten im Transformationsprozeß dar. Es ist plausibel anzunehmen, daß im Transformationsprozeß eine Umverteilung von den Gewinnen zu den Löhnen stattfindet (Lipton und Sachs 1990; McKinnon 1991a). Grund für diese Umverteilung ist eine zunehmende Verlagerung der Kompetenz über die Lohnsetzung auf Unternehmen, in denen die Arbeiter einen starken Einfluß haben und die weiterhin Zugang zu staatlicher Finanzierung haben. Eine weitere Bescheidung der Gewinne folgt aus der zunehmenden internen und externen Konkurrenzsituation, der sich ehemalige Monopolunternehmen gegenübersehen. Maßgebend für eine besondere Steuerpolitik im Transformationsprozeß ist schließlich die beschränkte administrative Kapazität seitens des Staates, der Privaten und der Unternehmen. Unter diesen Umständen sind eine möglichst

einfache Steuerbasis und die vorläufige Festsetzung von Steuern empfehlenswert.

Bei der Einkommensbesteuerung kann der Staat von einer gegenüber anderen Entwicklungsländern günstigen Ausgangssituation ausgehen. So ist der Anteil des Lohneinkommens zumindest im offiziellen Sektor hoch, und die Arbeiter sind in soziale Sicherungssysteme eingebunden, die die Erhebung von Arbeitnehmerbeiträgen ermöglichen und die Feststellung des Einkommens erleichtern. Als Hauptprobleme der Einkommensbesteuerung bleiben die Behandlung von Sach- und Dienstleistungen, die teilweise reguläre Lohnzahlungen substituieren, und die Besteuerung kleiner Unternehmen und Selbständiger. Eine umfassende Einkommensbesteuerung muß hier zunächst durch vereinfachte Konzepte ersetzt werden. Im Rahmen einer „Simplified Alternative Tax“ (McLure 1992) würde z.B. das persönliche Einkommen an der Quelle besteuert. Dies betrifft in erster Linie die Löhne und die Gewinne. Bei der Gewinnbesteuerung wäre aufgrund von erheblichen Defiziten in der Rechnungslegung bzw. -prüfung auf eine direkt beobachtbare Steuerbasis wie z.B. den Cash-flow abzustellen. Bei kleinen Unternehmen und Selbständigen besteht die Möglichkeit der Einkommensschätzung bzw. der Behandlung als Endverbraucher im Rahmen der Mehrwertsteuer. Ebenfalls zügig einzuführen wäre eine Grundsteuer als erste Form der Vermögensteuer. Da es sich hier um die Besteuerung von langlebigen Gütern handelt, besteht die Möglichkeit, Zwischenlösungen zu korrigieren, wenn sich im Laufe des Transformationsprozesses stabile Märkte für Land und Gebäude entwickeln.

Der Reformdruck bei den Staatseinnahmen kann durch eine umfassende Privatisierung bzw. Abwicklung von staatlichen Unternehmen gemindert werden. Sofern diese Unternehmen einen positiven Marktwert besitzen, wird durch die Privatisierungserlöse unmittelbar Zeit für die Steuerreform gewonnen. Im Hinblick auf die wünschenswerte Lockerung der Beschränkung, der eine eigenständige Geld- und Wechselkurspolitik unterliegt, sind jedoch auch die dauerhaften Belastungen zu betrachten, die dem Staatssektor durch defizitäre Staatsunternehmen entstehen. Typischerweise unterliegen solche Unternehmen weichen Budgetrestriktionen, d.h., ihre Kosten müssen nicht durch Einnahmen, sondern können durch staatliche Transfers gedeckt werden (Kornai 1980; Buch et al. 1994). Teilweise geschieht die Kostendeckung durch den Staat nicht auf dem direkten Wege der Defizitfinanzierung, sondern über Steuervergünstigungen, Subventionen, Preiskontrollen oder eine selektive Handelspolitik. Weitere Indikatoren für weiche Budgetrestriktionen sind der Aufbau von Kreditlinien zwischen Staatsunternehmen und von schlechten Krediten im Finanzsektor. Letztlich muß der Staat auch hier einspringen, wenn eine Konkurswelle vermieden werden soll. Aus dieser Aufzählung wird deutlich, daß weiche Budgetrestriktionen sowohl die Durchführbarkeit einer unabhängigen Geld- und

Wechselkurspolitik durch die Belastungen des Staatsbudgets gefährden als auch deren Effektivität durch die Sicherung von Monopolstellungen und die Verzerrung von Preissignalen beeinträchtigen können.

Insgesamt läßt sich festhalten, daß die Durchsetzung harter Budgetrestriktionen für Staatsunternehmen bzw. die Privatisierung dieser Unternehmen zusammen mit einer Steuerreform, die sich sowohl am Effizienz- als auch am Einnahmziel orientiert, eine notwendige Voraussetzung für eine erfolgreiche Implementierung einer eigenständigen Geld- und Wechselkurspolitik darstellt. Für die Steuerpolitik bedeutet dies den vorrangigen Aufbau eines Mehrwertsteuersystems sowie einer vereinfachten Einkommen- und Vermögensteuer.

b. Monetäre Steuerung bei fiskalischer Restriktion

Aus der Analyse im vorhergehenden Abschnitt können zwei allgemeine Schlußfolgerungen für die Gestaltung der Geld- und Wechselkurspolitik unter den Bedingungen einer fiskalischen Restriktion abgeleitet werden:

- Ein flexibler Wechselkurs ist eher geeignet als ein fester Wechselkurs, die monetäre Kontrolle sicherzustellen und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu gewährleisten.
- Die Glaubwürdigkeit einer eigenständigen Geldpolitik kann weiter erhöht werden, indem die fiskalische Restriktion explizit bei der Formulierung der Geldpolitik berücksichtigt wird.

Die erste Schlußfolgerung ergibt sich aus der Tatsache, daß der Zusammenhang zwischen Staatsbudget und Wechselkurspolitik einfacher aufzuheben ist als der Zusammenhang zwischen Staatsbudget und Geldpolitik. Wie oben ausgeführt, kommt es hierbei auf die Struktur des Staatsbudgets an. Bleiben Handelssteuern im Rahmen einer Außenhandelsliberalisierung von moderater Bedeutung für die Staatseinnahmen und kann der externe Schuldendienst im Rahmen von Umschuldungsabkommen abgemildert werden, so stellt die Finanzierung des Staatsbudgets keine wesentliche Restriktion für die Wechselkurspolitik dar.

Der Zusammenhang zwischen Staatsbudget und Geldpolitik ist bei geringem Entwicklungsniveau des heimischen Kapitalmarktes und beschränktem Zugang zum internationalen Kapitalmarkt wesentlich enger. Können hohe Defizite des Staatsbudgets im Transformationsprozeß nicht ausgeschlossen werden, so kann auch eine Finanzierung dieser Defizite durch eine entsprechende Geldmengenerweiterung möglicherweise nicht verhindert werden. Dies bedeutet jedoch, daß die Bindung der Geldpolitik durch einen festen Wechselkurs nicht glaubwürdig sein kann, wenn die Unabhängigkeit der Geldpolitik von der Finanzierung des Staatsbudgets nicht sichergestellt ist. Dies hängt jedoch wesentlich

von der Reformkapazität bzw. von der Reformwilligkeit in den Bereichen Steuerpolitik, Privatisierung und Einführung harter Budgetrestriktionen für Staatsunternehmen ab.

Ein extremer Vorschlag, die monetäre Kontrolle in der Übergangsphase zu gewährleisten, beinhaltet die folgenden Punkte (McKinnon 1991b):

- In einem einstufigen Bankensystem akzeptiert die Zentralbank Einlagen von staatlichen und privaten Unternehmen sowie von Haushalten.
- Die Zentralbank betreibt Geldschöpfung, indem sie nur Kredite an den Staat und an staatliche Unternehmen zur Deckung der dort entstehenden Defizite vergibt; private Unternehmen finanzieren ihre Kapitalakkumulation über eine Rückführung der Hortung an realen Gütern bzw. aus laufenden Gewinnen.

Der Vorteil einer solchen Politik ist die explizite Formulierung des Zusammenhangs zwischen Geld- und Fiskalpolitik im Transformationsprozeß. Als Grundlage für die Geldpolitik kann dann ein Reformplan für den Staatssektor dienen, der zum Ziel hat, die Defizite in diesem Bereich schrittweise, vorhersehbar und glaubwürdig abzubauen. Im Gegensatz zu stabilen Volkswirtschaften westlicher Länder, in denen die Geldpolitik im wesentlichen unabhängig von der Fiskalpolitik gestaltet werden kann, wäre für Transformationsländer mit fiskalischer Restriktion der Geldpolitik eine an dieser fiskalischen Restriktion orientierte Regelbindung glaubwürdiger als etwa eine Orientierung an der Zunahme des Produktionspotentials. Im Verlauf des Transformationsprozesses und nach Abschluß der Reformen im Staatsbereich würden diese beiden Formen der Regelbindung für die Geldpolitik konvergieren.

Der oben zitierte Vorschlag geht jedoch zu weit, indem er praktisch eine finanzielle Repression einführt bzw. festschreibt. Der Aufbau eines Geschäftsbankensystems, das einer effizienten Regulierung unterliegt, ist eine wesentliche Voraussetzung für einen erfolgreichen Transformationsprozeß (Schmieding und Buch 1992; Buch et al. 1994) und trägt dadurch auch zur Stabilisierung des Wertes einer eigenständigen Währung bei.

Es bleibt festzuhalten, daß bei Vorhandensein einer fiskalischen Restriktion für die Geldpolitik eine Einschränkung der Wechselkursflexibilität und die damit verbundene Einschränkung der geldpolitischen Autonomie die Gefahr von Inkonsistenzen und der Unglaubwürdigkeit der Geldpolitik birgt. Wird die Währung z.B. gegenüber der Währung eines stabilen westlichen Industrielandes fixiert, so schließt dies jede Flexibilität der Geldpolitik aus und setzt voraus, daß das Staatsbudget ohne Kredite der Zentralbank und ohne den Rückgriff auf die Inflationssteuer ausgeglichen werden kann.

Ist eine solche fiskalische Disziplin glaubwürdig, so kann auch ein fester Wechselkurs glaubwürdig sein, solange extreme reale Schocks ausbleiben, die zu einem kaum durchhaltbaren Deflationsprozeß führen können (Abschnitt B.II.3). Die Vernachlässigung dieser Zusammenhänge hat in einer ersten Phase bei vielen Stabilisierungsversuchen in Entwicklungsländern dazu geführt, daß leicht erzielte Stabilisierungserfolge nach der Wechselkursfixierung nicht durchzuhalten waren und als Ergebnis eine erhebliche Variabilität der Inflationsraten zu verzeichnen war (Schweickert et al. 1992). Eine Geldmengenregel, die sich an den möglichen fiskalischen Reformen orientiert, wäre geeignet, die Inflationsrate auf dem niedrigsten möglichen Niveau zu stabilisieren.

Eine solche Geldpolitik setzt einen flexiblen nominalen Wechselkurs voraus. Sie ist aber konsistent mit einem passiven Crawling peg, der die Parität für den nominalen Wechselkurs entsprechend der Inflationsdifferenz zum Ausland anpaßt. Je größer allerdings die Unsicherheit über den staatlichen Finanzierungsbedarf ist, desto größer müßten die Bandbreiten um eine solche Parität ausfallen.

Institutionell abgesichert werden könnte eine solche Geldmengenpolitik durch eine unabhängige Zentralbank, die eine Änderung der Reformpläne und eine diskretionäre Ausweitung der Defizite durch das Finanzministerium verhindern könnte. Unrealistisch wäre aber, eine solche Zentralbank in einer ersten Phase auf das Ziel der absoluten Preisniveaustabilität zu verpflichten. Dies schließt auch die Einführung stabiler Parallelwährungen zur Disziplinierung der Zentralbank aus. Eine solche Parallelwährung ist nur sinnvoll, wenn die Zentralbank mit ihrem eigenen Geld auch tatsächlich mit der Parallelwährung konkurrieren kann. Dies ist aber nur der Fall, wenn die Zentralbank eine mit der ausländischen Inflationsrate vergleichbare inländische Inflationsrate gewährleisten kann. Ist dies nicht der Fall, so wird die ausländische Währung die inländische Währung substituieren und der Staat würde jegliche Einnahmen aus der Geldschöpfung verlieren. Das bedeutet jedoch, daß die notwendige fiskalische Disziplin noch größer sein müßte, als dies beim Ziel der absoluten Preisniveaustabilität für die heimische Währung sowieso schon der Fall wäre. Statt der Verpflichtung der Zentralbank auf das Ziel der absoluten Preisniveaustabilität oder der Einführung einer Parallelwährung wäre es deshalb eher glaubwürdig, die Zentralbank auf die Bekanntgabe einer mit den fiskalischen Reformmaßnahmen konsistenten Zielgröße für die Geldmengenexpansion, d.h. auf eine Geldmengenregel, festzulegen.

3. Stand der Neuorientierung der Finanzpolitik

a. Rußland

Rußland ist von einem stabilitätsorientierten Staatsbudget weit entfernt (DIW et al. 1994a, 1994c). Das Budgetdefizit relativ zum BIP wuchs von 3,6 vH im Jahr 1992 auf jeweils 9 vH im Jahr 1993 und im ersten Halbjahr 1994 (Tabelle 20). Die Defizitfinanzierung erfolgte 1994 — wie schon in den Vorjahren — vorrangig durch Zentralbankkredite (86 vH des Defizits). Da diese Kredite mit einer Laufzeit von 10 Jahren und zu einem Zinssatz von 10 % vergeben werden und die Inflationsrate auf Jahresbasis für das erste Halbjahr 1994 immer noch gut 400 vH betrug, verzichtet die Zentralbank praktisch auf ihre Forderungen. Faktisch bedeutet dies die direkte Finanzierung des Staatsdefizits durch eine Geldmengenexpansion.

Das Staatsdefizit entsteht durch sinkende reale Einnahmen und unzureichende reale Ausgabenkürzungen. So war in diesem Jahr die Summe der aufgelaufenen Steuerrückstände der Industriebetriebe, des Baugewerbes, der Landwirtschaft und des Transportwesens größer als jeder einzelne Einnahmeposten, und 1993 wurde nur etwa 60 vH der Steuerschuld bezahlt. Neben dem sich — zumindest im offiziellen Sektor — fortsetzenden wirtschaftlichen Niedergang und den immer noch dreistelligen jährlichen Inflationsraten ist die russische Steuerpolitik für dieses Ergebnis zumindest mitverantwortlich.

Tabelle 20 — Russischer Staatshaushalt 1992–1994

	1992	1993	1994 (1. Hj.)
Einnahmen (Billion Rubel)	5,3	41,8	60,0
darunter in vH:			
Mehrwertsteuer	37,7	27,0	20,2
Gewinnsteuer	29,4	40,1	30,2
Einkommensteuer	8,1	10,5	9,8
Zölle	8,8	5,6	12,0
Sonstige Einnahmen	12,0	12,5	24,2
Ausgaben (Billion Rubel)	6,0	57,3	81,0
darunter in vH:			
Volkswirtschaft	42,0	28,1	24,4
Soziales	23,2	25,0	25,4
Sonstiges	20,5	34,4	38,3
Defizit (in vH des BIP)	3,6	9,5	9,0

Quelle: DIW et al. (1994c).

Die Veränderungen im Steuersystem, die Ende 1993 eingeleitet wurden, sind beispielhaft für die Fehlsteuerung im steuerpolitischen Bereich. Die wichtigsten Änderungen waren die Anhebung des Körperschaftsteuersatzes, der sowohl nach Branchen als auch nach konkreten Unternehmen differenziert ist, auf bis zu 43 vH, die Anhebung der betrieblichen Vermögensteuer und der Steuer auf „übernormative“ Löhne sowie die Einführung einer Sonderumsatzsteuer, die für die Förderung als wichtig erachteter Branchen zweckgebunden ist. Diese Maßnahmen werden die schon bisher zu verzeichnende Dominanz der Unternehmensbesteuerung noch weiter verstärken. Tabelle 20 zeigt deutlich, daß der Anteil der Mehrwertsteuer, die eigentlich als ideale Übergangslösung im Transformationsprozeß zu stärken wäre, ständig zurückgeht.

Als weitere Fehlsteuerungen der Steuerpolitik müssen die ständige Veränderung des Mehrwertsteuersatzes — und zuletzt dessen Senkung bei sinkenden Einnahmen des Staates — sowie der progressive Einkommensteuersatz bezeichnet werden, der zu einer häufigen Anpassung der Steuertabellen führt, um nicht bei der hohen Inflationsrate zu prohibitiv hohen Grenzsteuersätzen zu führen. Auch die ständige Novellierung einzelner Steuerarten und Erlasse des Präsidenten, die die Steuerpolitik modifizieren oder sie zum Teil konterkarieren, dürften wenig dazu beitragen, die Einnahmen des Staates zu stabilisieren. Auf jeden Fall sind die gegenwärtigen Steuervorschriften, gemessen an der administrativen Kapazität der Steuerverwaltung, als zu kompliziert einzustufen. In der Regel werden die Steuervorschriften deshalb entweder mißachtet oder relativ willkürlich gehandhabt. Die Folge sind wachsende Steuerwiderstände bzw. ein Anstieg der Steuerhinterziehung. Eine Steuervereinfachung und eine damit einhergehende größere Transparenz des Steuersystems könnten Abhilfe schaffen und so zumindest die Grundlage für eine Stabilisierung der Staatseinnahmen legen. Die seit Mai 1994 geplante neuerliche Steuerreform, die wiederum den Mehrwertsteuersatz senken und die Einkommensteuerbelastung erhöhen soll, ist unter Stabilitätsgesichtspunkten als kontraproduktiv zu bezeichnen und zeigt, daß eine tragfähige steuerpolitische Konzeption bisher weitgehend fehlt.

Um den Abwärtstrend bei den Staatseinnahmen zu stoppen, wäre es jedoch nötig, die Ausgaben entscheidend einzuschränken, um so die Notwendigkeit der Defizitfinanzierung über die Geldmengenexpansion zu vermindern und die Inflationsrate weiter zu senken. Die Erfahrungen in Entwicklungsländern belegen die hohe Elastizität der Mehrwertsteuereinnahmen bei der Reduzierung der Inflationsrate in Hochinflationenländern. Bei steigenden Mehrwertsteuereinnahmen könnte dann die Unternehmensbesteuerung zurückgefahren und der Einkommensbesteuerung angepaßt werden. Möglich wäre dadurch auch, den Anteil des Steueraufkommens an den gesamten Staatseinnahmen zu erhöhen. Wie

Tabelle 20 zeigt, wurde im ersten Halbjahr 1994 fast ein Viertel der Staatseinnahmen von nicht näher spezifizierten Einnahmenquellen bestritten.

Bisher blieben die (realen) Ausgabenkürzungen jedoch weit hinter den Einnahmenverlusten zurück. Die Struktur der Ausgabenseite deutet das Problem bereits an. Zwar gingen die Ausgaben für die Volkswirtschaft, hinter denen sich vor allem Subventionszahlungen und Staatsaufträge verbergen, seit 1994 deutlich zurück und wurden von den Sozialausgaben im ersten Halbjahr 1994 sogar übertroffen. Die gleichzeitige Anteilssteigerung der sonstigen Ausgaben deutet jedoch auf eine Umschichtung von direkter Subventionierung zu subventionierten Krediten hin.

Es ist also davon auszugehen, daß sich insbesondere die Staatsunternehmen weichen Budgetrestriktionen gegenübersehen, d.h., daß sie ihre Verluste durch Steuervermeidung bzw. durch Kredite mit negativen Realzinsen decken können. Dabei wurde der Privatisierungsprozeß 1994 weiter beschleunigt. Bis Mitte 1994 sollen etwa 74 vH der kleinen Unternehmen, die vorwiegend im Dienstleistungssektor angesiedelt sind, privatisiert worden sein. Diese Unternehmen sind jedoch über Ausschreibungen und andere Formen der Einzelprivatisierung zu etwa 70 vH von ihren Belegschaften erworben worden. Die Voucher-Privatisierung für mittlere und große Unternehmen wurde Ende Juni abgeschlossen. Etwa 50 vH dieser Unternehmen sind mittlerweile privatisiert worden. Allerdings gingen auch hier die Aktienmehrheiten in 75 vH aller Fälle an die Belegschaften über. Außerdem hält der Staat bei mehr als der Hälfte der privatisierten mittleren und großen Unternehmen weiterhin mindestens 25 vH der Aktien. Mit dieser Verteilung der Eigentumsrechte sind erhebliche Probleme bei der Unternehmenskontrolle und ein Rückgriff auf das Staatsbudget vorprogrammiert.

Insgesamt ergibt sich für Rußland, daß das Budgetdefizit eine endogene Größe im Reformprozeß darstellt. Über die Notwendigkeit, entstehende Defizite zu finanzieren, wird auch die Geldpolitik endogenisiert. Sie hängt davon ab, wie weit sich die Schere zwischen Staatseinnahmen und Staatsausgaben aufgrund der Ansprüche der Unternehmen an das Budget öffnet. Dies impliziert jedoch, daß die wiederholten Versuche der russischen Zentralbank, den Rubelkurs durch Interventionen zu stabilisieren, zum Scheitern verurteilt sind. Die Rubelstabilisierung — im Extremfall die Wechselkursfixierung — kann nur gelingen, wenn die Geldpolitik sich am Wechselkursziel ausrichten kann. In Rußland wird die Geldpolitik jedoch bereits von der Fiskalpolitik bestimmt.

Geht man davon aus, daß die russische Zentralbank marktbestimmte Abwertungen des Rubels zulassen sollte, so wäre zu untersuchen, inwiefern dies aufgrund der Struktur des Staatsbudgets möglich ist. Tabelle 20 zeigt, daß die Handelssteuern, die bei einer hohen Preiselastizität der Importe zurückgehen könnten, eine zwar zunehmende, aber immer noch moderate Rolle bei der Fi-

nanzierung der Staatsausgaben spielen. In bezug auf die Auslandsverschuldung und den Schuldendienst wurde bereits oben festgestellt, daß Rußland derzeit sowieso nur einen geringen Teil seiner Schuldendienstverpflichtungen einhält. Der Schuldendienst würde deshalb einerseits bei einer höheren Abwertungsrate erschwert; andererseits entfielen die Notwendigkeit, Devisenzuflüsse für Devisenmarktinterventionen zu horten. Nettodevisenzuflüsse könnten vielmehr in den Schuldendienst einfließen und so für die externen Gläubiger ein Zeichen für die Kooperationsbereitschaft Rußlands bei der Abwicklung seiner Zahlungsverpflichtungen setzen. Umzusetzen wäre eine solche Politik etwa analog der von Chile in den 80er Jahren nach der Schuldenkrise verfolgten Strategie (Schweickert 1993a: Kapitel E). Im Rahmen eines passiven *Crawling peg* wurde dabei der nominale Wechselkurs grundsätzlich entsprechend der Inflationsdifferenz gegenüber Industrieländern angepaßt, d.h., der reale Wechselkurs diente als Orientierung für das Wechselkursmanagement. Über den Inflationsausgleich hinaus wurde der Wechselkurs soweit abgewertet, daß ein möglichst stabiler Nettodevisenzufluß erreicht wurde, der wiederum den Schuldendienst ermöglichte. Es zeigte sich, daß auch private ausländische Gläubiger zunehmend freiwillig auf ihre Altforderungen verzichteten und neue Kredite zur Verfügung stellten. Sowohl der Schuldendienst als auch ein stetiger Abbau der realen Überbewertung wurden dadurch erleichtert.

Ob ein solches Wechselkursmanagement für Rußland empfehlenswert ist, mag zwar bezweifelt werden. Auf jeden Fall wäre der Devisenmarkt durch den Abbau von Marktzugangsbarrieren sowie von Konvertibilitätsbeschränkungen auf eine möglichst breite Basis zu stellen. Außerdem wären die statistischen Grundlagen sowie die Managementkapazitäten der Zentralbank zu verbessern. Grundsätzlich weist das chilenische Beispiel jedoch in die richtige Richtung. Durch Wechselkursflexibilität kann eine politikbedingte reale Aufwertung vermieden, knappe Devisen effizienter genutzt und verhindert werden, daß die tatsächlich vorhandene Abhängigkeit der Geld- von der Fiskalpolitik nicht zu ständigen Inkonsistenzen und zu einer sinkenden Glaubwürdigkeit von Politikankündigungen führt. Das russische Beispiel zeigt deutlich, daß vor einer wie auch immer gearteten Bindung der Geldpolitik — sei es an Wechselkurs- oder an Inflationsziele — die Kontrolle über die Fiskalpolitik gewährleistet sein muß.

Im Haushaltsplan für 1995 ist vorgesehen, das Defizit auf 8,5 vH des BIP und bis Mitte 1995 die monatliche Inflationsrate auf 1 vH zu reduzieren (*The Economist* vom 29. Oktober 1994: 44). Ohne eine drastische Reduzierung der direkten und indirekten Subventionierung von Unternehmen erscheint dies jedoch illusorisch. Zudem muß die Regierung ihren Budgetentwurf für 1995, der die untere Kammer des Parlaments Ende 1994 in erster Lesung bereits passiert hatte, aufgrund der Entwicklungen in Tschetschenien und der damit verbunde-

nen Mehrausgaben revidieren (*Nachrichten für den Außenhandel* vom 10. Januar 1995). Der Umfang dieser Revision ist jedoch noch unbestimmt. Die Verunsicherung der Märkte über die Glaubwürdigkeit der ursprünglichen Ankündigung für das Budget in 1995 zeigt auch eine Umfrage über die zukünftige Entwicklung des Rubel-Dollar-Kurses (*The Economist* vom 29. Oktober 1994: 44). Diese schwanken für die nächsten 6 Monate zwischen einer 27prozentigen Aufwertung und einer 26prozentigen Abwertung. Eine glaubwürdige Reform der Fiskalpolitik sollte deshalb oberste Priorität bei den nächsten Reformschritten genießen. Dies gilt unabhängig vom konkreten Wechselkursregime, legt jedoch eine hohe Flexibilität des Wechselkurses nahe.

b. Weißrußland

Aufgrund zahlreicher Gemeinsamkeiten und trotz einiger Unterschiede entspricht die weißrussische Haushaltssituation qualitativ der russischen (DIW et al. 1992, 1993d, 1994b, 1994d). Die Defizite des Staatsbudgets werden in Weißrußland sogar in vollem Umfang durch Zentralbankkredite zu extrem negativen Realzinsen gedeckt, und sowohl die realen Einnahmen als auch die realen Ausgaben zeigen einen deutlichen Rückgang. Allerdings fallen die weißrussischen Defizite deutlich geringer aus als die russischen (Tabelle 21).

Wie in Rußland erklärt sich der Einnahmeneinbruch aus dem Zusammenspiel zwischen Produktionseinbruch, hohen Inflationsraten und einem ineffizienten Steuersystem. Das derzeitige Steuersystem wurde am 1. Januar 1992

Tabelle 21 — Weißrussischer Staatshaushalt 1992–1994

	1992	1993	1994 ^a
Einnahmen (Mrd. weißrussische Rubel)	296,0	3 623,1	27 736,9
darunter in vH:			
Mehrwertsteuer	37,1	27,6	28,0
Gewinnsteuer	25,6	29,7	30,3
Einkommensteuer	7,4	7,1	7,1
Sonstige Einnahmen	12,6	15,8	18,7
Ausgaben (Mrd. weißrussische Rubel)	314,7	4 168,3	30 607,5
darunter in vH:			
Volkswirtschaft	41,8	38,7	29,9
Bildung, Kultur, Soziales	30,6	30,3	33,9
Sonstiges	2,1	9,6	17,1
Defizit (in vH des BIP)	2,0	4,7	2,9

^a1.–3. Vj. 1994.

Quelle: DIW et al. (1994d).

eingeführt. Der Mehrwertsteuersatz betrug ursprünglich 28 vH. Er wurde auf 20 vH gesenkt, um die Mehrwertsteuer mit der russischen zu harmonisieren und so eine Voraussetzung für die angestrebte Währungsunion mit Rußland zu schaffen. Neben der Mehrwertsteuer existiert eine spezielle Verbrauchsteuer, deren Hebesatz nach Warengruppen erheblich differiert. Bei der direkten Besteuerung spielt die Gewinnbesteuerung die tragende Rolle. Die Höhe des Gewinnsteuersatzes differiert nach Branchen und zum Teil auch nach Betriebsgröße. Mit Steuervergünstigungen und Strafsteuersätzen werden eine Industriepolitik und eine Förderung kleinerer und mittlerer Unternehmen versucht. Neben dem Unternehmensgewinn wird auch das private Einkommen besteuert. Der Einkommensteuersatz ist progressiv mit einem Spitzensteuersatz von 50 vH. Die Einkommensklassen werden laufend an die Inflationsentwicklung angepaßt und so einer steigenden Belastung der privaten Haushalte vorgebeugt.

Tabelle 21 zeigt, daß die Mehrwertsteuereinnahmen sowohl aufgrund des sinkenden Hebesatzes als auch aufgrund der im Falle der Verbrauchsbesteuerung einnahmehindernden Inflationsbeschleunigung überproportional gesunken sind. Spielte diese Steuerart 1992 noch die bedeutendste Rolle bei der Staatsfinanzierung, wie dies im Transformationsprozeß wünschenswert wäre, so wurde sie 1994 deutlich von der Gewinnsteuer übertroffen. Bedenklich daran ist nicht nur, daß sich Weißrußland damit von einer optimalen Steuerstruktur weiter entfernt, sondern auch, daß die Gewinnbesteuerung bei einem sich fortsetzenden Produktionseinbruch keine solide Basis hat. Hier handelt es sich zum Teil um eine Besteuerung von Buchgewinnen der Staatsbetriebe, die aufgrund der engen Verflechtung zwischen Staats-, Unternehmens- und Bankensektor einerseits leicht durchzusetzen sind. Andererseits führt genau diese Verflechtung zu weichen Budgetrestriktionen für die Staatsunternehmen, die Gewinnsteuerabführungen leicht refinanzieren können. Von dieser Refinanzierungsmöglichkeit hängt es ab, wie hoch die reale Steuerlast des einzelnen Unternehmens tatsächlich ist. Für Unternehmen mit eingeschränktem Refinanzierungszugang wird die reale Steuerlast durch Abgaben an außerbudgetäre Fonds, die sich im ersten Halbjahr 1994 auf etwa 11 vH des BIP beliefen, weiter erhöht. Insgesamt ergibt sich ein Steuersystem, das aufgrund seiner Komplexität von der Verwaltung kaum zu handhaben ist und vor allem den Marktzutritt durch neue Unternehmen erschwert.

Die enge Verflechtung zwischen Staat, Unternehmen und Banken, die aus dem Fehlen jeglicher Privatisierungsbemühungen resultiert, kann auch die Entwicklung auf der Ausgabenseite erklären. So stieg das Budgetdefizit im ersten Quartal 1994 zunächst auf 13 vH des BIP. Durch extreme Ausgabenkürzungen in den beiden Folgequartalen ergab sich dann insgesamt für die ersten drei Quartale ein Defizit von lediglich knapp 3 vH des BIP. Zu vermuten ist, daß das Budgetdefizit des Staates hierbei lediglich in ein quasi-fiskalisches

Defizit der Zentralbank umgewandelt wurde, indem die Zentralbank nunmehr dem Bankensektor und damit den Unternehmen die Liquidität direkt zur Verfügung stellt und eine direkte staatliche Subventionierung ersetzt.⁹⁸ In dieses Bild paßt auch, daß sich das relative Gewicht der Subventionierung an den Gesamtausgaben kaum verändert haben dürfte. Nach russischem Vorbild wurde hier die Subventionierung vom Posten ‚Volkswirtschaft‘ zum Posten ‚Sonstiges‘ verschoben. Die Ausgaben für Bildung, Kultur und Soziales spielen so inzwischen offiziell die bedeutendste Rolle auf der Ausgabenseite. Tatsächlich wird die Unterstützung des Unternehmenssektors weiterhin die meisten staatlichen Ressourcen verbrauchen.

Für die Geld- und Wechselkurspolitik ergeben sich die gleichen Implikationen wie im Falle Rußlands. Von einer von der Fiskalpolitik unabhängigen Geldpolitik kann trotz des moderaten Budgetdefizits des Staates keine Rede sein. Selbst eine Wechselkursfixierung gegenüber dem russischen Rubel kann unter diesen Umständen nur durchhaltbar und glaubwürdig sein, wenn sie von radikalen Reformen des Steuer- und Ausgabensystems begleitet würde. Rechnet man die weißrussische und die russische Inflationsrate im ersten Halbjahr 1994 auf Jahresbasis um, so ergibt sich eine Inflationsdifferenz von rund 1 700 vH. Die weißrussische Geldmengenexpansion müßte daher drastisch gesenkt werden, um eine Reduzierung der Inflationsrate auf 25 vH ihres derzeitigen Niveaus zu gewährleisten. Dies dürfte die an weiche Budgetrestriktionen gewöhnten Staatsunternehmen vor eine unlösbare Aufgabe stellen. Je stärker die Rückführung der Geldmengenexpansion verzögert würde, desto größer würde der reale Aufwertungseffekt ausfallen. Abschnitt E.II.3.b über die weißrussische Handelspolitik hat gezeigt, daß schon die Finanzierung des derzeitigen Handelsdefizits, das bei einer zunehmenden realen Aufwertung noch vergrößert würde, kaum gewährleistet ist.

Mit einem flexiblen Wechselkurs sowohl gegenüber Rußland als auch gegenüber Drittländern könnte zumindest die außenwirtschaftliche Restriktion aufgehoben werden, indem der reale Wechselkurs stabilisiert würde. Einer zu erwartenden Abwertungstendenz für den nominalen Wechselkurs stünde die Struktur des Staatshaushaltes derzeit noch nicht entgegen. Die Handelssteuereinnahmen spielen lediglich eine untergeordnete Rolle. Zudem wären hier bei weiterer Liberalisierung des Außenhandels und dem Abbau der Überbewertung eher steigende Steuereinnahmen zu erwarten. Die Wirkungen auf den Schuldendienst wären hingegen kritischer zu beurteilen. Wie bereits erwähnt, wird der weißrussische Schuldenstand bis Ende des Jahres auch ohne Altlasten auf

⁹⁸ Allerdings liegen für die Zeit nach dem 1. Quartal 1994 keine Angaben über die Verteilung der Zentralbankkredite vor, durch die diese These erhärtet werden könnte (DIW et al. 1994d).

40 vH des BIP anwachsen. Legt man einen hypothetischen Zinssatz von 7,5 % zugrunde, so impliziert dies eine Zinsbelastung in Höhe von nahezu 10 vH der Staatsausgaben von 1993. Dies unterstreicht jedoch lediglich die Dringlichkeit einer Anpassung des Wechselkursregimes hin zu einem einheitlichen und flexiblen Wechselkurs. Schon der bis Ende 1995 prognostizierte Anstieg der Auslandsverschuldung von 1,8 auf 2,8 Mrd. Dollar würde bei konstanten Staatsausgaben (in Dollar) eine Zinsbelastung von 15 vH bedeuten. Deshalb sollte mit der Wechselkursanpassung jetzt begonnen werden, bevor der Schuldendienst eine echte Restriktion für die Wechselkurspolitik darstellt.

c. *Ukraine*

Wie in Weißrußland, so ist auch in der Ukraine der Zusammenhang zwischen Geld- und Fiskalpolitik sehr direkt, da Defizite des Staatssektors, die entweder im Staatshaushalt selbst oder bei Staatsunternehmen auftreten, durch Kredite der Zentralbank zu stark negativen realen Zinsen refinanziert werden. Wie aufgrund der im Vergleich zu Weißrußland wesentlich höheren Inflationsrate zu erwarten, ist das Haushaltsungleichgewicht der Ukraine noch dramatischer als das Weißrußlands (Tabelle 22).

Tabelle 22 — Ukrainischer Staatshaushalt 1991–1993

	1991	1992	1993 ^a
Einnahmen (Mrd. Rubel)	74,3	1 223,0	8 121,3
darunter in vH:			
Mehrwertsteuer	nv	39,7	24,6
Körperschaftsteuer	nv	22,6	16,6
Einkommensteuer	nv	12,1	6,8
Handelssteuern	nv	0,6	12,4
Privatisierungserlöse	nv	0,1	8,0
Ausgaben (Mrd. Rubel)	107,9	1 920,0	9 094,6
darunter in vH:			
Volkswirtschaft inkl. Subvention	nv	44,6	29,3
Soziales	nv	6,6	7,8
Defizit (in vH des BIP)	14,4	16,6	7,5
inkl. außerbudgetärer Transfers	nv	32,3	nv

^aPlanung. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: Clement et al. (1993a), EIU (1994a).

Rechnet man die außerbudgetären Transfers hinzu, so ergibt sich 1992 ein Budgetdefizit von über 30 vH. Die Datenlage für eine Bewertung der tatsächlichen Entwicklung des Staatsbudgets seit 1992 ist höchst unsicher. Glaubt man Berichten, die sich auf Angaben des Finanzministeriums stützen, so konnte das Budgetdefizit 1993 auf 2,7 vH und, einschließlich der außerbudgetären Transfers, auf 10 vH des BIP gesenkt werden (IMF, interne Arbeitsunterlagen). Im ersten Halbjahr 1994 soll das gesamte Defizit weiter auf 8,4 vH des BIP gesunken sein. Andere Schätzungen rechnen jedoch für 1993 und 1994 mit einem ähnlich hohen Defizit wie 1992 (Clement et al. 1994: 21; EIU 1994b(3): 22). Die pessimistische Schätzung wird durch die Tatsache gestützt, daß die Regierung im Januar und August 1994 das Budget revidiert hat und dabei von einem Defizit für 1994 von 20 vH des BIP ausgeht. Dies läßt darauf schließen, daß Ausgabenkürzungen, soweit sie 1993 tatsächlich erfolgt sind, nicht durchzuhalten waren und daß sie, wie die extrem hohe Inflationsrate 1993 zeigt, keineswegs Teil eines konsistenten Stabilisierungskonzepts waren, sondern daß ein fiskalisches Defizit lediglich in zwischenbetriebliche Verschuldung bzw. in ein quasi-fiskalisches Defizit der Zentralbank umgewandelt wurde. Insgesamt dürfte es realistisch sein, von einem Budgetdefizit auszugehen, das nach wie vor deutlich über 20 vH, wahrscheinlich aber bei 30 vH liegt.

Die Fehlsteuerungen auf der Einnahmen- bzw. Ausgabenseite (Clement et al. 1993b; EIU 1994b) entsprechen qualitativ denen im Falle Weißrußlands. So wurde bei der Mehrwertsteuer mehrmals der Versuch unternommen, den Hebesatz von 28 auf 20 vH zu senken, eine Maßnahme, die bisher immer aufgrund fiskalischer Zwänge wieder rückgängig gemacht werden mußte und so zur Unsicherheit über die zukünftige Besteuerung beiträgt. Bei der Unternehmensbesteuerung ergeben sich von Unternehmen zu Unternehmen unterschiedliche reale Belastungen. Grundsätzlich gilt ein moderater Steuersatz von 18 vH, der jedoch auf Gewinne und Löhne erhoben wird. Daneben sind noch zusätzliche Abgaben im Rahmen der Vermögensteuer, der Zahlungen zur Finanzierung des Strukturwandels, Abführungen zum Tschernobylfonds und zur sozialen Sicherung der Bevölkerung sowie Beiträge zum Beschäftigungsfonds zu leisten, die jeweils auf eine unterschiedliche Bemessungsbasis erhoben werden. Im Einzelfall können die gesamten Abgaben prohibitiv hoch werden. Ob diese Abgaben real tatsächlich zu leisten sind, hängt bei weichen Budgetrestriktionen der Staatsunternehmen vom Zugang zu einer günstigen Refinanzierung auftretender Verluste ab.

Weiche Budgetrestriktionen bei staatlichen Unternehmen verhinderten auch, daß die Ausgaben entsprechend dem Einnahmeneinbruch zurückgeführt werden konnten. Am Beispiel der Ukraine läßt sich der in Abschnitt E.III.2 beschriebene Teufelskreis verdeutlichen, der aus einem hohen Defizit entsteht. Es ist wohl davon auszugehen, daß selbst ein adäquates Steuersystem bei einem dra-

matischen Produktionsrückgang und extrem hoher Inflation nicht in der Lage gewesen wäre, einen (realen) Rückgang der Staatseinnahmen zu verhindern. Dies zeigt insbesondere der überproportionale Einbruch bei den Mehrwertsteuererinnahmen. Eine entsprechend drastische Ausgabenkürzung war jedoch nicht möglich, da die von den Staatsunternehmen aufgebauten notleidenden zwischenbetrieblichen Kredite aufgrund anstehender Lohnzahlung in Kredite der Zentralbank bzw. des Finanzministeriums umgewandelt wurden, um den Bankrott der Betriebe zu verhindern. Entsteht so aufgrund von Einnahmenverlusten ein höheres Budgetdefizit, eine höhere Geldmengenexpansion und eine höhere Inflationsrate, so wird dies weitere Einnahmenverluste z.B. bei der Mehrwertsteuererhebung nach sich ziehen, mit der erneuten Folge höherer Defizite.

Dieser Zusammenhang kann nur durchbrochen werden, wenn die Endogenität der Staatsausgaben durch die Einführung harter Budgetrestriktionen im Unternehmensbereich beseitigt wird. Eine Möglichkeit hierzu, die von der ukrainischen Regierung bisher eher zögerlich genutzt wird, ist die Privatisierung der Staatsunternehmen. Eine umfassende Privatisierung wirkt nicht nur ausgaben-dämpfend, sondern bei positivem Unternehmenswert theoretisch auch einnahmemeerhöhend. Solche temporären Staatseinnahmen können zumindest helfen, den oben beschriebenen Teufelskreis zu durchbrechen, indem sie das Defizit senken.

Ohne eine umfangreiche Privatisierung der Staatsbetriebe, die auch unter Beteiligung ausländischer Investoren erfolgen sollte, ist kaum zu erwarten, daß die ukrainischen Staatsausgaben saniert bzw. die Staatseinnahmen stabilisiert werden können. In der Zwischenzeit gilt wie für Rußland und Weißrußland, daß die Geldpolitik von der Fiskalpolitik abhängig ist und daß die Möglichkeiten für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik von der fiskalischen Reformkapazität vorgegeben werden. Eine Wechselkursfixierung, wie sie 1994 sogar gegenüber dem Dollar versucht wurde, ist mit der derzeitigen Budgetsituation inkonsistent. Der außenwirtschaftliche Desintegrationsprozeß der Ukraine kann so aufgrund des realen Aufwertungseffekts bzw. des verstärkten Anreizes, die außenwirtschaftlichen Beziehungen zu regulieren, nur beschleunigt werden.

Die für Weißrußland getroffene Schlußfolgerung für eine Vereinheitlichung und Flexibilisierung des Wechselkurses gilt für die Ukraine um so mehr, da sowohl die Inflationsdifferenz zu Rußland als auch das Budgetdefizit deutlich höher liegen. Dem dürften gegenwärtig weder die Sicherung von Handelseinnahmen noch der externe Schuldendienst entgegenstehen, solange es bei der Befreiung der Ukraine von den sowjetischen Altschulden bleibt.

d. Estland

Die Glaubwürdigkeit der estnischen Geld- und Wechselkurspolitik war wesentliche Voraussetzung für die Durchhaltbarkeit des festen Wechselkurses (Abschnitt E.II.3.d). Entscheidend zu dieser Glaubwürdigkeit beigetragen hat die stabilitätsorientierte Fiskalpolitik (Schrader 1994), die — wie schon die estnische Außenhandelspolitik — in scharfem Gegensatz zu den übrigen Nachfolgestaaten steht. Das System des Currency Board schreibt vor, daß Defizite öffentlicher Haushalte nicht durch Notenbankkredite finanziert werden dürfen. Kredite inländischer Geschäftsbanken werden als Folge einer Absprache mit dem Internationalen Währungsfonds lediglich zum Ausgleich kurzfristiger Einnahmenschwankungen genutzt. Dadurch werden die Staatsausgaben durch die ordentlichen Staatseinnahmen begrenzt.

Tabelle 23 zeigt, daß die öffentlichen Haushalte in Estland in den Jahren 1991 und 1992 sogar einen Überschuß ausweisen konnten. Für die Jahre 1993 und 1994 wurde ein ausgeglichener Staatshaushalt geplant. Endgültige Ergebnisse für 1993 liegen noch nicht vor. Es ist jedoch von der Einhaltung des Zieles auszugehen (EIU 1994a(1)).

Tabelle 23 — Estnischer Staatshaushalt 1991–1994

	1991	1992	1993 ^a	1994 ^a
Einnahmen (Mill. estnische Kronen)	3 383,2	2 084,4	4 077,0	5 692,0
darunter in vH:				
Mehrwertsteuer	31,6	43,0	44,5	39,7
Körperschaftsteuer	27,5	22,7	20,6	20,5
Einkommensteuer	—	—	—	16,0
Zollgebühren	0,3	0,7	0,6	1,2
Ausgaben (Mill. estnische Kronen)	3 030,3	2 026,1	4 077,0	5 692,0
darunter in vH:				
Wirtschaft	28,9	19,2	17,1	22,8
Soziales ^b	39,7	36,0	41,1	32,3
Schuldendienst	—	—	0,6	1,5
Überschuß (Mill. estnische Kronen)	352,9	58,3	0	0

^aPlanung. — ^bAb 1993 inklusive Sozialfonds.

Quelle: Schrader (1994: 24).

Auf der Einnahmenseite sorgt dabei seit 1993 ein neues Steuersystem für eine solide Einnahmenbasis. Es entspricht im wesentlichen den oben aufgestellten Kriterien für ein effizientes Steuersystem im Transformationsprozeß. So spielt die Mehrwertsteuer die wichtigste Rolle bei der Staatsfinanzierung. Sie wird als einstufige Verkaufssteuer mit einem Steuersatz von 18 vH erhoben; die

Steuerbasis wird systematisch erweitert. Drei Faktoren dürften dazu beigetragen haben, daß die Mehrwertsteuereinnahmen sogar überproportional angestiegen sind. Dies sind der moderate Steuersatz, die relativ geringen administrativen Anforderungen und der schnelle Stabilisierungserfolg, der die Möglichkeit der Steuervermeidung durch Verschieben der Steuerzahlung zunehmend einschränkte. Bei den direkten Steuern wurde ebenfalls ein relativ einfaches System implementiert. Sowohl für die Körperschaftsteuer als auch (ab 1994) für die Einkommensteuer gilt ein einheitlicher und proportionaler Steuersatz von 26 vH. Sowohl die überschaubare Zahl von Ermäßigungen und Ausnahmen (Schrader 1994) als auch der wiederum moderate Steuersatz dürften die Gewähr dafür bieten, daß die direkte Besteuerung nicht zu einer leistungshemmenden Belastung für die Privaten führt. Aufgrund der Tatsache, daß für die estnische Wirtschaft 1994 ein positives reales Wachstum erwartet wird und die Finanzverwaltung zunehmend an Effektivität gewinnt, ist die Grundlage für eine Steigerung der realen Steuereinnahmen gelegt. 1994 sollen Einkommen- und Körperschaftsteuer zusammen bereits 26,5 vH der Steuereinnahmen ausmachen. Abgerundet wird das estnische Steuersystem durch eine Sozial- und Krankenversicherungssteuer (außerbudgetär), die 33 vH der Lohn- und Gehaltszahlungen beträgt, und eine erste Form der Vermögensteuer durch eine Bodensteuer (0,5 vH des Bodenwerts als nationale Steuer, bis zu 0,7 vH des Bodenwerts als kommunale Steuer).

Auf den Sozialbereich entfällt der größte Teil der Staatsausgaben, so daß von einer Abfederung der Härten des Transformationsprozesses ausgegangen werden kann. Der Anteil der Ausgaben für die Wirtschaft konnte weiter reduziert werden. Innerhalb dieses Postens haben seit 1993 die Ausgaben für Transport und Kommunikation das größte Gewicht. Subventionen bzw. subventionsähnliche Hilfen des Staates für die estnische Industrie werden nicht ausgewiesen. Auch der Privatisierungsprozeß kommt inzwischen zügig voran. Bis Ende 1994 werden schätzungsweise 40 vH der Industrieunternehmen in privater Hand sein. Bei den kleineren Unternehmen dominiert bereits der Privatsektor. Aufgrund der stabilen Haushaltslage kann es sich die estnische Privatisierungsagentur bisher noch leisten, Staatsunternehmen zu sanieren bzw. durch konditionierten Direktverkauf nach dem Treuhandmodell und durch Ausschluß von ausländischen Investoren in bestimmten Sektoren auf Privatisierungseinnahmen zu verzichten.

Insgesamt läßt sich festhalten, daß die stabilitätsorientierte estnische Fiskalpolitik auf einer gesunden Basis steht. Die Finanzierung des Staatshaushalts hängt weder von Zentralbankkrediten noch von der Erhebung von Inflations- bzw. Handelssteuern ab. Ausländische Kredite und der entsprechende Schuldendienst, die nicht im Budget ausgewiesen werden, stellen keine wesentliche Belastung dar und sind weitgehend für Infrastrukturinvestitionen zweckgebun-

den. Die Finanzierung der Staatsunternehmen ist vom Budget getrennt, so daß nicht über weiche Budgetrestriktion dieser Unternehmen die Staatsausgaben endogenisiert werden können.

Deshalb ist der Einsatz des geld- und wechsellkurspolitischen Instrumentariums von der Finanzierung des Staatshaushaltes unabhängig. Das bedeutet, daß weder eine moderate monetäre Kontraktion im Falle eines Devisenabflusses noch eine nominale Abwertung im Falle der Aufgabe des Currency Board einer fiskalischen Restriktion unterliegen und deshalb durchführbar sein sollten. Für die kurz- bis mittelfristige Perspektive bedeutet dies, daß der feste Wechselkurs beibehalten werden kann, bis eine vollständige Stabilisierung der Inflationsrate bzw. der Devisenbilanz eingetreten ist. Ob er beibehalten werden sollte, kann zumindest bezweifelt werden. Hierfür ist die Entwicklung der außenwirtschaftlichen Beziehungen maßgebend (Abschnitt E.II.3.d). Negative Rückwirkungen auf den Staatshaushalt wären allerdings für den Fall einer starken monetären Kontraktion zu erwarten, wenn diese zu einem Rückgang der Staatseinnahmen führt.

4. Bewertung

Bei der Bewertung der Reformmaßnahmen im Fiskalbereich ergibt sich das gleiche Bild wie im Bereich der außenwirtschaftlichen Beziehungen. Estland erfüllt am ehesten die Anforderungen an ein effizientes Steuersystem im Transformationsprozeß. Die Hauptlast der Besteuerung entfällt über die Mehrwertsteuer auf den Konsum, und durch eine einfache proportionale Besteuerung von Gewinnen und Einkommen ist die Grundlage für zukünftige Staatseinnahmen gelegt. Außerdem kommt der Privatisierungsprozeß zügig voran, so daß für die zukünftige Entlastung bei den Staatsausgaben gesorgt ist und finanzielle Ressourcen für die Abfederung von sozialen Härten des Transformationsprozesses bereitgestellt werden können.

Dagegen setzen Rußland, Weißrußland und die Ukraine in erster Linie auf die Besteuerung der Unternehmen. Hier ergibt sich nicht nur ein insgesamt hoher, sondern auch ein sehr differenzierter Steuersatz. Die Folge ist eine erhöhte Komplexität der Unternehmensbesteuerung, die die beschränkten administrativen Kapazitäten der Finanzverwaltungen überfordert und somit nicht nur zu einer extrem diskretionären und willkürlichen Besteuerung beiträgt, sondern auch die Steuervermeidung vereinfacht. Außerdem erfolgt die Steuerpolitik nicht kontinuierlich. Vor allem wird immer wieder versucht, den Mehrwertsteuersatz zu senken, um den Konsum zu entlasten. Diese Maßnahme muß regelmäßig zurückgenommen werden, weil sie zu erheblichen Einnahmehausfällen führt. Die Betonung der Unternehmensbesteuerung ist jedoch nicht nur be-

absichtigt, sondern zu einem großen Teil auch zwangsläufig, da die Mehrwertsteuereinnahmen bei sehr hohen Inflationsraten dadurch rückläufig werden, daß die Steuervermeidung durch Steuerverschiebung sehr einfach ist. Damit die Mehrwertsteuer die Rolle spielen kann, die ihr im Transformationsprozeß zukommt, müßten also die Inflationsraten zuerst auf ein moderates Niveau gesenkt werden.

Die Senkung der Inflationsraten gestaltet sich jedoch schwierig bis unmöglich, da die Staatsausgaben weitgehend endogen sind. Aufgrund geringer Privatisierungsbemühungen bzw. -erfolge können sich Staatsunternehmen weiter über den Staatshaushalt refinanzieren. Dadurch ergibt sich zum einen eine weitere Differenzierung der effektiven Steuersätze für Unternehmen, je nachdem, wie stark ihr Zugriff auf die staatliche Refinanzierung ihrer Steuerschuld ist. Zum anderen wird es dadurch unmöglich, die Staatsausgaben auf die Höhe der Staatseinnahmen zu beschränken. Die chronischen Staatsdefizite müssen dann durch die Zentralbank und letztlich über eine verstärkte monetäre Expansion gedeckt werden. Dadurch wird auch die Geldpolitik endogen und ist von der Situation des Staatshaushalts abhängig.

Daraus ergeben sich im wesentlichen zwei Schlußfolgerungen. *Erstens* kann eine Stabilisierung nicht gelingen, solange die Staatsausgaben endogen sind. Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik muß ohne eine Reform des Staatshaushalts scheitern. Es hat sich gezeigt, daß das Staatsdefizit zwar temporär durch eine direkte Kreditvergabe an die Unternehmen reduziert werden kann. Da diese Kredite jedoch nicht bedient werden können, entsteht letztlich ein noch viel höherer Finanzierungsbedarf. Die Folge sind starke Schwankungen der Inflationsrate. Eine stabilitätsorientierte und glaubwürdige Regelbindung für die Geldpolitik setzt deshalb eine glaubwürdige Reform der Staatsfinanzen voraus. Solange dies nicht geschehen ist, kann sich eine glaubwürdige Bindung für die Geldpolitik nur am zu erwartenden Staatsdefizit orientieren. Dieses sollte durch die Schaffung von Bilanzklarheit und -wahrheit den tatsächlichen staatlichen Finanzierungsbedarf widerspiegeln.

Zweitens bedeutet dies für das Wechselkursregime, daß eine Wechselkursfixierung für Rußland, Weißrußland und die Ukraine nicht glaubwürdig sein kann. Dies gilt sowohl für eine Fixierung der Währungen dieser drei Länder gegenüber dem Dollar als auch für eine Fixierung der Währungen Weißrußlands und der Ukraine gegenüber dem russischen Rubel. Die währungspolitischen Optionen sind für die drei Länder auf den Bereich zwischen passivem Crawling peg und frei flexiblem Wechselkurs eingeengt. Der bereits in Abschnitt E.II.4 bei der Bewertung der außenwirtschaftlichen Beziehungen aufgeführten Liste der Bedingungen für enge Bandbreiten um einen passiven Crawling peg wäre aus fiskalpolitischer Sicht noch die Stabilität bzw. Prognostizierbarkeit der Staatsfinanzen hinzuzufügen.

F. Zusammenfassung und wirtschaftspolitische Perspektiven

Die Auflösung der Sowjetunion stellte deren Nachfolgestaaten vor das Problem, eine eigene Währungspolitik definieren zu müssen. Die entsprechenden Entscheidungen waren vor dem Hintergrund einer engen außenwirtschaftlichen Verflechtung mit den anderen ehemaligen Sowjetrepubliken zu treffen. Dabei ging es zum einen darum, diese Handelsbeziehungen möglichst intakt zu lassen, zum anderen aber auch darum, die Abnahme der direkten und indirekten Finanztransfers Rußlands an die übrigen Nachfolgestaaten abzufedern.

Bei der Definition ihrer Währungspolitik konnten die Nachfolgestaaten zwischen unterschiedlichen Währungspolitiken und Wechselkursregimen wählen. Die erste Grundentscheidung, die sie zu treffen hatten, war die zwischen der Einführung einer unabhängigen nationalen Währung und der Beibehaltung einer Währungsunion mit Rußland im Rahmen einer Rubelzone. Gegen eine Währungsunion entschieden sich — maßgeblich von Rußland dazu gedrängt — alle hier betrachteten Nachfolgestaaten, wenngleich zwischen Rußland und Weißrußland im Jahre 1994 ein Vertrag über eine erneute währungspolitische Integration geschlossen wurde. Die Umsetzung dieses Vertrages wurde allerdings auf unbestimmte Zeit verschoben.

I. Rubelzone oder nationale Währungen?

Grundsätzlich stellt sich die Frage, ob ein währungspolitischer Zusammenschluß, etwa in der Form einer neuen Rubelzone, für die Nachfolgestaaten von Vorteil gewesen wäre bzw. in Zukunft sein könnte. Die Vorteile einer solchen Währungsunion bestehen insbesondere in geringeren Transaktionskosten grenzüberschreitender Handels- und Kapitalströme. So könnte es etwa durch entfallende Kurssicherungskosten und eine Verbesserung des interrepublikanischen Zahlungsverkehrs zu einer erneuten Ausweitung des interrepublikanischen Handels kommen. Daneben könnte für Länder mit erheblicher makroökonomischer Instabilität der Eintritt in eine Währungsunion einen Stabilitätsimport implizieren, wenn der währungspolitische Partner bereits ein höheres Maß an Stabilität erreicht hat. Die Kosten einer solchen Lösung hingegen liegen in der verminderten Anpassungsflexibilität, die aus der Aufgabe des Wechselkursin-

struments folgt. Reale Schocks können von Ländern einer Währungsunion insbesondere dann schlecht absorbiert werden, wenn die interregionale Arbeitskräftemobilität gering ist, die sektorale Produktionsstruktur kaum diversifiziert ist und die Spezialisierung der Länder ein unterschiedliches Muster aufweist. Da reale Schocks in einer solchen Situation regionenspezifische Anpassungsmaßnahmen verlangen, die im Rahmen einer Währungsunion nicht durch nominale Wechselkursänderungen erfolgen können, würde daraus letztlich ein niedrigeres Einkommensniveau und die Notwendigkeit von interregionalen Transferzahlungen resultieren.

Aus der Betrachtung des Zahlungsverkehrs und der Arbeitskräftemobilität ergeben sich bei keinem der vier Nachfolgestaaten eindeutige Belege für die Vorteilhaftigkeit einer Währungsunion. Die außenwirtschaftlichen Indikatoren Offenheit und Spezialisierung der Produktionsstruktur hingegen führen zu unterschiedlichen Schlußfolgerungen für Weißrußland und die Ukraine auf der einen und für Rußland und Estland auf der anderen Seite. Im Falle der Ukraine und Weißrußlands sprechen die weiterhin große Bedeutung des interrepublikanischen Handels für eine Währungsunion, da der dann mögliche Abbau der Devisenreservehaltung und der Wegfall des Wechselkursrisikos zu erheblichen Transaktionskostensparnissen führen würde. Insbesondere die geringe Diversifikation und die Dominanz energieintensiver Wirtschaftszweige bei weitgehender Abhängigkeit von Energieimporten aus Rußland sprechen jedoch gegen eine Währungsunion mit Rußland. Denn externe Schocks und insbesondere Energiepreisschwankungen würden sich asymmetrisch auf Rußland bzw. auf die Ukraine und Weißrußland auswirken. Die Notwendigkeit, reale Wechselkursänderungen ohne eine Änderung des nominalen Wechselkurses vornehmen zu müssen, könnte dann zu erheblichen internen und externen Ungleichgewichten führen.

Sind für Weißrußland und die Ukraine noch ansatzweise Vorteile einer Währungsunion zu finden, so existieren im Fall Rußlands und Estlands solche Vorteile kaum bzw. gar nicht. Für Rußland ist der interrepublikanische Handel im Vergleich zu Weißrußland und der Ukraine von geringer Bedeutung. Dies gilt vor allem auf der Importseite, da Rußland über eine eigene Energieversorgung verfügt. Lediglich auf der Ausfuhrseite könnten sich Vorteile aus einer Reaktivierung der Nachfolgestaaten als Exportmärkte ergeben. In noch stärkerem Maße hat Estland die Bedeutung des interrepublikanischen Handels zurückgeführt. Zudem deutet ein Vergleich der estnischen mit der russischen Wirtschaftsstruktur darauf hin, daß sich externe Schocks wie im Falle Weißrußlands und der Ukraine asymmetrisch auswirken und Anpassungen des realen Wechselkurses erzwingen würden. Unter außenwirtschaftlichen Gesichtspunkten dürfte sich damit die Entscheidung der vier Länder, keine gemeinsame Währung zu benutzen, als richtig erweisen. Während für die

Ukraine und Weißrußland einigen Vorteilen einer Währungsunion auch erhebliche Nachteile gegenüberstehen, dürfte ein solcher Zusammenschluß für Rußland mit entscheidenden Nachteilen verbunden sein. Für Estland schließlich kommt die Beteiligung an einer Währungsunion überhaupt nicht in Frage, da zu den beschriebenen außenwirtschaftlichen Nachteilen die Gefährdung des bisher erzielten Stabilisierungserfolgs hinzu käme.

Auch für die drei anderen Nachfolgestaaten stellt die Wiederherstellung der Rubelzone unter stabilitätspolitischen Gesichtspunkten keine Alternative zu nationalen Währungen dar. Denn angesichts erheblicher eigener geldpolitischer Steuerungsprobleme wären weder Rußland noch Weißrußland oder die Ukraine in der Lage, die geldpolitische Steuerung in den Partnerländern durch den Export geldpolitischer Kompetenz zu verbessern. Statt dessen wäre zu erwarten, daß sich bereits vorhandene inflationäre Tendenzen erneut verstärken würden. Denn solange nicht garantiert ist, daß sich die anderen Partner einer strafteferen Geldmengensteuerung unterwerfen, besteht für kein Land ein Anreiz, selbst eine antiinflationäre Geldpolitik zu verfolgen. Gerade dieses Anreizproblem hatte zu dem Auseinanderbrechen der Rubelzone geführt. Darüber hinaus dürfte es für die einzelnen Länder einfacher sein, die institutionellen Voraussetzungen für die Schaffung geldpolitischer Kompetenz im eigenen Land herzustellen, als diese im Rahmen multinationaler Verhandlungen durchzusetzen.

Damit stellt eine Währungsunion für die hier untersuchten Staaten weder unter außenwirtschaftlichen noch unter stabilitätspolitischen Gesichtspunkten eine echte Alternative zu nationalen Währungen dar. Entscheidend für diese Einschätzung ist, daß die wirtschaftlichen Schwierigkeiten der Länder ihre Ursachen in grundsätzlichen institutionellen Versäumnissen und Fehlentwicklungen haben, deren Aufarbeitung auf nationaler Ebene eher vorstellbar ist als im Rahmen einer Währungsunion. Vor diesem Hintergrund ist auch vor der Umsetzung der im April 1994 zwischen Rußland und Weißrußland vereinbarten Währungsunion zu warnen.

Im Falle nationaler Währungen und damit unabhängiger Währungspolitiken stehen verschiedene Optionen hinsichtlich des Wechselkursregimes zur Wahl. Dabei können die Ziele der monetären Wirtschaftspolitik prinzipiell sowohl mit einem System flexibler als auch mit einem System fixer Wechselkurse erreicht werden. Der Unterschied zwischen den beiden Strategien besteht im wesentlichen darin, daß die Voraussetzungen, die für ein funktionstüchtiges Festkursystem geschaffen werden müssen, umfangreicher sind als bei flexiblen Wechselkursen. Dagegen ist es nicht optimal, währungspolitische Zwischenformen zu wählen, da diese im besten Fall die positiven Ergebnisse der Extremlösungen hervorbringen, dabei aber zumeist zusätzliche Nachteile hervorrufen.

Für eine Form fester Wechselkurse hat sich lediglich Estland entschieden, das mit seinem Currency-Board-System eine Fixierung des Wechselkurses derart vorgenommen hat, daß der Zentralbank keinerlei geldpolitischer Handlungsspielraum bleibt. Die drei übrigen Staaten haben demgegenüber zwar grundsätzlich Systeme flexibler Wechselkurse gewählt; die Zentralbanken nehmen jedoch durch diskretionäre Eingriffe in das Marktgeschehen erheblichen Einfluß auf die Kursbildung. So hat sich auch die Ukraine grundsätzlich für die marktmäßige Bestimmung der Wechselkurse entschieden; allerdings besteht ein System gespaltener Wechselkurse fort. Einige dieser Kurse werden administrativ festgelegt, so daß nur von einem bedingt flexiblen Wechselkurs ausgegangen werden kann. Einen Schritt weiter in Richtung flexibler Wechselkurse sind Rußland und Weißrußland gegangen, deren Zentralbanken zwar auch massiv auf dem Devisenmarkt intervenieren, wo aber die Preisbestimmung in stärkerem Maße am Markt erfolgt.

Bezüglich der Erfahrungen mit ihrer Währungspolitik lassen sich die vier Nachfolgestaaten in drei Gruppen einteilen. In einer Vorreiterrolle befindet sich Estland, das bei der Stabilisierung der Wirtschaft weit vorangeschritten ist und die Transformationskrise überwunden zu haben scheint. Weniger positiv zu bewerten ist dagegen die wirtschaftliche Lage in Rußland, wo es neben ersten Anzeichen für eine Stabilisierung auch Indizien für eine erneute Destabilisierung gibt und wo sich der Rückgang des BIP 1994 sogar noch verschärft hat. In der dritten Gruppe schließlich befinden sich Weißrußland und die Ukraine, die sich am Rande einer Hyperinflation bewegten und deren Produktionsrückgänge dramatische Ausmaße angenommen haben.

II. Währungspolitik und Reformprogramm

Für die zukünftigen währungspolitischen Entscheidungen der Nachfolgestaaten könnte die Beobachtung, daß das einzige Land mit fixem Wechselkurs bei der Stabilisierung von Produktion und Preisniveau vergleichsweise gute Ergebnisse erzielt hat, während Länder mit flexiblen Wechselkursen erhebliche Probleme zu verzeichnen haben, den Schluß nahelegen, daß fixe Wechselkurse den Erfordernissen des Transformationsprozesses am ehesten genügen. Allerdings kommt es bei der Stabilisierung der Wirtschaft weniger auf das Wechselkurssystem selbst als vielmehr auf das entsprechende wirtschaftspolitische Reformprogramm an. Insbesondere die institutionellen Rahmenbedingungen, die Ausgestaltung der internationalen Handelsbeziehungen und die Finanzpolitik sind bei der Flankierung eines Wechselkursregimes von entscheidender Bedeutung.

In diesen drei Bereichen ist *Estland* erheblich weiter vorangekommen als die anderen hier betrachteten Nachfolgestaaten. Bei denjenigen institutionellen Reformen, die auf die Schaffung effizienter Finanzmarktstrukturen zielen, ist Estland mit dem Verbot der Subventionierung der Geschäftsbanken durch die Zentralbank und der Durchsetzung harter Budgetrestriktionen für Geschäftsbanken am weitesten fortgeschritten. Das Problem notleidender Kredite in den Bilanzen der Geschäftsbanken ist in Estland inzwischen von nachrangiger Bedeutung. Darüber hinaus wurden westliche Rechnungslegungsvorschriften eingeführt und Bankregulierungen verschärft. Weitere Effizienzgewinne im estnischen Finanzsektor könnten vor allem durch die Schaffung eines schärferen Wettbewerbs realisiert werden. Ansatzpunkte dafür bestehen sowohl darin, die Privatisierung der estnischen Banken zu forcieren, als auch darin, den Marktzutritt ausländischer Bank weiter zu fördern.

Neben der Schaffung der institutionellen Voraussetzungen für effiziente Finanzmärkte ist auch die estnische Fiskalpolitik in stabilitätsfördernder Weise umgestaltet worden. Mit der Einführung eines einfachen Steuersystems, das den Schwerpunkt auf die Konsumbesteuerung mittels einer Mehrwertsteuer legt, der zügigen Privatisierung von Staatsunternehmen und dem Verbot der Zentralbankfinanzierung von Defiziten im Staatshaushalt hat Estland dafür Sorge getragen, daß die monetäre Expansion von der Fiskalpolitik unabhängig ist und so verlaufen kann, wie es durch den festen Wechselkurs und die außenwirtschaftliche Entwicklung vorgegeben wird. Diese Unabhängigkeit stellt ein zentrales Element der Glaubwürdigkeit der estnischen Wechselkursfixierung dar. Denn es zeigt sich, daß Glaubwürdigkeit nicht allein durch die Wechselkursfixierung importiert wird, sondern daß die Wechselkursfixierung erst durch ein konsistentes und glaubwürdiges Reformprogramm selbst glaubwürdig wird.

Schließlich hat Estland auch in den außenwirtschaftlichen Beziehungen die Hinwendung zu marktwirtschaftlichen Mechanismen am konsequentesten vollzogen. So wurde die Regulierung estnischer Exporte aufgegeben, ein einfaches System der Handelsbesteuerung implementiert und die volle Konvertibilität der Währung hergestellt. Dabei führte die Wechselkursfixierung der estnischen Krone gegenüber der D-Mark zumindest bis Ende 1993 zu Kapitalzuflüssen in Form von Direktinvestitionen. Trotz erster Kapitalabflüsse im ersten Halbjahr 1994 kann gegenwärtig noch nicht von einer Überbewertung der estnischen Währung gesprochen werden. Allerdings könnte eine Zunahme der Kapitalabflüsse, die zu einer erheblichen monetären Kontraktion führen müßte, die Durchhaltbarkeit der Wechselkursbindung gefährden. Damit tritt das estnische Stabilisierungsprogramm nunmehr in seine kritische Phase ein. Dabei könnte der sich bei fortgesetzten Inflationsdifferenzen aufbauende Abwertungsdruck durch eine Freigabe des Wechselkurses aufgefangen werden. Es wäre dann al-

lerdings zu befürchten, daß die bisher erreichte Stabilisierung und Glaubwürdigkeit der monetären Wirtschaftspolitik verlorengehe, wenn die Freigabe des Wechselkurses erfolgt, bevor eine endgültige Stabilisierung erzielt worden ist. Deshalb dürfte es für Estland gegenwärtig ratsam sein, an dem bisher erfolgreichen System fester Wechselkurse solange festzuhalten, bis das Stabilisierungsprogramm abgeschlossen ist. Langfristig könnte es dann allerdings sinnvoll sein, die Wechselkursbindung durch die Vorgabe eines expliziten Stabilitätsziels für die Zentralbank zu ersetzen.

Auch *Rußland* kann im Bereich der institutionellen Finanzmarktreformen erste Fortschritte vorweisen. So ist eine große Zahl von privaten Finanzintermediären entstanden, und bankenaufsichtsrechtliche Vorschriften wurden erlassen. Allerdings überwiegen noch immer die Faktoren, die die Entstehung eines effizienten Finanzsektors beeinträchtigen. Die enge Verquickung von Zentralbank, Regierung und staatlichen Unternehmen behindert weiterhin eine an Rentabilitäts- und Kreditwürdigkeitskriterien ausgerichtete Kreditvergabe. Zudem nimmt der Umfang notleidender Kredite in den Bilanzen der Banken rapide zu, und der Geschäftsbankensektor wird nach wie vor von den wenigen ehemaligen staatlichen Spezialbanken dominiert. Noch immer gilt deshalb für Rußland die Forderung, das formal existierende zweistufige Bankensystem in die Praxis umzusetzen und die Zentralbank vollständig aus der indirekten Unternehmensfinanzierung zurückzuziehen. Zudem müssen die Budgetrestriktionen für Banken gehärtet, der Wettbewerb gefördert und ein Konsolidierungsprozeß im Bankensektor eingeleitet werden.

Bei der für eine erfolgreiche Stabilisierungspolitik notwendigen Konsolidierung der Staatsfinanzen ist Rußland kaum vorangekommen. Um die Defizite im russischen Staatshaushalt drastisch zurückzuführen, bedarf es neben einer strukturellen Änderung in Richtung auf eine stärkere Besteuerung des Konsums bei einer gleichzeitigen Verringerung der Unternehmensbesteuerung größerer Privatisierungsanstrengungen, die etwa im Rahmen der zweiten Privatisierungswelle zu einer Erhöhung der Staatseinnahmen führen könnten. Auf der Ausgabe Seite sind die Ansprüche an den Staatshaushalt insbesondere durch eine Härtung der Budgetrestriktionen der Unternehmen zu verringern. Die Einführung einer glaubwürdigen Konkursdrohung für Unternehmen wäre ein bedeutender Schritt in diese Richtung.

Bei der Liberalisierung der außenwirtschaftlichen Beziehungen sind trotz signifikanter Fortschritte noch erhebliche Defizite beim Zollsystem und der Konvertibilität der Währung abzubauen. Für den weiteren Verlauf der außenwirtschaftlichen Reformen empfiehlt es sich vor allem, den Rubel voll konvertierbar zu machen und die Budgetrestriktionen der Unternehmen zu härten, damit sich die Produktions- und Investitionsentscheidungen der Unternehmen

am Weltmarktpreissystem orientieren können und die Effektivität der Geld- und Wechselkurspolitik sichergestellt ist.

Trotz eines grundsätzlich flexiblen Wechselkurses ist es am Devisenmarkt zu einer Überbewertung des Rubels gekommen, da die Versuche, den nominalen Wechselkurs zu stabilisieren, nicht mit der gleichzeitigen monetären Expansion kompatibel waren. Solange diese monetäre Expansion nicht entscheidend zurückgefahren werden kann, sollte eine höhere Wechselkursflexibilität dafür sorgen, daß die Entwicklung des realen Wechselkurses von den realwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und nicht mehr von der Interventionspolitik der Zentralbank bestimmt wird. Daran knüpft sich die Forderung an die Zentralbank, Devisenmarktinterventionen zur Kursstützung oder zur partiellen Kursfixierung zu unterlassen, mit denen sie ohnehin vor allem zu einer Destabilisierung des Devisenmarktes beigetragen hat.

Weißrußland und die Ukraine befinden sich selbst im Vergleich zu Rußland noch am Anfang bei der Schaffung effizienter Finanzmärkte. Eine glaubwürdige Konkursdrohung für Geschäftsbanken besteht in beiden Ländern nicht. Vielmehr läßt die enge Verflechtung von Zentralbank, Regierung, Geschäftsbanken und Unternehmen keine Kreditvergabe nach Rentabilitätskriterien zu; die Subventionierung von Staatsunternehmen steht im Mittelpunkt. Potentielle Probleme wie die notleidenden Kredite in den Bilanzen der Banken stehen vor dem Ausbruch, sobald Stabilisierungserfolge erzielt werden. Konzepte für die Lösung solcher Probleme gibt es nicht einmal in Ansätzen. Wo institutionelle Regelungen existieren, genügen sie entweder nicht marktwirtschaftlichen Erfordernissen oder werden nicht angewendet. Insgesamt sind in diesen beiden Ländern bis jetzt nicht einmal die grundlegenden institutionellen Voraussetzungen für eine eigenständige Währungspolitik geschaffen worden.

Eine ähnliche Einschätzung ergibt sich für beide Länder hinsichtlich ihrer Finanzpolitik. Nicht zuletzt wegen mangelnder Privatisierungserfolge und dem Fehlen einer glaubwürdigen Konkursdrohung ist es den Unternehmen weiterhin möglich, zur Finanzierung von Verlusten auf den Staatshaushalt zurückzugreifen. Damit kann eine Konsolidierung der Staatsfinanzen nicht gelingen. Darüber hinaus macht die notwendige Zentralbankfinanzierung der staatlichen Haushaltsdefizite die Geldpolitik abhängig von der Situation des Staatshaushalts. Daraus folgt, daß die Reform des Staatshaushalts für eine Stabilisierung unabdingbar ist. Solange eine solche Reform nicht durchgeführt werden kann, muß sich eine Bindung der Geldpolitik an zu erwartenden Budgetdefizit orientieren.

Nennenswerte Unterschiede in der Wirtschaftspolitik der beiden Länder gibt es nur in der Handelspolitik. Während Weißrußland mit seiner Annäherung an das russische Außenhandelsregime eine vorsichtige Liberalisierungsstrategie verfolgt, ist in der Ukraine keine nennenswerte Liberalisierung der außenwirt-

schaftlichen Beziehungen festzustellen; es wurden lediglich die alten durch neue Planungsinstrumente ersetzt. Zu empfehlen ist beiden Ländern, sich stärker an westlichen Märkten zu orientieren und durch Maßnahmen wie einer Erhöhung der inländischen Energiepreise die Abhängigkeit von Energieimporten zu verringern.

In beiden Ländern ist es, ähnlich wie in Rußland, trotz eines grundsätzlich flexiblen Wechselkurses zu einer Überbewertung der inländischen Währungen gekommen. Entsprechend empfiehlt sich auch hier, die Devisenmarktinterventionen zur Kursstützung oder zur partiellen Kursfixierung zu unterlassen, die Konvertibilität der Währungen herbeizuführen und — im Fall der Ukraine — das System gespaltener Wechselkurse mit teilweise administrativer Kursfixierung aufzugeben. Auch in Weißrußland und in der Ukraine waren die Versuche der Wechselkursstabilisierung mit der gleichzeitig erfolgenden monetären Expansion nicht kompatibel. Gelingt es wegen der defizitären Staatshaushalte nicht, die monetäre Expansion entscheidend zurückzufahren, sollte eine höhere Wechselkursflexibilität dafür sorgen, daß die Entwicklung des realen Wechselkurses nicht von der Geldpolitik, sondern von den realwirtschaftlichen Rahmenbedingungen bestimmt wird. Darüber hinausgehende Empfehlungen können sich angesichts des frühen Reformstadiums, in dem sich die Ukraine und Weißrußland befinden, nur auf Grundsätzliches beschränken. Insgesamt ist es dringend geboten, nach der partiellen Beseitigung planwirtschaftlicher Steuerungsmechanismen damit zu beginnen, marktwirtschaftliche Mechanismen zu installieren. Dazu zählt nach wie vor insbesondere die Trennung von Zentralbank und Geschäftsbanken, die Härtung der Budgetrestriktionen von Banken und Unternehmen, deren Privatisierung sowie die Einführung eines funktionierenden Konkursgesetzes.

III. Möglichkeiten externer Hilfe

Die Möglichkeiten für ausländische Hilfe sind eng begrenzt. Solche Unterstützung kann an zwei Punkten ansetzen. Zunächst sind die unterschiedlichen Formen technischer Hilfe zu nennen. Insbesondere bei den institutionellen Reformen können die Erfahrungen aus marktwirtschaftlichen Systemen Anfangsfehler vermeiden helfen und damit die Transformationskosten verringern. Hierbei sollte die Ausgestaltung der Geldpolitik, der Finanzmarktregulierungen und der Fiskalpolitik im Mittelpunkt stehen. Zusätzlich zur Unterstützung der institutionellen Ausgestaltung des Reformprozesses ist der Aufbau marktwirtschaftlichen Humankapitals in den diversen wirtschaftspolitischen Institutionen von

entscheidender Bedeutung. Neben der Schulung des Zentralbankpersonals sollte die Ausbildung von Personal vor allem bei der Überwachung der Einhaltung von Finanzmarktregulierungen und der Finanzpolitik gefördert werden. Darüber hinaus gilt es, auch die technische Ausstattung zu verbessern. Hier können etwa durch die Automatisierung des Zahlungsverkehrs oder der Steuererhebung erhebliche Stabilisierungs- und Effizienzpotentiale ausgeschöpft werden.

Ein zweiter Ansatzpunkt für die ausländische Unterstützung der Währungspolitik besteht in der Einrichtung von Stabilisierungsfonds. Dabei handelt es sich im wesentlichen um die konditionelle Einräumung präferentieller Kreditlinien zur Verteidigung eines gegebenen Wechselkursziels. Ziel solcher Stabilisierungsfonds ist es, kurzfristig die Glaubwürdigkeit der inländischen Währungspolitik zu erhöhen und den Reformprozeß durch die Koppelung der Kreditgewährung an die Umsetzung inländischer Reform- und Stabilisierungsprogramme zu stimulieren. Eine solche Maßnahme kann notwendig erscheinen, wenn ein Land aufgrund seiner Zahlungsbilanzprobleme keine ausreichenden Währungsreserven zur Verfügung hat, um eine feste Parität seiner Währung zu verteidigen. Um sicherzustellen, daß das Empfängerland seine Reformpolitik auch nach Gewährung präferentieller Kredite fortsetzt, ist es notwendig, die Bereitstellung von Krediten etwa im Rahmen von Stabilisierungsfonds an Bedingungen zu knüpfen. Eine Kreditvergabe ohne entsprechende wirtschaftspolitische Konditionalität sollte grundsätzlich nicht erfolgen. Allerdings kann nicht ausgeschlossen werden, daß auch die konditionelle Gewährung präferentieller Kredite eine adäquate Mittelverwendung nicht sicherstellt, da sich etwa im Fall des Stabilisierungsfonds die politischen Entscheidungsträger in den Transformationsländern mit kontraproduktiven Anreizen konfrontiert sehen können. Wenn Stabilisierungsanstrengungen dadurch bestraft werden, daß die Gewährung präferentieller Kredite nur bei Zahlungsbilanzproblemen erfolgt, werden Politiker kaum geneigt sein, unpopuläre Maßnahmen etwa in der Einkommens- oder der Finanzpolitik durchzusetzen. Im Gegenteil könnten sie sogar einen Anreiz haben, eine Destabilisierung der inländischen Wirtschaft mit der Folge von Zahlungsbilanzungleichgewichten bewußt herbeizuführen. Da es schwierig sein dürfte, die Kreditvergabe an den Fortgang des gesamten Reformprozesses zu koppeln, müssen einzelne Kriterien als Indikatoren für die Konditionierung ausgewählt werden. Es ist dann zu erwarten, daß diese Kriterien erfüllt werden, während die sonstige Reformpolitik unter der Entspannung der Finanzlage weniger restriktiv gehandhabt wird. Daraus ergibt sich, daß die internationale Bereitstellung von Krediten mit Reformkonditionierung kontraproduktiv wirken kann. Hinzu kommt, daß der Erfolg einer Wechselkursfixierung mit von der gewählten Kursparität abhängt. Wurde diese falsch gewählt, besteht die Gefahr, daß spekulative Kapitalströme trotz des Vorhandenseins eines Stabilisierungs-

fonds eine Aufgabe des Wechselkursziels erzwingen. In diesem Fall wäre nicht einmal ein kurzfristiger positiver Glaubwürdigkeitseffekt entstanden, vielmehr dürften mittel- und langfristig die Widerstände gegen zukünftige Finanzhilfe von außen wachsen.

Die wesentlichen Voraussetzungen für eine erfolgreiche Währungspolitik müssen somit von den einzelnen Ländern selbst geschaffen werden. Dabei hat sich gezeigt, daß die Voraussetzungen, die bei einem festen Wechselkurs erfüllt sein müssen, anspruchsvoller sind als bei einem flexiblen Wechselkurs. Obwohl sich das System eines Currency Board im Falle Estlands bisher bewährt hat, kann es nicht als Vorbild für die drei anderen Nachfolgestaaten dienen. Dazu wäre erforderlich, daß die drei Länder in der Lage sind, die Voraussetzungen für die Glaubwürdigkeit eines solchen Systems zu schaffen. Erst wenn dies prinzipiell möglich wäre, würde es sich lohnen, darüber nachzudenken, ob unter den Bedingungen der Transformation von Wirtschaftssystemen ein fixer einem flexiblen Wechselkurs vorzuziehen ist.

Ein umfassendes und glaubwürdiges Reformprogramm liegt weder in Rußland noch in der Ukraine oder Weißrußland vor. Selbst in dem Fall, daß ein solches Programm verabschiedet würde, wäre zweifelhaft, ob es von den Regierungen dauerhaft durchgesetzt werden könnte. Denn inzwischen haben sich die politischen Entscheidungsträger dieser Länder durch zahlreiche gescheiterte Reformversuche eine Reputation erworben, die die Glaubwürdigkeit eines neuerlichen Reformprogramms von vornherein beschädigt. Damit besteht kurzfristig keine Möglichkeit, eine Wechselkursfixierung durch ein glaubwürdiges Reformprogramm zu flankieren, das wiederum der Wechselkursfixierung selbst zu Glaubwürdigkeit verhelfen könnte.

Erst wenn sich die Reformpolitik mittelfristig als stabilitätsorientiert herausgestellt hat, ist eine Wechselkursfixierung möglich. Für die Übergangsphase wäre es sinnvoll, durch ein Geldmengenziel, das sich an den bereits erzielten Reformfortschritten insbesondere im Finanzbereich orientiert, die Erwartungsbildung der Privaten zu verfestigen und durch einen flexiblen Wechselkurs die weltwirtschaftliche Integration zu unterstützen. Nach Abschluß einer solchen Stabilisierungsphase bestünde jedoch kein Grund, über eine Aufgabe flexibler Wechselkurse und eines Geldmengenziels für eine unabhängige Zentralbank nachzudenken. Vielmehr könnte das Geldmengenziel zunehmend auf die Sicherstellung stabiler Preise ausgerichtet werden.

Anhang

Tabelle A1 — Indikatoren zur wirtschaftlichen Lage 1990–1994

	1990	1991	1992	1993	1994 (1. Hj.)
Reales BIP^a					
Rußland	-2,0	-13,0	-19,0	-12,0	-17,0 ^b
Weißrußland	-3,2	-1,2	-9,6	-11,6	-24,0 ^c
Ukraine	nv	-12,0	-17,0	-14,0	-26,5
Estland	-3,6	-11,8	-31,6	+3,0	+1,1 ^d
Industrieproduktion^a					
Rußland	-0,1	-8,0	-18,8	-16,0	-24,0 ^b
Weißrußland	2,1	-1,5	-9,6	-10,0	-28,0 ^c
Ukraine	nv	-4,5	-6,5	-8,0	-34,3
Estland	nv	-9,5	-38,7	-26,6	nv
Budgetdefizit/BIP (vH)					
Rußland	nv	-8,5	-3,6	-9,5 ^e	-9,0
Weißrußland	nv	3,6	-2,0	-4,7	-6,3 ^c
Ukraine	nv	-14,1	-32,2 ^f	-7,5	-8,4
Estland	nv	4,7	1,7	0,6	nv
Verbraucherpreise^g					
Rußland	5,6	171	2 059	815	413
Weißrußland	4,5	147	1 558	1 994	2 191
Ukraine	4,0	91	1 210	4 735	2 185
Estland	17,2	21,6	1 069	35,6	50
Arbeitslosenquote^h					
Rußland	nv	2,0	2,0	5,0	nv
Weißrußland	nv	nv	0,5	1,4	1,7
Ukraine	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Estland	nv	1,2	1,9	1,7	6,2

^a Änderung gegenüber demselben Zeitraum der Vorperiode in vH. — ^b Januar–Juli 1994. — ^c 1.–3. Vj. 1994. — ^d Nur 1. Vj. 1994. — ^e Erweiterte Regierungsbilanz. — ^f Einschließlich zielgerichteter Kredite (vgl. Abschnitt E.III.3.c). — ^g Änderung gegenüber dem Ende der Vorperiode in vH. — ^h In vH der Erwerbstätigen zum Periodenende. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: IMF (1992a, 1992b, 1992c, 1993a, 1993b und interne Arbeitsunterlagen), Granville (1994) und verschiedene Ausgaben der *Russian Economic Trends* der Government of the Russian Federation, *Quartalsberichte* der Eesti Pank und *FAZ Informationsdienste* sowie eigene Berechnungen.

Tabelle A2 — Indikatoren zur außenwirtschaftlichen Lage 1991–1993

	1991	1992	1993
Handelsbilanz/BIP (vH)			
Rußland	5,3	8,7	2,3
Weißrußland	3,6	1,8	-9,8 ^a
Ukraine ^b	nv	-3,5	-16,8
Estland	-1,3	-1,4	-1,8
Auslandsverschuldung/Exporte (vH)			
Rußland	193	176	206
Weißrußland	11,0	31,3	nv
Ukraine	nv	31	32
Estland	22,2	59,8	91,2

^aVorläufig. — ^bAngaben für das Handelsbilanzdefizit (einschließlich Staaten der ehemaligen Sowjetunion) wurden auf Grundlage eines durchschnittlichen Wechselkurses des Karbowanez zum Dollar von 253 für 1992 und von 10 161 für 1993 in Karbowanez umgerechnet. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: Vgl. Tabelle A1.

Tabelle A3 — Zinsentwicklung und Mindestreservesätze 1991–1994

	1991	1992	1993	1994 (1. Hj.)
Refinanzierungszins^a				
Rußland	6–9	80	210	170
Weißrußland	12	30	210	210
Ukraine	12	80	130	175
Einlagenzins^a				
Rußland	1–15	78	180	nv
Weißrußland ^b	3	42	103	249 ^c
Ukraine	9	57	211	179
Estland ^d	nv	11	2,6	2,7
Kreditzins^a				
Rußland	25	121	240	220
Weißrußland ^c	13	21	136	133 ^c
Ukraine	nv	64	264	193
Estland ^d	nv	28	22	25
Mindestreservesatz für Sichteinlagen				
Rußland	2,3	10–20	20	nv
Weißrußland	10–15	20	8–15	nv
Estland	nv	nv	10	10

^aJahresraten ohne Zinseszinsseffekte; Jahresendwerte. — ^b1991: Sichteinlagen bei der Spargbank; 1992–1994: durchschnittlicher Zins auf neue Einlagen mit einer Laufzeit unter 1 Monat. — ^cApril 1994. — ^dEinlagenzins = Zins auf Sichteinlagen; Kreditzins = Kredite mit einer Laufzeit von einem Jahr. — ^eDurchschnittlicher Kreditzins. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: Vgl. Tabelle A1.

Tabelle A4 — Geldmengen- und Kreditentwicklung 1990–1994

	1990	1991	1992	1993	1994 (1. Hj.)
	Änderung in vH gegenüber dem Ende der Vorperiode				
Bargeld					
Rußland	nv	103	937	693	nv
Weißrußland	5	56	704	1 197	83 ^a
Ukraine	1	94	1 815	4 968	161
Estland	46	59 ^b	339	122	9
M2					
Rußland	nv	77	644	414	61
Weißrußland ^c	21	74	508	928	112
Ukraine	13	101	921	1 768	129
Estland	23	177 ^b	19 ^d	58	8
Zentralbankkredite					
Rußland	nv	nv	2 355	315 ^c	nv
Weißrußland	nv	nv	1 915	684	137 ^a
Ukraine	nv	nv	18 473	932	201

^aNur 1. Vj. 1994. — ^b1.–3. Vj. 1991. — ^cM3. — ^d3.–4. Vj. 1992. — ^eBis November 1993. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: Vgl. Tabelle A1.

Tabelle A5 — Monetäre Indikatoren 1990–1994

	1990	1991	1992	1993	1994 (1. Vj.)
Bargeld/BIP (vH)					
Rußland	13	12	9	8	nv
Weißrußland	8	7	4,2	4,5	nv
Ukraine	nv	nv	12	8	9
Estland	nv	12	9	13	nv
M2/BIP (vH)^a					
Rußland	72	92	67	26 ^b	nv
Weißrußland	77	76	35	30	nv
Ukraine	nv	nv	62	31	45
Estland	nv	93	27	29	nv
Kreditbestand/BIP (vH)					
Rußland ^c	97	34	28	19	nv
Weißrußland ^d	25	32	43	20	nv
Ukraine	nv	nv	2	35	38
Estland	nv	67	13	15	nv
Einlagen in ausländischer Währung/M2 (vH)					
Rußland	2	12	42	33	nv
Weißrußland	nv	0,5	5	38	37
Ukraine	nv	nv	9	19	15
Estland	nv	56	23	3	6

^aM2 = einschließlich Konten in Auslandswährung; für Weißrußland: M3. — ^bGeldmenge = Oktober 1993. — ^cKredite der Geschäftsbanken insgesamt. — ^dKredite der Geschäftsbanken an Unternehmen. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: Vgl. Tabelle A1.

Tabelle A6 — Verteilung der Kredite der Geschäftsbanken nach Laufzeit und Empfänger 1990–1994

	1990	1991	1992	1993	1994 (1. Vj.)
	vH des Kreditbestandes				
Kurzfristige Kredite					
Rußland	66	83	95	97	nv
Weißrußland	70	83	94	91	nv
Ukraine	nv	nv	nv	nv	97
Estland	nv	nv	nv	83	84 ^a
Langfristige Kredite					
Rußland	24	9	5	3	nv
Weißrußland	22	12	4	3,5	nv
Ukraine	nv	nv	nv	nv	3
Estland	nv	nv	nv	17	16 ^a
Staatliche Unternehmen					
Weißrußland	77	78	70	56	nv
Estland	99,9	71	36	14	10
Private Unternehmen					
Rußland ^b	nv	nv	4,5	5,2	nv
Weißrußland	nv	2	3	5	nv
Estland	2	0,3	56	77	82

^aFebruar 1994. — ^bKleine private Unternehmen; 1993 = März. — nv = nicht verfügbar.

Quelle: Vgl. Tabelle A1.

Literaturverzeichnis

- Abrams, R.K., und H. Cortés-Douglas (1993). Introduction of a New National Currency. IMF Working Paper, 93/49. Washington, D.C.
- Agénor, P.-R. (1990). Parallel Currency Markets in Developing Countries: Theory, Evidence, and Policy Implications. IMF Working Paper, 90/114. Washington, D.C.
- Ahmad, E., und N.H. Stern (1989). Taxation for Developing Countries. In H. Chenery und T.N. Srinivasan (Hrsg.), *Handbook of Development Economics*, 2. Amsterdam. 1005–1092.
- (1991). *The Theory and Practice of Tax Reform in Developing Countries*. Cambridge.
- Atkinson, A.B., und J.E. Stiglitz (1987). *Lectures on Public Economics*. Singapur.
- Balassa, B. (1990). Exchange Rate Regimes for LDCs. In E.-M. Claassen (Hrsg.), *International and European Monetary Systems*. New York. 83–94.
- Baliño, T.J.T., J. Dhawan und V. Sundararajan (1994). The Payments Systems Reforms and Monetary Policy in Emerging Market Economies in Central and Eastern Europe. *IMF Staff Papers*, 41:383–410.
- The Baltic Independent*, laufende Ausgaben. Tallinn und Riga.
- Barro, R.J., und D.B. Gordon (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy*, 91:548–610.
- Belorusskaja Delovaja Gazeta* (1994). Dogovor ob ob-edinenii denez noj systemy Respubliki Belarus's denez noj sistemoj Rossijskoj Federacii i uslovijach funkcionirovanija obscej denez noj systemy. 18. April: 5. Minsk.
- Bennett, A.G.G. (1992). The Operation of the Estonian Currency Board. IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, 3. Washington, D.C.
- Bhagwati, J. (1978). *Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes*. New York.

- Blinder, A.S. (1987). The Rules-versus-Discretion Debate in the Light of Recent Experience. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 123:399–414.
- Bofinger, P. (1991). Options for the Payments and Exchange Rate System in Eastern Europe. Discussion Paper Series, 545. Centre for Economic Policy Research, London.
- (1994). A Classical Explanation of the Output Decline in Central and Eastern Europe. In H. Siebert (Hrsg.), *Overcoming the Transformation Crisis*. Tübingen, 223–247.
- Bofinger, P., und D. Gros (1992). A Soviet Payments Union: Why and How? CEPS Working Document, 60. Brüssel.
- Bofinger, P., E. Svindland und B. Thanner (1993). Währungspolitik in den Nachfolgestaaten der UdSSR. Gemeinsames Gutachten des IFO-Instituts, München, und des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung, Berlin, im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft. München.
- Boss, H. (1994). Ukraine's First Eighteen Months of Economic Statehood. Working Paper, 5. Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche, Wien.
- Bredenkamp, H. (1993). Conducting Monetary and Credit Policy in Countries of the Former Soviet Union: Some Issues and Options. IMF Working Paper, 93/23. Washington, D.C.
- Brown, A.N., B. Ickes und R. Ryterman (1993). The Myth of Monopoly: A New View of Industrial Structure in Russia. Washington, D.C. (mimeo).
- Buch, C.M. (1993). Das Bankwesen in den Nachfolgestaaten der Sowjetunion. *Die Weltwirtschaft*, 1:70–91.
- (1994a). Das erste Jahr der Krone — Estlands Erfahrungen mit der Währungsreform. *Die Weltwirtschaft*, 4:441–465.
- (1994b). Dealing with Bad Debt — Lessons from Eastern Europe. Kieler Arbeitspapiere, 642. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Buch, C.M., N. Funke, R. Heinrich und M. Raiser (1994). *Overcoming Obstacles to Successful Transformation in Economies in Transition*. Kieler Studien, 261. Tübingen.
- Buiter, W.H., und P.A. Pesenti (1990). Rational Speculative Bubbles in an Exchange Rate Target Zone. NBER Working Paper, 3467. Cambridge, Mass.

- Burgess, R., und N.H. Stern (1993). Taxation and Development. *Journal of Economic Literature*, 31:762–830.
- Castello-Branco, M., und M. Swinburne (1992). Die Unabhängigkeit der Zentralbank. *Finanzierung & Entwicklung*, 29:19–21.
- Chhiber, A., und N. Shafik (1990). Exchange Reform, Parallel Markets, and Inflation in Africa: The Case of Ghana. World Bank Working Papers on Policy, Research, and External Affairs, 427. Washington, D.C.
- Clement, H. (1994). Ukraine: Kornkammer und Schwerindustriezentrum oder Problemregion Europas? *Geographische Rundschau*, 46(4):200–207.
- Clement, H., M. Knogler und A. Sekarev (1993a). Die ukrainische Außenwirtschaft vor dem Zusammenbruch? Stand und Perspektiven der Reform des ukrainischen Außenwirtschaftssystems. Working Paper, 166. Osteuropa-Institut, München.
- (1994). Regionale Ungleichgewichte erzwingen regionalpolitische Entscheidungen. Die ukrainische Wirtschaft 1993/94. Working Paper, 168. Osteuropa-Institut, München.
- Clement, H., M. Knogler, A. Sekarev und I. Lunina (1993b). Verschärfte Wirtschaftskrise in der Ukraine. Working Paper, 161. Osteuropa-Institut, München.
- Corden, W.M. (1991). Exchange Rate Policy in Developing Countries. In J. de Melo und A. Sapir (Hrsg.), *Trade Theory and Economic Reform*. Cambridge, Mass. 224–245.
- Corsepius, U. (1989a). *Kapitalmarktreform in Entwicklungsländern. Eine Analyse am Beispiel Perus*. Kieler Studien, 225. Tübingen.
- (1989b). Liberalisation of Capital Markets in Developing Countries. *Inter-economics*, 24(5):220–226.
- Dabrowski, M. (1994). The Ukrainian Way to Hyperinflation. *Communist Economies & Economic Transformation*, 6(2):115–137.
- Deutsche Bundesbank, *Monatsberichte*, laufende Ausgaben. Frankfurt a.M.

- DIW, IfW und IWH (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Institut für Weltwirtschaft und Institut für Wirtschaftsforschung Halle) (1992a). Die wirtschaftliche Lage Rußlands und Weißrußlands — Systemtransformation am Scheideweg. Kieler Diskussionsbeiträge, 193/194. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1992b). Die wirtschaftliche Lage Weißrußlands — Vor der Entscheidung für die Marktwirtschaft. Kieler Diskussionsbeiträge, 196. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1993a). Die wirtschaftliche Lage Rußlands — Systemtransformation auf dem Rückzug. Kieler Diskussionsbeiträge, 208/209. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1993b). Die wirtschaftliche Lage Weißrußlands — Konflikt zwischen sozialen Prioritäten und Systemtransformation. Institut für Weltwirtschaft, Kiel, unveröffentlicht.
- (1993c). Die wirtschaftliche Lage Rußlands — Monetäre Orientierungslosigkeit und realwirtschaftlicher Aktionismus. Kieler Diskussionsbeiträge, 220/221. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1993d). Die wirtschaftliche Lage Weißrußlands — Systemtransformation durch Annäherung an Rußland? Kieler Diskussionsbeiträge, 222. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1994a). Die wirtschaftliche Lage Rußlands — Beschleunigte Talfahrt durch verschleppte Reformen. Kieler Diskussionsbeiträge, 232. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1994b). Die wirtschaftliche Lage Weißrußlands — Krisenbewältigung durch Flucht in die Rubelzone? Kieler Diskussionsbeiträge, 234. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1994c). Die wirtschaftliche Lage Rußlands — Fortsetzung des Niedergangs ohne hinreichenden Strukturwandel. Kieler Diskussionsbeiträge, 240/241. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1994d). Die wirtschaftliche Lage Weißrußlands — Ungenügende Reformen trotz verschärfter Krise. Kieler Diskussionsbeiträge, 242. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Dornbusch, R. (1987). Collapsing Exchange Rate Regimes. *Journal of Development Economics*, 27:71–83.

- Dornbusch, R., und S. Fischer (1990). *Macroeconomics*. 5. Aufl. Singapur.
- Duchene, G., und D. Gros (1993). The Interstate Bank. *De Pecunia*, 5(3):69–75.
- The Economist*, verschiedene Ausgaben. London.
- Eesti Pank (1993). *Estonian Kroon — Finance Economy*. Tallinn.
- (1994). *Annual Report 1993*. Tallinn.
- *Quartalsberichte*, verschiedene Ausgaben. Tallinn.
- EIU (Economic Intelligence Unit) (1994a). *Country Report. Baltic Republics: Estonia, Latvia, Lithuania*. 1st–3rd quarter. London.
- (1994b). *Country Report. Ukraine, Belarus, Moldava*. 1st–3rd quarter. London.
- (1994c). *Country Profile 1994–95. Ukraine, Belarus, Moldava*. London.
- FAZ (*Frankfurter Allgemeine Zeitung*), verschiedene Ausgaben. Frankfurt a.M.
- *Informationsdienste*, verschiedene Ausgaben. Frankfurt a.M.
- Feldsieper, M. (1980). Währungsunionen II: Zielsetzungen und Probleme. *Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften*. Stuttgart. 546–562.
- Financial Markets Outlook*, verschiedene Ausgaben. Universe (Hrsg.), Moskau.
- Fischer, B. (1993). Impediments in the Domestic Banking Sector to Financial Opening. In H. Reisen und B. Fischer (Hrsg.), *Financial Opening, Policy Issues and Experiences in Developing Countries*. OECD, Paris. 119–132.
- Fischer, B., und H. Reisen (1992). Full Currency Convertibility in Eastern Europe? *Intereconomics*, 29(5):203–209.
- Fischer, S., und F. Modigliani (1978). Towards an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 114:810–833.
- Frankel, J.A. (1992). Measuring Capital Mobility: A Review. *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 82:197–202.
- Fry, M.A. (1988). *Money, Interest, and Banking in Economic Development*. Baltimore.

- Funke, N., P. Nunnenkamp und R. Schweickert (1992). *Brazil: Another Lost Decade? — Domestic Policies and Attractiveness for Foreign Capital*. Kieler Diskussionbeiträge, 188. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Glismann, H.H., E.-J. Horn, S. Nehring und R. Vaubel (1986). *Weltwirtschaftslehre: I. Außenhandels- und Währungspolitik*. Göttingen.
- Goldberg, L. (1993). *Foreign Exchange Markets in Russia — Understanding the Reforms*. *IMF Staff Papers*, 40:852–864.
- Goskomstat (Goskomstat ROSSII) (1994). *Sozialno-ekonomitscheskoje poloshenije Rossii (Januar-Juli 1994)*. Moskau.
- Government of the Russian Federation. *Russian Economic Trends*, verschiedene Ausgaben. Moskau.
- Granville, B. (1994). *Monetary Report*, 61. Moskau.
- Gros, D. (1986). *Wage Indexation and the Real Exchange Rate in Small Open Economies*. *IMF Staff Papers*, 33:117–138.
- Gros, D. und A. Steinherr (1991). *Economic Reform in the Soviet Union: Pas des Deux between Disintegration and Microeconomic Destabilization*. Princeton Studies in International Finance, 71. New Jersey.
- Hanke, S.H., und K. Schuler (1993). *Currency Boards and Currency Convertibility*. *The Cato Journal*, 12:687–705.
- Hansson, A.H. (1994a). *Reforming the Banking System in Estonia*. Referat gehalten auf der LES/IEWS-Konferenz „Banking Reform in FSU and Eastern Europe: Lessons from Central Europe“. 14.–15. Januar, Budapest.
- (1994b). *The Political Economy of Macroeconomic and Foreign Trade Policy in Estonia*. Stockholm Institute of East European Economics, Stockholm (mimeo).
- Hansson, A.H., und J.D. Sachs (1994). *Monetary Institutions and Credible Stabilizations: A Comparison of Experiences in the Baltics*. Revidierte Fassung eines Referats gehalten auf der Konferenz „Central Banks in Eastern Europe and the Newly Independent States“. 21.–23. April, University of Chicago Law School.
- Hiemenz, U. (1992). *Liberalisierung vs. Strukturpolitik*. *Entwicklung und Zusammenarbeit*, 33(1/2):8–19.

- Hoff, M., und H. Timmermann (1994). Belarus in der Krise. Die „Partei der Macht“ drängt auf Rückwendung nach Rußland. *Osteuropa*, 44:723–742.
- Hofmann, V., und F.L. Sell (1993). Credibility, Currency Convertibility and the Stabilization of the Rubel. *Intereconomics*, 28(1):11–16.
- Hussain, A., und N.H. Stern (1993). The Role of the State, Ownership and Taxation in Transitional Economies. STICERD, Programme of Research into Economic Transformation and Public Finance, EF, 1. London.
- IMF (International Monetary Fund) (1992a). *Belarus*. Economic Reviews, April. Washington, D.C.
- (1992b). *Russian Federation*. Economic Reviews, April. Washington, D.C.
- (1992c). *Ukraine*. Economic Reviews, April. Washington, D.C.
- (1993a). *Estonia*. Economic Reviews, 4. Washington, D.C.
- (1993b). *Belarus*. Economic Reviews, 11. Washington, D.C.
- (1994). Financial Relations Among Countries of the Former Soviet Union. Economic Reviews, 1. Washington, D.C.
- *International Financial Statistics (IFS)*, verschiedene Ausgaben. Washington, D.C.
- IMF, World Bank, OECD und EBRD (1991). *A Study of the Soviet Economy*. Vol. 1. Washington, D.C.
- Izvestija*, verschiedene Ausgaben. Moskau.
- Kenen, P. (1969). The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. In R.A. Mundell und A.K. Swoboda (Hrsg.), *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago. 41–60.
- Kommersant*, verschiedene wöchentliche Ausgaben. Moskau.
- Koop, M.J., und P. Nunnenkamp (1994). Die Transformationskrise in Mittel- und Osteuropa: Ursachen und Auswege. *Die Weltwirtschaft*, 1:67–92.
- Kornai, J. (1980). *The Economics of Shortage*. Amsterdam.
- Korowkin, W. (1994). Wirtschaftsbeziehungen Rußlands zu den übrigen Staaten der ehemaligen Sowjetunion. Kieler Arbeitspapiere, 619. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

- Krugman, P.R. (1979). A Model of Balance of Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 3:311–325.
- Krugman, P.R., und J. Rotemberg (1990). Target Zones with Limited Reserves. NBER Working Paper, 3418. Cambridge, Mass.
- Laaser, C.-F., und K. Schrader (1992). Kompromisse statt Marktwirtschaft. Reformdefizite in der Russischen Föderation, der Ukraine, Weißrußland und den baltischen Staaten. Kieler Diskussionbeiträge, 186/187. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Lainela, S. (1993). Currency Reforms in the Baltic States. Bank of Finland, Helsinki (mimeo).
- Lainela, S., und P. Sutela (1994). *The Comparative Efficiency of Baltic Monetary Reforms*. Review of Economies in Transition, 10. Bank of Finland, Helsinki.
- Langhammer, R.J. (1988). Die Währungs- und Außenhandelspolitik der Entwicklungsländer im Rahmen der Strukturanpassungspolitiken. Anregungen für die Gestaltung der bilateralen entwicklungspolitischen Zusammenarbeit. In Deutsche Gesellschaft für Technische Zusammenarbeit (Hrsg.), *Stabilisierungs- und Strukturanpassungsprogramme in Entwicklungsländern*. Eschborn. 33–55.
- (1994). Designing New Trade Policies for the CIS States. Legacies, Barriers and Prerequisites. Kieler Arbeitspapiere, 625. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Langhammer, R.J., und U. Hiemenz (1989). Liberalisation and the Successful Integration of Developing Countries into the World Economy. In G.T. Renshaw (Hrsg.), *Market Liberalisation, Equity and Development*. International Labour Office, Genf. 105–139.
- (1990). *Regional Integration among Developing Countries: Opportunities, Obstacles and Options*. Kieler Studien, 232. Tübingen.
- Langhammer, R.J., R. Schweickert, D. Spinanger und V. Stüven (1990). Die 'Preferential Trade Area in Eastern and Southern Africa' (PTA). Ein Einstieg zur ersten großen Freihandelszone in Schwarzafrika? Forschungsberichte des Bundesministeriums für Wirtschaftliche Zusammenarbeit, 97. München.

- Levhari, D., und D. Patinkin (1968). The Role of Money in a Simple Growth Model. *American Economic Review*, 58:713–753.
- Lipton, D., und J.D. Sachs (1990). Creating a Market Economy in Eastern Europe: The Case of Poland. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 72–147.
- Lücke, M. (1994). Impact of an Accession to GATT on the External Trade of Belarus. Kiel (mimeo).
- Maciejewski, E.B. (1983). Real Effective Exchange Rate Indices. *IMF Staff Papers*, 30:491–541.
- Markus, U. (1994a). The Russian-Belarussian Monetary Union. *RFE/RL Research Report*, 3(20):28–32.
- (1994b). Migration to and from Belarus. *RFE/RL Research Report*, 3(26): 45–47.
- McKinnon, R. (1963). A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 53:717–725.
- (1991a). Stabilizing the Ruble: The Problem of Internal Currency Convertibility. In E.-M. Claassen (Hrsg.), *Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries*. International Center for Economic Growth. San Francisco. 59–87.
- (1991b). *The Order of Economic Liberalization*. Baltimore.
- McLure jr., C.E. (1992). Tax Policy Lessons for LDCs and Eastern Europe. Occasional Paper, 28. International Center for Economic Growth, San Francisco.
- Michalopoulos, C., und D. Tarr (1992). *Trade and Payments Arrangements for the States of the Former USSR*. Studies of Economies in Transformation, 2. The World Bank, Washington, D.C.
- Ministry of Economic Affairs of the Republic of Estonia (1994). *Estonian Economic Survey 1993–1994*. Tallinn.
- Müller, H. (1994). Zahlungsverkehr in Rußland. *Die Bank*, 10:602–607.
- Mundell, R. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 51:657–665.

- Nachrichten für den Außenhandel*, verschiedene Ausgaben. Bundesstelle für Außenhandelsinformation (Hrsg.), Köln.
- Nommela, M. (1994). Short Survey of the Reporting Requirements to the Estonian Commercial Banks and of Total Balance Sheet as of 30 April 1994. Banking Statistics Department, Bank of Estonia, Tallinn (mimeo).
- North Estonian Bank (1993). Interim Report 1.01.–30.04.93. Tallinn.
- Nunnenkamp, P., und R. Schweickert (1989). Determinanten der Kreditvergabe von Privatbanken an Entwicklungsländer in den achtziger Jahren. *Die Weltwirtschaft*, 1:152–171.
- NZZ (Neue Zürcher Zeitung)*, verschiedene Ausgaben. Zürich.
- Odling-Smee, J. (1992). *Economic Review: Common Issues and Inter-republican Relations in the former USSR*. IMF, Washington, D.C.
- OECD (1994). *Financial Market Trends*, 57. Paris.
- Ohr, R. (1992). Strategische Wechselkurspolitik in Entwicklungsländern. *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 21:291–297.
- Orlowski, L. (1993). Indirect Transfers in Trade Among Former Soviet Republics: Sources, Patterns and Policy Responses in the Post-Soviet Period. *Europe-Asia Studies*, 45(6):1001–1024.
- (1994). The Disintegration of the Rubel Zone: Driving Forces and Proposals for Policy Change. *Aussenwirtschaft*, 49:101–129.
- Ostwirtschaftsreport*, verschiedene Ausgaben. Düsseldorf.
- Planecon*, Monthly Economic Update, verschiedene Ausgaben. Washington, D.C.
- Presseschau Ost*, verschiedene Ausgaben. Ost- und Südosteuropa Institut (Hrsg.), Wien.
- Puseizer, E., und E.-M. Micheler (1994). Devisenvorschriften und Zahlungsverkehr in Rußland. *Bankarchiv*, 42(1):39–46.
- Quirk, P.J. (1989). The Case for Open Foreign Exchange Systems. *Finance & Development*, 26(3):30–33.

- Reisen, H. (1993). Macroeconomic Policies Towards Capital Account Convertibility. In H. Reisen und B. Fischer (Hrsg.), *Financial Opening, Policy Issues and Experiences in Developing Countries*. OECD, Paris. 43–54.
- Roberts, J. (1989). Liberalizing Foreign Exchange Rates in Sub-Saharan Africa. *Development Policy Review*, 7:115–142.
- Ross, M. (1993). Asset Selection Behaviour of Estonian Commercial Banks in 1992–1993. Eesti Pank, Tallinn (mimeo).
- Ross, T. (1993). The Strengthening of the Rouble in June–August 1993 and the Possible Causes of It. *Eesti Pank Quarterly Review*, 3:44–54.
- Russische Zentralbank (Zentralbank der russischen Föderation) (1993a). *Tekuschie Tendenzii w Deneschoi-Kredititoj Sfere*, 3. Moskau.
- (1993b). *Annual Report 1992*. Moskau.
- (1994a). *Tekuschie Tendenzii w Deneschoi-Kredititoj Sfere*, 10. Moskau.
- (1994b). *Builettin Bankowkoj Statistiki*, 1. Moskau.
- (1994c). *Builettin Bankowkoj Statistiki*, 6–7. Moskau.
- *Vestnik Banka Rossii*, laufende Ausgaben. Moskau.
- Sagers, M.J., T. Heleniak und J. Dunlop (1991). News Notes. *Soviet Geography*, 32(3):190–193.
- Samuelson, L. (1987). Inflation, Indexing and Economic Development. *World Development*, 15:1119–1130.
- Schmieding, H. (1991). Lending Stability to Europe's Emerging Market Economies: On the Importance of the EC and the ECU for East-Central Europe. Kieler Arbeitspapiere, 481. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1992a). No Need for a Monetary Halfway House: Lessons from the European Payments Union for Post-Soviet Currency Arrangements. Kieler Diskussionsbeiträge, 189. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1992b). *Lending Stability to Europe's Emerging Market Economies: On the Potential Importance of the EC and the ECU for Central and Eastern Europe*. Kieler Studien, 251. Tübingen.

- Schmieding, H. (1993). Comment on: Peter Bofinger, Erik Svindland, Benedikt Thanner, Prospects for the Monetary Order in the Republics of the FSU. In CEPR, *The Economics of New Currencies*. London. 34–51.
- Schmieding, H., und C.M. Buch (1992). Better Banks for Eastern Europe. Kieler Diskussionsbeiträge, 197. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Schneeberger, B. (1989). *Wirtschaftspolitische Implikationen alternativer Wechselkursregelungen in Entwicklungsländern. Die Erfahrungen Lateinamerikas*. Grösch.
- Schrader, K. (1994). Estland auf dem Weg zur Marktwirtschaft: Eine Zwischenbilanz. Kieler Diskussionsbeiträge, 226. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Schwarz, S., und J. Weitzel (1994). Das Bankwesen in der Ukraine. *Die Bank*, 8:484–490.
- Schweickert, R. (1993a). *Geld- und Wechselkurspolitik in Entwicklungsländern. Eine Analyse alternativer Stabilisierungs- und Anpassungsstrategien*. Kieler Studien, 256. Tübingen.
- (1993b). Implikationen alternativer geld- und wechsellkurspolitischer Regeln im Transformationsprozeß. *Kredit und Kapital*, 26(2):205–229.
- (1993c). Alternative Strategies for Real Devaluation and the Sequencing of Economic Reforms in Developing Countries. *Kyklos*, 46:65–85.
- (1994a). Exchange Rate Based Stabilization — Lessons from a Radical Implementation in Argentina. *The World Economy*, 17:171–189.
- (1994b). Stabilization and Real Adjustment in Emerging Market Economies — What Can be Learned from Macroeconomic Reforms in the Southern Cone? *Intereconomics*, 29:244–252.
- (1994c). Regional Integration — A Worthwhile Strategy for Catching Up? Kieler Arbeitspapiere, 623. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Schweickert, R., und M. Wiebelt (1994). Zur relativen Vorteilhaftigkeit alternativer Steuersysteme erfolgreicher Schwellenländer. Institut für Weltwirtschaft, Kiel (mimeo).

- Schweickert, R., P. Nunnenkamp und U. Hiemenz (1992). Stabilisierung durch feste Wechselkurse: Fehlschlag in Entwicklungsländern — Erfolgsrezept für Osteuropa? Kieler Diskussionsbeiträge, 181. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Siebert, H. (1992). Bedingungen für eine stabile europäische Währung. *Die Weltwirtschaft*, 1:40–49.
- Sieburger, M. (1992). *Die Ukraine vor der Währungsreform?* Berichte des Bundesinstituts für ostwissenschaftliche und internationale Studien, 32. Köln.
- Slater, W. (1994). The Problem of Immigration to Russia. *RFE/RL Research Reports*, 3(3):39–44.
- Statistisches Bundesamt (1993). *Länderbericht Rußland 1993*. Wiesbaden.
- (1994a). *Länderbericht Estland 1993*. Wiesbaden.
- (1994b). *Länderbericht Ukraine 1993*. Wiesbaden.
- Stüven, V. (1991). *Zur Reduzierung des Souveränitätsrisikos bei Entwicklungsländern*. Kieler Studien, 240. Tübingen.
- Subramaniam, A., A. Ibrahim und L.A. Torres-Castro (1993). Optimal Tariffs: Theory and Practice. IMF Working Paper, 93/50. Washington, D.C.
- Sutt, A. (1994). New Money and New Banks — The Estonian Experience. Referat gehalten auf dem Workshop „Financial Markets in the Transformation Process“. 8.–9. Juni, Institut für Weltwirtschaft, Kiel (mimeo).
- Tanzi, V. (1977). Inflation Lags in Collection, and the Real Value of Tax Revenue. *IMF Staff Papers*, 24:154–167.
- (1989). The Impact of Macroeconomic Policies on the Level of Taxation and the Fiscal Balance in Developing Countries. *IMF Staff Papers*, 36:633–656.
- Thomas, V., et al. (1991). *Best Practices in Trade Policy Reform*. The World Bank, Washington, D.C.
- Vaubel, R. (1988). Monetary Integration Theory. In G. Zis et al. (Hrsg.), *International Economics*. New York. 223–262.

- Vaubel, R. (1993). Eine Public-Choice-Analyse der Deutschen Bundesbank und ihre Implikationen für die Europäische Währungsunion. In D. Duwendag und J. Siebke (Hrsg.), *Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion*. Berlin. 23–79.
- (1994). Die Währungsordnung im Transformationsprozess. In C. Herrmann-Pillath (Hrsg.), *Marktwirtschaft als Aufgabe*. Stuttgart. 561–573.
- Végh, C.A. (1989). Government Spending and Inflationary Finance: A Public Finance Approach. *IMF Staff Papers*, 36:657–677.
- VWD Osteuropa (Vereinigte Wirtschaftsdienste Osteuropa), verschiedene Ausgaben. Eschborn.
- Wickham, P. (1985). The Choice of Exchange Rate Regime in Developing Countries: A Survey of the Literature. *IMF Staff Papers*, 32:248–288.
- Williamson, J. (1985). *The Exchange Rate System*. Institute for International Economics, Washington, D.C.
- (1987). Exchange Rate Policy for Developing Countries. *Journal of Foreign Exchange and International Finance*, 1:39–46.
- (1991a). Advice on the Choice of Exchange Rate Policy. In E.-M. Claassen (Hrsg.), *Exchange Rate Policies in Developing Countries and Post-Socialist Countries*. San Francisco. 395–403.
- (1991b). *The Economic Opening of Eastern Europe*. Policy Analysis in International Economics, 31. Institute for International Economics, Washington, D.C.
- (1993). A Cost-Benefit Analysis of Capital Account Liberalisation. In H. Reisen und B. Fischer (Hrsg.), *Financial Opening, Policy Issues and Experiences in Developing Countries*. OECD, Paris. 25–34.
- Williamson, J., und C. Milner (1991). *The World Economy. A Textbook in International Economics*. New York.
- Willms, M. (1990). Grundproblem eines Europäischen Zentralbankstatuts. *Wirtschaftsdienst*, 70:551–556.
- (1992). *Internationale Währungspolitik*. München.

- Wolf, T.A. (1994). Currency Arrangements in Countries of the Former Soviet Union and Conditions for Sound Monetary Policy. Referat gehalten auf der Konferenz „Central Banks in Eastern Europe and the Newly Independent States“. 21.–23. April, University of Chicago Law School.
- The World Bank (1993a). *Russia — The Banking System during Transition. Country Study*. Washington, D.C.
- (1993b). *Estonia — The Transition to a Market Economy*. Washington, D.C.