



15. Oktober 2002

Nr. 241

Aktuelle Themen

Russland: Sicherer Hafen?

- Russland befindet sich im vierten Jahr in Folge auf Wachstumskurs. Da die stimulierende Wirkung sehr hoher Ölpreise und der realen Rubelabwertung im Gefolge der Krise von 1998 inzwischen ausgelaufen ist, hat sich das Wachstum 2001/ 2002 allerdings auf 4-5% p.a. halbiert. Angesichts der eingetretenen Beschleunigung des Reformprozesses halten wir mittelfristig einen Wachstumspfad von 4-5% p.a. für realistisch.
- Die Inflationsrate (zuletzt rund 15% gg. Vj.) fiel in den letzten Jahren langsamer als geplant. Eine wichtige Ursache dafür sind administrative Preisanhebungen für Basisdienstleistungen. Die Zentralbank hat durch wiederholte Senkung der Leitzinsen in den letzten Monaten eine aktivere Geldpolitik signalisiert.
- Der Staatshaushalt verzeichnete 2000 und 2001 stattliche Überschüsse. Bei weiter relativ hohen Ölpreisen zeichnet sich auch für das laufende Jahr ein – wenngleich gesunkener – Überschuss ab.
- Die von der Zentralbank gesteuerte nominale Abwertung des Rubels ist geringer als die Inflationsdifferenz zwischen Russland und seinen wichtigsten Handelspartnern. Real wertet der Rubel deshalb seit etwa Anfang 2000 gegenüber USD und EUR auf.
- Die reale Rubelaufwertung und rückläufige Exporterlöse drücken auf den Überschuss in der Handelsbilanz. Dennoch dürften in der Leistungsbilanz 2002 und 2003 weiterhin beachtliche Überschüsse – in einer Größenordnung von 5-7% des BIP – verzeichnet werden.
- Die Auslandsverschuldung ist in den letzten Jahren erheblich gesunken. Russland betreibt mittlerweile erfolgreich ein aktives Schuldenmanagement.
- Seit Amtsantritt Präsident Putins hat sich das Tempo der Strukturreformen beschleunigt. Allerdings hängt die Wirkung der erlassenen Reformgesetze von ihrer konsequenten Anwendung ab; daran mangelt es zum Teil noch immer.
- Gestützt auf seine große Popularität in der Bevölkerung hat Präsident Putin nach dem 11. September 2001 einen bemerkenswert pro-westlichen Kurs eingeschlagen. Die Dividende dieser Politik steht bislang größtenteils noch aus.
- Die russischen Aktien- und Rentenmärkte haben sich nach einer eindrucksvollen Aufschwungsphase in den letzten Monaten in dem weltweiten Abwärtstrend als robust gezeigt und nur einen kleinen Teil ihrer Gewinne wieder abgegeben.
- Größtes Risiko für die Wirtschaft bleibt neben einem z.Z. eher unwahrscheinlichen extremen Verfall des Ölpreises eine Verwässerung des Reformprozesses im Wahljahr 2003. Die Umsetzung der geplanten Bankenreform und die Schaffung eines breiten unternehmerischen Mittelstandes sind für ein nachhaltiges Wachstum von zentraler Bedeutung.

Roland Beck, +49 69 910-31716 (roland.beck@db.com)
Bernd Klett, +49 69 910-31718 (bernd.klett@db.com)



Editor

Ralf Hoffmann
+44 207 547-0624
ralf-a.hoffmann@db.com

Publikationsassistentz

Bettina Giesel
+49 69 910-31745
bettina.giesel@db.com

Deutsche Bank Research

Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

Axel Siedenbergl
Norbert Walter





Moderates, aber robustes Wachstum

Das reale Wirtschaftswachstum in Russland wird nun schon im vierten Jahr das Wachstum in Euroland übertreffen. Nach den sehr hohen Expansionsraten der letzten beiden Jahre (2000: 9%; 2001: 5%) können wir im laufenden Jahr bei Ölpreisen von deutlich über USD 20/Bbl erneut mit einem relativ hohen Wachstum – in einer Größenordnung von 4% – rechnen.

Die Entwicklung in den Jahren 2000 und 2001 wurde neben hohen Ölpreisen vor allem durch die reale Abwertung des Rubels nach der Krise von 1998 begünstigt. Diese Entwicklung wirkt nun nicht mehr fort. Da die Produktionskapazitäten inzwischen fast vollständig ausgelastet sind, hängt das künftige Wirtschaftswachstum von Produktivitätszuwächsen und Neuinvestitionen ab.

Die Investitionstätigkeit verlangsamt sich allerdings: Zum einen bewegen sich die ausländischen Direktinvestitionen noch auf niedrigem Niveau (2001: 1,0 Mrd. USD bzw. 0,4% des BIP). Vor allem aber wurde der wirtschaftliche Aufschwung der letzten Jahre nicht nur von einem starken Anstieg der Reallöhne und einem dadurch ausgelösten merklichen Anstieg des privaten Konsums begleitet, sondern auch von einem kräftigen Rückgang der Unternehmensgewinne. Da in Russland Investitionen kaum durch das Bankensystem, sondern hauptsächlich durch einbehaltene Gewinne finanziert werden, hat dies zu geringeren Zuwachsraten bei den Investitionen geführt. Im Jahr 2001 verlangsamte sich das Wachstum der Investitionen in realer Rechnung von fast 18% im Jahr 2000 auf knapp 9%.

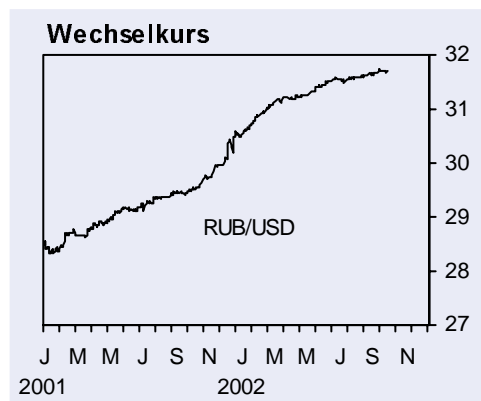
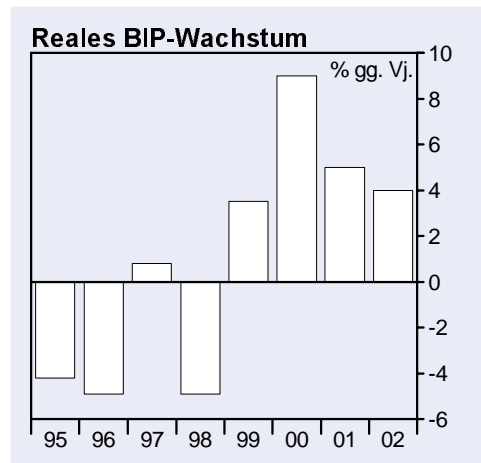
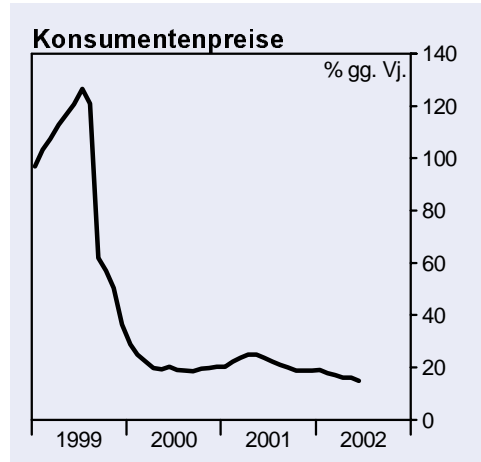
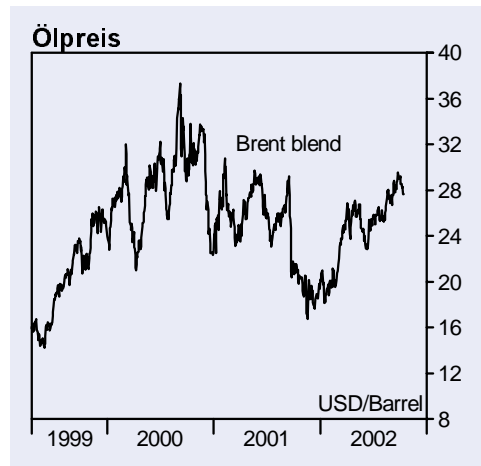
Trotz der geringeren Investitionsdynamik halten wir mittelfristig ein Wirtschaftswachstum von 4-5% p.a. für möglich. Die volle Ausschöpfung dieses Potentials erfordert aber eine konsequente Fortsetzung der Strukturreformen; dabei kommt der ins Auge gefassten Bankenreform und der Schaffung eines unternehmerischen Mittelstandes besondere Bedeutung zu.

Neuerdings aktivere Geldpolitik

Die Inflationsrate (Schaubild) ist langsamer gefallen als in den letzten Jahren geplant. Dies ist zu einem großen Teil Folge der notwendigen Anhebungen bei den staatlich kontrollierten Preisen, deren Gewicht im Konsumentenpreisindex schätzungsweise 15% beträgt. Betroffen waren von diesen Anpassungen die Preise von Versorgungs- und Transportdienstleistungen sowie Wohnungsmieten; die vorgenommenen Preisanhebungen sind für eine kostendeckende Bereitstellung dieser Leistungen unerlässlich. Die neue Führung der Zentralbank hat in diesem Jahr eine aktivere Geldpolitik signalisiert. Sie senkte den Schlüsselzinssatz, die deposit rate, im Mai von 12% auf 9% und im Juni weiter auf 5%.

Kontrollierte nominale Abwertung des Rubels

Die russische Zentralbank kontrolliert die Abwertung des Rubels über gezielte Devisenmarktinterventionen („managed float“). Die Abwertungsrate ist in den vergangenen Jahren stets hinter der Preisentwicklung zurückgeblieben: Der Inflationsunterschied gegenüber den wichtigsten Handelspartnern Russlands überstieg also die Abwertungsrate des Rubels. Folglich wertete die russische Währung in realer Rechnung gegenüber dem Dollar und dem Euro seit Anfang 2000 um rund 30% auf.



Geringere, aber weiterhin komfortable Überschüsse in der Leistungsbilanz

Die reale Aufwertung des Rubels hat Importgüter erschwinglicher gemacht. Daher ging der Anstieg des privaten Konsums mit einer höheren Importnachfrage einher. Gleichzeitig verringerten sich die Exporterlöse beträchtlich, so dass die Überschüsse in der Handelsbilanz 2002 geringer ausfallen. Obwohl der Aktivsaldo der Handelsbilanz im nächsten Jahr voraussichtlich weiter fallen wird, dürften 2002 und 2003 in der Leistungsbilanz – bei abnehmender Tendenz – komfortable Überschüsse in einer Größenordnung von USD 20-25 Mrd. (5-7% des BIP) verzeichnet werden. Im Jahr 2001 waren es sogar noch USD 34 Mrd. (11% des BIP).

Weitere Überschüsse im Haushalt möglich

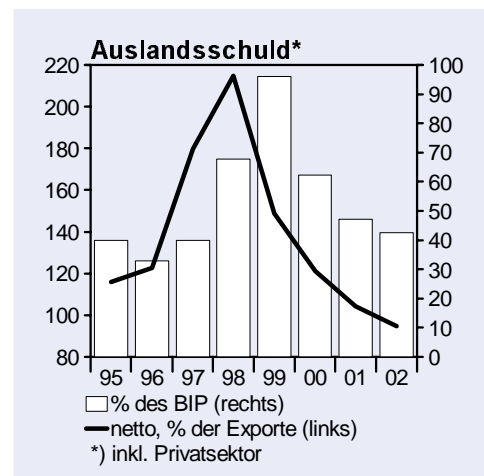
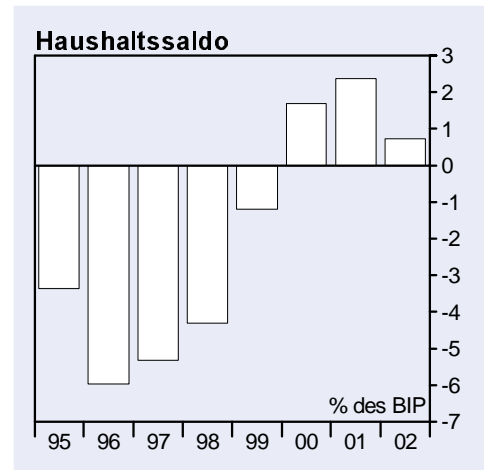
Der Staatshaushalt verzeichnete in den vergangenen zwei Jahren stattliche Überschüsse. Dies ist zu einem großen Teil auf den hohen Ölpreis zurückzuführen; etwa ein Fünftel der Einnahmen hängen über Ausfuhrzölle, Unternehmenssteuern und Förderabgaben direkt vom Ölpreis ab. Für 2002 ist erstmals in der russischen Geschichte ein Haushaltsüberschuss geplant. Außerdem enthält das Budget eine Sicherung: Wenn die Ölpreise unter den im Basis-Szenario angenommenen Preis von 18,5 USD/Bbl Ural fallen, können die öffentlichen Ausgaben um etwa 10% gekürzt werden. Mit einem durchschnittlichen Ölpreis 2002 von deutlich über 20 USD/Bbl kann wohl auch im laufenden Jahr wieder ein Budgetüberschuss erzielt werden; angesichts der in der ersten Jahreshälfte eingetretenen Planabweichungen dürfte er allerdings deutlich geringer ausfallen als 2000 und 2001. Für den Haushalt 2003 wird in den Planungen mit vorsichtigeren Annahmen zur Ölpreisentwicklung gerechnet.

Rückgang der Auslandsverschuldung

Die Auslandsverschuldung ist in den letzten Jahren erheblich zurückgegangen (Schaubild). Russland betreibt mittlerweile ein aktives Schuldenmanagement. Eigens dafür ist die Einrichtung einer entsprechenden Agentur geplant. So ist es gelungen, die abzusehende Spitze im Schuldendienst für 2003 durch vorzeitige Rückzahlungen im laufenden Jahr erheblich zu reduzieren. Russland ist ferner bemüht, noch ausstehende Verbindlichkeiten aus der sowjetischen Ära im Einvernehmen mit den Gläubigern umzustrukturieren. Nach der für Russland günstigen Einigung mit Deutschland über die Umrechnung von Transferrubelschulden dürften die Gläubiger im Pariser und Londoner Club angesichts der russischen Überschüsse im Haushalt und in der Leistungsbilanz kaum geneigt sein, weitere größere Abschreibungen im Barwert ihrer Forderungen hinzunehmen.

Lange Liste von eingeleiteten Reformen

In ihrer zweijährigen Amtszeit haben Präsident Putin und seine Regierung eine beachtliche Liste marktwirtschaftlich orientierter Reformen auf den Weg gebracht (siehe Tabelle im Anhang). Ihre volle Wirkung werden viele Maßnahmen, die in diesen Monaten in Kraft treten, erst in einigen Jahren entfalten können. Ferner hängt ihr Erfolg entscheidend von ihrer Implementierung ab. Rechtliche Bestimmungen müssen auch angewendet werden, insbesondere in entlegenen Provinzen. Schließlich wird sich in der wirtschaftlichen Praxis weisen, ob die neuen Regelungen Widersprüche enthalten oder ob sie der Ergänzungen bedürfen. Ein neuer freiwilliger Verhaltenskodex für Unternehmen könn-



Wirkung der erlassenen Reformgesetze hängt von ihrer konsequenten Anwendung ab



te die Transparenz für Anleger erhöhen und so den Zugang russischer Unternehmen zum internationalen Kapitalmarkt verbessern. Allerdings bleibt abzuwarten, ob Marktkräfte hier ausreichen, um eine breite Anwendung der neuen Regeln sicher zu stellen. Die OECD und die Weltbank haben in ihrem im April veröffentlichten „Weißbuch der Corporate Governance für Russland“ darauf hingewiesen, dass die Implementierung und Durchsetzung von Corporate Governance Standards nun Vorrang haben muss. Ob ab 2004 alle russischen Unternehmen International Accounting Standards verwenden werden, bleibt fraglich.

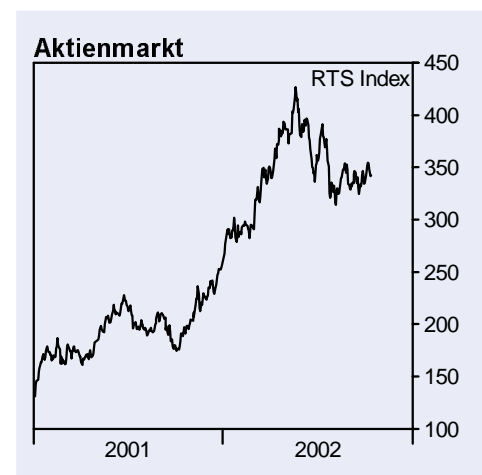
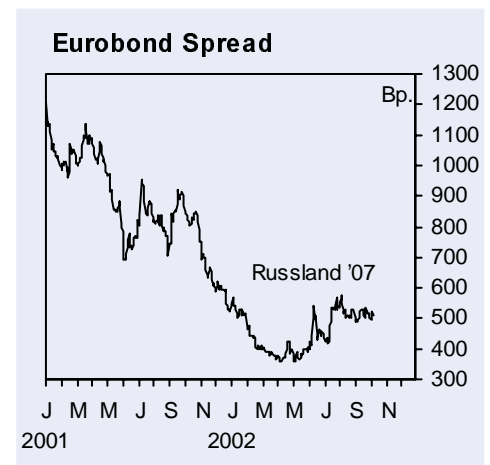
Neue außenpolitische Ausrichtung

Präsident Putins Popularität in der Bevölkerung ist dank der wirtschaftlichen Erholung und des hohen Reformtempos sehr groß. Die Zustimmungsrate liegt bei rund 70%. In der Außenpolitik hat Russland nach den Anschlägen vom 11. September 2001 einen bemerkenswert pro-westlichen Kurs eingeschlagen. Viele Beobachter sehen vor dem Hintergrund einer russisch-amerikanischen Partnerschaft im Kampf gegen den Terrorismus, einer baldigen WTO-Mitgliedschaft Russlands und engerer Beziehungen zur NATO den Beginn einer neuen Ära in den Beziehungen des Westens zu Russland. Allerdings muss Putin innenpolitisch beweisen, dass sich die neue Politik für Russland wirklich auszahlt. Bisher ist sie mit einem Verlust von russischem Einfluss in Zentralasien und in der Kaukasus-Region einhergegangen. Die Tolerierung militärischer Unterstützung der USA für die ehemalige Sowjetrepublik Georgien ist hierfür ein eindrucksvoller Beleg. Neuerdings deuten allerdings die russisch-amerikanischen Meinungsverschiedenheiten in der Frage der internationalen Waffeninspektionen im Irak darauf hin, dass Russland nicht (länger) bereit ist, Einbußen an weltpolitischem Einfluss ohne entsprechende Gegenleistungen hinzunehmen. Die Einigung mit Deutschland in der Frage der Altschulden kann als erstes Entgegenkommen der westlichen Staaten gesehen werden; weitere, vor allem amerikanische Zugeständnisse werden folgen (müssen).

Finanzmärkte nach Boom robust

An den Bondmärkten hat die höhere Kreditwürdigkeit Russlands zu einem massiven Rückgang der Spreads seit Anfang 2001 geführt; wegen Ansteckungseffekten (Brasilien) und Haushaltsproblemen (niedrigere Steuereinnahmen und höhere Ausgaben als geplant) sind sie allerdings seit etwa Juni des laufenden Jahres wieder leicht gestiegen (Schaubild). Moody's und S&P hatten ihre Ratings zuletzt Ende 2001 und im Frühjahr 2002 angehoben. Beide Ratingagenturen haben signalisiert, dass weitere Höherstufungen zunächst nicht anstehen, bei einem anhaltend hohen Reformtempo allerdings in den nächsten Jahren möglich sind. Das gleichzeitige Auftreten von wirtschaftlicher Dynamik, einem beschleunigten Reformtempo und einer möglichen stärkeren internationalen Integration Russlands hat bei einigen Beobachtern und Marktteilnehmern dazu geführt, längerfristigen Risiken nur wenig Beachtung zu schenken. Am russischen Aktienmarkt (Schaubild) setzte Ende 2000 eine Rallye ein. Auch hier erreichten die Notierungen kurz vor Mitte des laufenden Jahres einen Höhepunkt und haben seither im Zuge des Abwärtssogs an den internationalen Aktienmärkten einen Teil ihrer Gewinne wieder abgegeben.

Gefährdet die pro-westliche Politik Putins Russlands strategische Interessen?



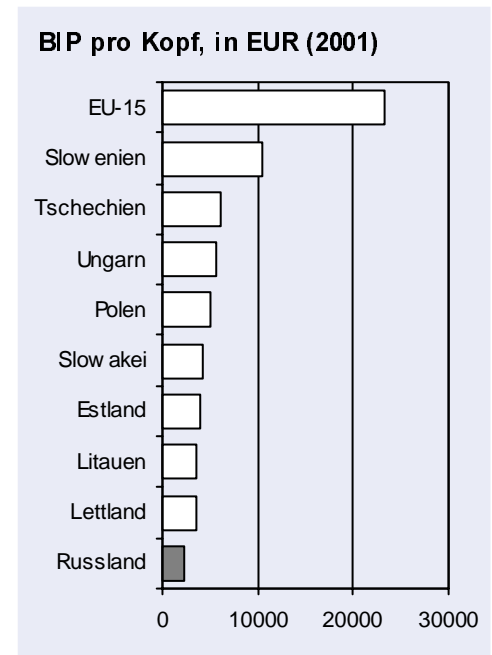
Verbleibende Risiken

Die Nachhaltigkeit des Wirtschaftsaufschwungs wird vor allem davon abhängen, ob es gelingt, die russische Volkswirtschaft zu diversifizieren. Der Ölpreis wird noch auf Jahre hinaus ein Risiko für die wirtschaftliche und letztlich auch die politische Stabilität des Landes bleiben. Allerdings sind der Haushalt und die Bedienung der Auslandsschulden nur bei einem extremen und anhaltenden Verfall des Ölpreises in Gefahr.

Die weiterhin sehr geringe Zahl von mittelständischen Unternehmen ist ein weiteres Hindernis für nachhaltiges Wachstum. Der Abbau von bürokratischen Vorschriften weist in die richtige Richtung. Eine Sanierung des Bankensektors wird nun von der neuen Führung der Zentralbank in Angriff genommen. Vor allem kleinere Unternehmen würden von einem funktionierenden Prozess der Finanzintermediation profitieren. Wenn solche nachhaltigen Strukturreformen für längere Zeit erfolgen, sollte Russland sich vom sehr niedrigen Niveau wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit wegbewegen können und Anschluss an die Nachbarländer finden.

Roland Beck, +49 69 910-31716 (roland.beck@db.com)

Bernd Klett, +49 69 910-31718 (bernd.klett@db.com)





Eingeleitete Reformen in Russland seit Anfang 2001 (Auswahl)

Reform / Gesetz	Beschreibung	In Kraft seit
Einkommensteuer	Einheitssteuersatz von 13%	Januar 2001
Handelspolitik	Senkung der Importzölle	Januar 2001
Außenwirtschaftsrecht	Zwangsumtausch von Exporteinnahmen in Fremdwährung von 75% auf 50% reduziert	Sommer 2001
Gesetz zum Schutz von Unternehmen bei staatlichen Kontrollen	Eindämmung willkürlicher bürokratischer Kontrolle	Sommer 2001
Neues Bodengesetz	Kauf, Verkauf und Beleihung von industriell genutzten Flächen möglich	Oktober 2001
Unternehmensbesteuerung	Gewinnsteuer von 35% auf 24% gesenkt	Januar 2002
Rentenreform	Ergänzung der steuerfinanzierten Grundrente durch individuelle Ersparnis	Januar 2002
Änderungen im Aktienrecht	Stärkung der Aktionärsrechte	Januar 2002
Rechnungslegung der Unternehmen	Neuer Verhaltenskodex für Unternehmen (Corporate Code of Conduct) (Teilnahme freiwillig)	Januar 2002
Neues Arbeitsgesetzbuch	Rechte und Pflichten von Arbeitnehmern, Arbeitgebern und Gewerkschaften eindeutig geregelt	Februar 2002
Lizenzierung von Unternehmen	Reduzierung der lizenzierungspflichtigen Unternehmensfelder von 500 auf ca. 120	Februar 2002
Dritter Teil des Zivilgesetzbuches	Erstmals umfangreiche Kodifizierung des Erbrechts	März 2002
Neues Privatisierungsgesetz	Erlaubt neue Privatisierungsmethoden wie die Ausgabe von Aktien, ADRs und Private Equity ausserhalb Russlands	April 2002
Registrierung von Unternehmen	Vereinfachung des Registrierungsverfahrens	Juli 2002
Bodengesetz	Kauf, Verkauf und Beleihung von landwirtschaftlich genutzten Flächen	Im März 2002 von der Regierung verabschiedet, Ratifizierung durch Duma vermutlich Ende 2002
Reformierte Schiedsverfahren	Stärkung der Schiedsgerichte; Klärung der Zuständigkeiten zwischen Schiedsgerichten und normalen Zivilgerichten	September 2002
Neues Konkursrecht	Ermöglicht geordnete Konkursverfahren	Verabschiedung voraussichtlich Ende 2002
Bankenreform	Staatliches Einlagensicherungssystem, Liquidierung von unterkapitalisierten Banken	Planung: 2004/2005
Rechnungslegung	Anwendung von IAS Pflicht für alle Unternehmen	Geplant ab 2004

Thema	Nr.	Erschienen am
Asien - Hoffnung oder Bürde für die Welt?	238	11. September 2002
China 2020 - Vor großen Herausforderungen		26. August 2002
Kühlt der Immobilienanlagemarkt in Deutschland weiter ab?	237	23. August 2002
Aktien und Wechselkurs bremsen Euroland-Aufschwung	236	22. August 2002
Demografie Spezial: Zunehmende Anti-Einwanderungsstimmung in den USA	235	1. August 2002
Demografie-Spezial: Die demografische Herausforderung		30. Juli 2002
Entsorgungswirtschaft - Zwangspfand und Neuausschreibung von Verträgen verschärfen Wettbewerb und Konzentrationsprozeß	234	24. Juli 2002
Fehlstart bei der "Riester-Rente" - Nachbesserungen dringlich	233	22. Juli 2002
Deutschland auf dem Weg zu japanischen Verhältnissen?	232	9. Juli 2002
Die EU auf steinigem Weg zum Finanzbinnenmarkt	231	4. Juni 2002

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite www.dbresearch.de.
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research
Marketing
60272 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-mail: marketing.dbr@db.com

© 2002. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60272 Frankfurt am Main, Bundesrepublik Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Deutsche Bank AG noch ihre assoziierten Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Die Deutsche Banc Alex Brown Inc. hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten übernommen. Die Deutsche Bank AG London, die mit ihren Handelsaktivitäten im Vereinigten Königreich der Aufsicht durch die Securities and Futures Authority untersteht, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts im Vereinigten Königreich übernommen. Die Deutsche Bank AG, Filiale Sydney, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in Australien übernommen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg.

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734