

## Editorial

# Finanzmarktlotterie als Transformationsstrategie

Eine "zunehmende Kluft zwischen schnellen und langsamen Reformländern" konstatierte das Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche in seinem im Juni erschienen Bericht zur wirtschaftlichen Entwicklung der Transformationsländer (1). Zu den Ländern, in denen die seit 1989 neu geschaffenen Strukturen bereits eine gewisse Tragfähigkeit erreicht haben und die seit einigen Jahren ein stärkeres Wachstum verzeichnen (wenngleich nicht ohne Einschränkungen), zählen die Nachbarländer Österreichs: Slowenien, Ungarn, Tschechien, dazu Polen. In diesen Ländern verläuft der Konsolidierungs- und Wachstumsprozeß zwar nicht kontinuierlich: während das Wachstum in Ländern mit langsamerem Start (Ungarn, Slowenien) in letzter Zeit besser in Fahrt kommt, hat die Wirtschaft der Tschechischen Republik nach einer Phase raschen Wachstums 1994/96 nun 1997/98 einen Rückschlag hinnehmen müssen. Lediglich Polen, das von den Beitrittskandidaten das niedrigste Ausgangsniveau hatte, darf sich heuer im sechsten Jahr eines ungebrochenen Wachstumstrends erfreuen.

Richtet man den Blick weiter nach Osten, so bietet sich allerdings ein wesentlich ungünstigeres Bild dar. Weder Rumänien noch Bulgarien haben bis 1997 die am Anfang der Transformation stehende Phase der Stabilisierungskrise hinter sich gebracht. Die Hoffnungen, daß Rußland dies im Jahr 1998 gelingen könnte, sind durch den im August dieses Jahres eingetretenen Kollaps des russischen Finanz- und Währungssystems definitiv zerstört worden.

Dabei sprachen bis vor kurzem verschiedene Anzeichen dafür, daß in Rußland 1997 eine Wende im Transformationsprozeß eingetreten sein könnte. Erstmals in den neunziger Jahren kam der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts zum Stillstand. Die Inflationsrate war im Jahresabstand unter 10% gesunken. Auch die Umwandlung der Eigentumsverhältnisse war seit 1993, dem eigentlichen Beginn der Privatisierung, durchaus vorangekommen. Laut einer Bestandsaufnahme von 1996/97 wurde "mehr als 70% des offiziellen BIP im privaten bzw. nichtstaatlichen Sektor hergestellt (laut OECD hatte nur Tschechien 1996 mit 81% eine höhere Quote). Wenn man bedenkt, daß die Schattenwirtschaft nach diversen Schätzungen 20 bis 40% zusätzlich zum offiziellen BIP produziert, so werden die Maßstäbe und die

Tiefe der privaten Durchdringung der heutigen russischen Volkswirtschaft deutlich." (2) Gleichzeitig merkte der Autor des Beitrags, V. Pankov, allerdings an, daß die Privatisierung in Rußland "sehr widersprüchlich und ungleichmäßig" verlaufen ist, vor allem "in sektoraler Hinsicht. So war in der Landwirtschaft die Umgestaltung der Eigentumsverhältnisse bisher viel oberflächlicher als im sekundären und tertiären Sektor." Auch in der sog. "kleinen Privatisierung" war der Fortschritt auf dem Papier größer als in der Realität: nur 10% der Kleinbetriebe gehören Einzelpersonen, 70% den Belegschaften und 20% anderen (großen Firmen).

Der Preis, um welchen die innerhalb von wenigen Jahren bewirkte Privatisierung im großbetrieblichen Bereich erkaufte wurde, war allerdings in mehrfacher Hinsicht ein extrem hoher. In ganz kurzer Zeit konnte sich eine kleine Schicht von politischen Funktionären und Wirtschaftsfunktionären des alten Systems durch ihre Informationsvorteile und ihren begünstigten Zugang zu Bankkrediten große Teile der früheren Staatsindustrien mehrheitlich aneignen, wobei die monopolistischen Produktions- und Absatzstrukturen weitgehend erhalten blieben.

Unter der Oberfläche privatisierter Eigentumsverhältnisse haben sich jedoch Strukturen erhalten, bei welchen von einer wirklichen Marktsteuerung in weiten Bereichen der Gütererzeugung offenbar keine Rede sein konnte. In den Lieferbeziehungen zwischen den Unternehmungen ist nach wie vor der Tauschhandel von großer Bedeutung. 70% der Transaktionen zwischen Großunternehmungen soll einer Erhebung aus 1995 zufolge auf Kompensations-, d.h. nicht-monetärer Basis erfolgt sein. Dadurch werden nicht kostenkonforme Preisstrukturen aufrechterhalten, eine Reallokation der Ressourcen entsprechend dem tatsächlichen Bedarf wird verhindert oder übermäßig verzögert. Die finanzielle Lage der einzelnen Unternehmungen ist von außen oft nicht feststellbar.

### **Das Pferd vom Schwanz aufgezümt**

Ungeachtet solcher gravierender Mängel an Transparenz hat sich in Rußland in den letzten Jahren ein Börsen- und Finanzkapitalismus entwickelt, der nicht nur für die innere wirtschaftliche Entwicklung Rußlands bereits zu einem relevanten Faktor geworden war, sondern auch internationales Anlagekapital und kurzfristige Spekulationsgelder anzog. Trotz der weitgehenden Unmöglichkeit, Firmenwerte und Schuldnerbonitäten anhand von bilanziellen Kennzahlen zu beurteilen, wurden Aktien vieler Unternehmungen an der Börse gehandelt, und man begann in Kategorien wie "Börsenkapitalisierung in Prozent des BIP" zu denken. Das nicht zuletzt auch mit Unterstützung des Internatio-

nenalen Währungsfonds (IWF) entwickelte Konzept für eine wirtschaftliche Stabilisierung Rußlands sah offenbar vor, die marktwirtschaftliche Ausrichtung der Realwirtschaft über das Bankensystem, die Börse, die Kredit- und Geldmärkte zu bewirken. Um dem gesamten System einen festen Finanzierungsrahmen und in der Folge auch klarere Erfolgs- und Bewertungskriterien vorzugeben, bedurfte das Finanzsystem selbst wieder eines "Ankers", nämlich eines festen Wechselkurses des Rubels zum US-Dollar. Die Deviseneinnahmen Rußlands aus Erdöl- und Rohstoffexporten schufen dafür gewisse Voraussetzungen. Dennoch war davon auszugehen, daß die russische Notenbank die Wechselkursstabilität aus eigener Kraft, d.h. ohne Hilfe durch den IWF, nicht werde gewährleisten können. Die Aufstellung von Bedingungen an die Geldpolitik der russischen Notenbank, vor allem aber an den russischen Staatshaushalt, gab dem IWF die Möglichkeit, die gesamte Stabilisierungs- und Konsolidierungspolitik Rußlands maßgeblich mitzugestalten.

Die monetäre und finanzielle Konsolidierung Rußlands hätte dem Muster anderer Transformationsländer folgen sollen: Reduktion des Staatsdefizits auf ein tragbares Ausmaß, keine Notenbankfinanzierung des Defizits, Reduktion der Inflation, Herstellung eines positiven Realzinssatzes, dies alles bei weitgehend liberalisiertem Kapitalverkehr, um das für die nicht-inflationäre Staats- und Unternehmensfinanzierung notwendige Auslandskapital kurz- und langfristig ins Land zu ziehen.

Am 17. August 1998 haben sich alle Hoffnungen, daß diese Strategie doch noch aufgehen könnte, verflüchtigt, als Rußland einseitig ein Anleihe-Zahlungsmoratorium verhängen mußte. Zu viele Ungleichgewichte hatten sich akkumuliert und wechselseitig verschärft: die Unternehmungen zahlten zu wenig Steuern, der Staat zahlte weder Rechnungen noch Löhne, die inländische Ersparnisbildung war nicht ausreichend für die Staatsfinanzierung, die Zinsen mußten immer weiter erhöht werden, um ausländisches Kapital ins Land zu ziehen bzw. es am Abfließen zu verhindern, die hohen Zinsen verschlechterten die Ertragslage des Unternehmenssektors, usf. Eine massive Korrektur war hier in jedem Fall unvermeidlich geworden – daß sie zur Währungs- und Finanzkatastrophe wurde und zu einem Wechselkursverfall des Rubel um mehr als 70% führte, war allerdings den nicht tragfähigen Grundlagen zuzuschreiben, auf denen die ganze Strategie aufbaute. Für die "monetaristische Einseitigkeit" dieser Strategie ist ohne Zweifel der IWF im hohen Maße mitverantwortlich.

Der IWF ist schon oft und in vielen Ländern zu Unrecht zum Buhmann gemacht worden, wenn er auf die Notwendigkeit des Abbaus exzessiver Budgetdefizite und der Einstellung von Notenbankfinanzierung zur Einbremsung von Hyperinflationen

drängte. Daß solches in Rußland unumgänglich war, läßt sich nicht ernsthaft bestreiten. Falsch war aber die Anlage der gesamten Stabilisierungsstrategie insofern, als sie einseitig nur die monetäre Sphäre im Auge hatte, vom Fehlen tragfähiger realwirtschaftlicher Strukturen weitgehend absah und von den Finanzmärkten, den Börsen her und auf der Grundlage der freien Beweglichkeit der Finanzströme die Probleme lösen wollte. Seit dem großen Krach in Rußland gibt es kaum mehr jemanden, der zur Wiederholung des Experiments rät.

### **Weltweiter Dominoeffekt**

Auch wenn die massiven Ungleichgewichte der Wirtschaft Rußlands als Ursache für den Crash erkannt werden müssen, war der unmittelbare Anlaß dazu das Wiederaufflackern der Wirtschafts- und Finanzkrise in Südostasien. Auch dort hatte sich schon länger gezeigt, daß essentielle, unverzichtbare Voraussetzungen für voll liberalisierte Finanzmärkte nicht gegeben waren – freilich erst im Nachhinein erkannt von denen, welche die angeblich so rationalen und nahezu "perfekt" funktionierenden, d.h. dem neoklassischen Ideal der vollkommenen Konkurrenz am nächsten kommenden Finanzmärkte bedenkenlos hochgejubelt und z.B. auch zum Hauptkriterium von Ranglisten gemacht hatten.

Von Rußland sprang der Ansteckungsbazillus weiter über nach Lateinamerika, wo die Währungen und Finanzsysteme Brasiliens und Argentinens zu schwanken begannen. Immer wieder zeigte sich, daß bei Verdacht und ersten Anzeichen von Schwäche nicht nur das kurzfristige ausländische Kapital flutartig abströmt, sondern auch die Inländer ihre Sparguthaben in Auslandswährung umzutauschen versuchen. Wenn es dazu kommt, ist kaum eine IWF-Beistandsaktion noch stark genug, einen Kollaps zu verhindern.

Selbst in der Europäischen Union wäre es wahrscheinlich erneut zu Währungsturbulenzen gekommen wie zuletzt 1992/93 und 1995. Es ist nicht schwer sich vorzustellen, daß die Flucht in die starken Währungen die schwächeren (Lira, Peseta und andere) wieder unter Druck gebracht hätte – so wie dies bei der Schwedenkrone, die nicht an die Währungsunion teilnimmt, ansatzweise tatsächlich zu beobachten war. Durch die jetzt schon de facto bestehende gemeinsame Währung kam es diesmal im Euro-Raum zu keinen Turbulenzen.

In der Phase von Panik und Kollaps ist wahrscheinlich nicht der richtige Zeitpunkt für die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen zu finden. Aber für die künftige Gestaltung der Wirtschaftspolitik in Osteuropa, Asien und Lateinamerika liefert die jüngste

Entwicklung ausreichendes Lehrmaterial dafür, daß der Aufbau tragfähiger Strukturen für wirtschaftliches Wachstum nicht mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs beginnt, sondern eher am Ende eines erfolgreichen Entwicklungs- bzw. Transformationsprozesses stehen sollte. So war es jedenfalls in Europa nach dem Krieg. Und es ist wohl kein Zufall, daß "die einzigen Länder, die bisher der Ansteckung durch die Asienkrise entgangen sind, Länder mit funktionierenden Kapitalimportkontrollen sind, wie Indien, Taiwan, Hong Kong und vor allem China". (3)

### **Realwirtschaft und Finanzsektor parallel entwickeln**

Weiters zeigt die Rußlandkrise, aber auch die negativen und positiven Erfahrungen der anderen Transformationsländer, daß es einen abgekürzten Weg zur Marktwirtschaft nicht gibt, schon gar nicht über die Finanzmarkt- und Kapitalverkehrsliberalisierung. Dies gilt insbesondere auch für die Privatisierung, bei der es nicht nur darum geht, Unternehmungen als Kapitalgesellschaften zu konstituieren und formal aus dem direkten Staatseigentum auszukoppeln. Wenn die Unternehmungen dabei bloß zu Finanzintermediären transferiert werden, welche wiederum staatlichen Banken gehören oder wechselseitig eigentumsmäßig verschränkt sind, so ist dies bestenfalls eine Zwischenstation im Privatisierungsprozeß, und noch kein Grund für Meldungen wie im Fall Tschechiens, wo die Regierung Klaus schon vor längerem vorgab, 80% der Wirtschaft seien "privat". Richtig wäre gewesen: "nicht mehr in direktem Staatsbesitz" – und das ist nicht dasselbe. Weniger Fixierung auf die Optik, aber dafür mehr echte Privatisierung wäre besser gewesen. Ohne größere Direktinvestitionen aus dem Ausland ist eine echte Privatisierung nicht zu bewerkstelligen – in dieser Hinsicht ist Ungarn sicherlich am weitesten vorangekommen. Im allgemeinen kommt aber auch der Staat als Eigentümer nicht darum herum, die Umstrukturierung der Produktion aktiv und mit einem langen Atem zu betreiben. Ebenso wesentlich und verantwortungsschwer ist die Rolle des Staates als Setzer und Gestalter von Rahmenbedingungen für den privaten Sektor. In den ost-mittel-europäischen Ländern gibt es in beiderlei Hinsicht durchaus eine realistische Erfolgsperspektive.

In Rußland ist die Situation am besten durch die Parole "zurück an den Start" zu charakterisieren. Was dies bedeutet, angesichts des Umstandes, daß ein auch nur halbwegs funktionsfähiger Staatsapparat in weiten Bereichen nicht existiert, welcher allein die Auflösungsprozesse stoppen kann, ist eine Frage, die nicht nur bei engerer geographischen Nachbarschaft Beunruhigung auslöst. Ohne auf das Prinzip Hoffnung und den Faktor Zeit zu

setzen, wird man kaum Problemlösungen finden. Sicher ist dabei, daß diese Lösungen anders aussehen müssen als die gescheiterten Strategien der Finanzmarktpropagandisten und derjenigen IWF-Strategen, bei denen die Marktwirtschaft mit der Kapitalverkehrsliberalisierung beginnt.

### **Anmerkungen**

- (1) D. Rosati et al., Transition Countries in the First Quarter 1998: Widening Gap between Fast and Slow Reformers. WIIW Forschungsberichte Nr. 258, Juni 1998.
- (2) V. Pankov, Rußlands Übergang zur Marktwirtschaft: Eine Zwischenbilanz des ersten Jahrfünfts, Wirtschaft und Gesellschaft 1/1997 S. 94ff.
- (3) Siehe den Beitrag von Philipp Rieger in diesem Heft.