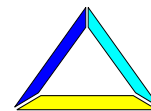


DEUTSCHE BERATERGRUPPE WIRTSCHAFT
BEI DER UKRAINISCHEN REGIERUNG



Prof. Dr. Lutz Hoffmann
Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin

Dr. Lorenz Schomerus, Staatssekretär a.D.
Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, Berlin

Beratergruppe
in Kyjiw

Prof. Dr. Stephan v.Cramon-T.
Ricardo Giucci
Dr. Christian von Hirschhausen
Felicitas Möllers
Dr. Petra Opitz
Ludwig Striewe
Dr. Ulrich Thießen
Dr. Volkhart Vincentz

Institut für Agrarökonomie, Universität Göttingen
Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
Deutsche Bank Research, Frankfurt
Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
Institut für Agrarökonomie, Universität Göttingen
Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
Osteuropa-Institut, München

Büro: Kreschtschatyk 30, 01001 Kyjiw,
Tel. 0038 044 228 63 42, 0038 044 228 63 60, Fax 0038 044 228 63 36, Email: germanad@public.ua.net

05

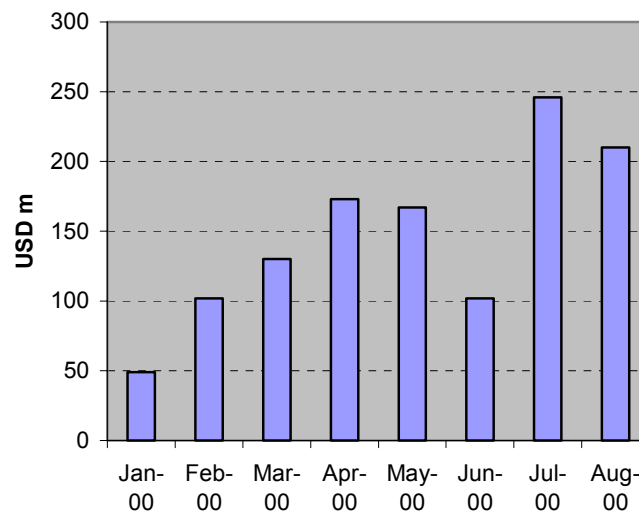
Zur aktuellen Geld- und Wechselkurspolitik der NBU

Die aktuelle Geld- und Währungspolitik der Nationalbank der Ukraine (NBU) setzt sich aus drei Bestandteilen zusammen. Erstens kauft sie per Saldo US-Dollar auf dem Devisenmarkt, die zur Bedienung und zur Tilgung der Auslandsschulden des ukrainischen Staates verwendet werden (Nettointerventionen). Mit Hilfe von Käufen und Verkäufen von US-Dollar hält sie darüber hinaus seit Februar dieses Jahres den nominalen Wechselkurs der Hrivnia gegenüber dem US-Dollar fest (Wechselkursfixierung). Drittens betreibt sie eine expansive Geldpolitik.

Diese drei Komponenten sind mittelfristig nicht zu vereinbaren. Zur Vermeidung abrupter Änderungen ihrer Geld- und Währungspolitik in der Zukunft empfehlen wir der NBU, sich bald für eine nachhaltige Politik zu entscheiden. Dafür sollte nach unserer Einschätzung insbesondere das Expansionstempo der Geldpolitik deutlich verringert werden. Darüber hinaus empfehlen wir der NBU, ihre Wechselkursfixierung zugunsten einer leichten und stetigen nominalen Abwertungspolitik aufzugeben. Die Zentralbank sollte jedoch weiterhin ihre Nettointerventionen durchführen bzw. diese verstärken.

1. Die Nettointerventionen der NBU auf dem Devisenmarkt

Die NBU hat in diesem Jahr wiederholt ihre Absicht erklärt, zur Bedienung und zur partiellen Tilgung der Auslandsschulden des ukrainischen Staates US-Dollar auf dem Devisenmarkt aufzukaufen. Diese Absicht wurde bis jetzt erfolgreich umgesetzt. Bis Ende August hat die NBU netto rund 1,1 Mrd. USD gekauft (vgl. Graphik 1) und diesen Betrag vorwiegend zur Zinszahlungen und zur Tilgung der Auslandsschulden verwendet. Ihre Devisenreserven lagen damit Ende August auf dem Niveau des Jahresanfangs von rund 1,2 Mrd. USD.

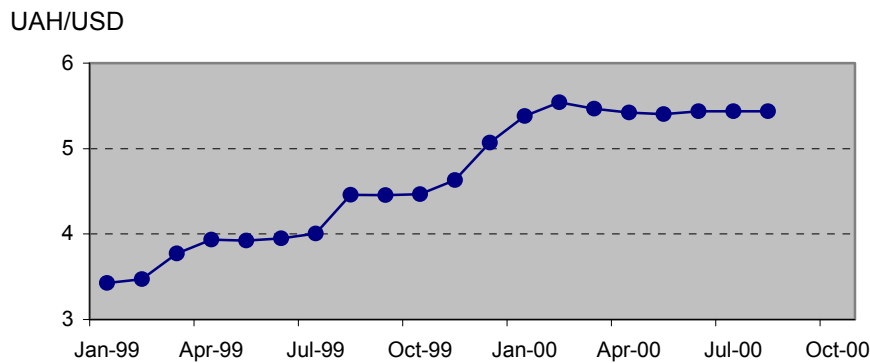


Graphik 1: Nettointerventionen der NBU auf dem Devisenmarkt

Die Höhe der Nettointerventionen seit Anfang des Jahres (1,1 Mrd. USD) entspricht in etwa dem Handels- und Dienstleistungsbilanzüberschuß in der gleichen Periode, die als Folge der realen Abwertung der Hrivnia gegenüber dem US-Dollar in 1998 und 1999 eingetreten ist. Nach Angaben von Derzkomstat betrug der Überschuß in der Handels- und Dienstleistungsbilanz im ersten Halbjahr dieses Jahres 680 Mio. USD. Unterstellen wir eine ähnliche Entwicklung für Juli und August 2000, dann beträgt der Überschuß in den zwei Teilbilanzen bis Ende August knapp 900 Mrd. USD.

2. Die nominale Wechselkursfixierung gegenüber dem US-Dollar

Eine genauere Betrachtung macht jedoch deutlich, daß die Interventionspolitik der NBU seit Februar dieses Jahres auch ein weiteres Ziel verfolgt, nämlich die Fixierung des nominalen Wechselkurses zum US-Dollar. Dafür spricht erstens die Tatsache, daß die NBU zwar per Saldo Dollar kauft, sie hat aber auch regelmäßig Devisen verkauft. Zweitens teilt die NBU oft der Presse mit, sie habe das „Überschußangebot“ an US-Dollar auf dem Devisenmarkt aufgekauft. Ein Überschußangebot existiert jedoch nur in bezug auf einen bestimmten Wechselkurs. Drittens weichen die monatlichen Zins- und Tilgungszahlungen von den Nettointerventionen ab. Viertens gab es nach der 5%-igen Abwertung in Januar kaum Schwankungen im Dollarp reis. Dieser liegt seit Februar 2000 relativ konstant bei 5,4 UAH/USD (vgl. Graphik 2).



Graphik 2: Entwicklung des nominalen Wechselkurses (UAH/USD)

Zuletzt deuten viele Äusserungen der NBU-Führung auf eine Wechselkursfixierung. Geringfügige Schwankungen des Dollarpreises werden sofort kommentiert und als „Unfälle“ bezeichnet. Darüber hinaus erklärte vor kurzem der Leiter der Abteilung für Währungsregulierung, Serhiy Yaremenko, die Zentralbank werde zur Zeit weder eine Aufwertung der Hrivnia zulassen, noch eine „künstliche“ Abwertung der Hrivnia herbeiführen.

3. Die expansive Geldpolitik der NBU (Inflationsprognose)

Der Geldschöpfungsmultiplikator (M2/monetäre Basis) liegt in der Ukraine seit Anfang 1997 bei etwa 1,8. Aufgrund dieser empirischen Konstanz eignen sich die monetäre Basis und das breitere Aggregat M2 gleichermaßen als Indikatoren der zukünftigen Inflationsrate. Die Daten bezüglich der Geldbasis werden jedoch schneller als die Zahlen für breitere Aggregate wie M2 veröffentlicht. Aus diesem Grund ist es sinnvoll, zur Bildung von Inflationsprognosen die monetäre Basis zu verwenden.

Die monetäre Basis ist in den letzten 12 Monaten (September 1999 bis August 2000) um 41,4 % gestiegen. Diese monetäre Expansion ist u.a. auf die mangelnde Sterilisierung der interventionsbedingten Geldschöpfung zurückzuführen. Die Umlaufgeschwindigkeit der monetären Basis (BIP/monetäre Basis) weist seit 1998 einen relativ stabilen Trend aus. In den Jahren 1998 und 1999 ist sie um gut 9 % und im ersten Halbjahr 2000 um 3,7 % zurückgegangen. Folglich kann zum Zwecke einer Inflationsprognose die Fortsetzung dieses Trends unterstellt werden, ohne im einzelnen auf deren Bestimmungsfaktoren (Barter-Transaktionen, zwischenbetriebliche Verschuldung, Wechselumlauf, Dollarisierungsgrad) einzugehen. Wir erwarten in den nächsten 12 Monaten eine Verringerung der Umlaufgeschwindigkeit von etwa 8 %.

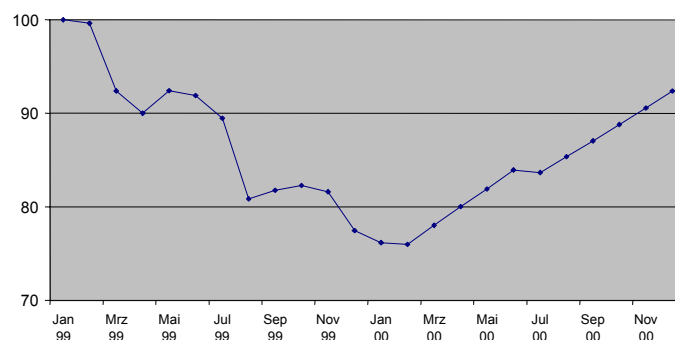
Der reale Output ist zwischen Januar und Juli 2000 um 5 % gegenüber der entsprechenden Periode im Vorjahr gestiegen. Aufgrund mangelnder Strukturreformen rechnen wir für die nächsten 12 Monaten mit einer konjunkturellen Abschwächung und prognostizieren von daher eine Wachstumsrate von 3,5 %.

Setzen wir die ermittelten Änderungsraten in die Quantitätsgleichung ein, dann erhalten wir eine Prognose der Inflationsrate von knapp 30 %. Diese Zahl ist fast identisch mit der aktuellen jährlichen Inflationsrate (August 2000) von 30,2 % und etwas höher als die letzte offizielle Prognose von 25 % bis 29 %. Folglich vertreten wir die Meinung, daß zur Erzielung der offiziellen Rate eine Verringerung der Wachstumsrate der monetären Basis von derzeit 41,4 % auf etwa 38,5 % notwendig ist. Diese Feststellung gilt unabhängig von der Frage, ob das Inflationsziel der Regierung als angemessen zu betrachten ist.

Die NBU hat seit Anfang des Jahres ihre Leitzinsen in mehreren Schritten kräftig gesenkt. Der Refinanzierungssatz ging von 45 % auf 27 % und der Lombardsatz von 50 % auf 30 % zurück. Auch der Mindestreservesatz wurde von 17 % auf 15 % reduziert. Legen wir unsere Inflationsprognose von 30 % zugrunde, dann liegt der reale Refinanzierungssatz der NBU zur Zeit bei – 3 %. Das Vorherrschen eines negativen realen Refinanzierungssatzes und unsere Inflationsprognose von 30 % verhelfen uns zu der Einschätzung, daß die aktuelle Politik der NBU (sehr) expansiv ist.

4. Die Unnachhaltigkeit der aktuellen Politik der NBU

Es soll nun die Nachhaltigkeit der aktuellen Politik unter der Annahme geprüft werden, daß mittelfristig keine deutliche Zunahme an Auslandskrediten und an Direktinvestitionen aus dem Ausland stattfinden wird. Wir unterstellen zunächst eine Fortführung der zweiten und dritten Komponenten der aktuellen Geldpolitik. Die Kombination aus nominaler Wechselkursfixierung und expansiver Geldpolitik bedeutet, daß die Hrivnia gegenüber dem US-Dollar real aufwertet. Die jährliche Inflationsrate lag in den Vereinigten Staaten von Amerika in Juli 2000 bei 3,6 %. Legen wir unsere Inflationsprognose für die Ukraine von 30 % zugrunde, dann beträgt die jährliche reale Aufwertung der Hrivnia über 26 % (vgl. Graphik 3).



Graphik 3: Entwicklung der realen Wechselkurs zum US-Dollar bei Fortsetzung der aktuellen Politik

Diese reale Aufwertung führt zu einer Verschlechterung der Handels- und Dienstleistungsbilanz, so daß der aktuelle Überschuß in den Teilbilanzen (tendenziell) verschwindet. Damit verschwindet jedoch auch jenes „Angebotsüberschuss“ an US-Dollar, welches momentan von der NBU zur Zins- und Tilgungszahlung regelmäßig aufgekauft wird.

Eine Fortführung der Nettointerventionen (ersten Komponente) würde also unter diesen Umständen zu einer nominalen Abwertung bzw. zu einer Aufgabe der Wechselkursfixierung (zweiten Komponente) führen. Umgekehrt schließt das Festhalten an der Wechselkursfixierung weitere Nettointerventionen und die entsprechenden Zinszahlungen aus. Damit wird deutlich, daß die drei Komponenten mittelfristig nicht zu vereinbaren sind. Die aktuelle Geld- und Währungspolitik ist also nicht nachhaltig.

5. Vorschlag für eine nachhaltige Geld- und Währungspolitik

Um in Zukunft unnötige und abrupte Änderungen in der Geld- und Währungspolitik zu vermeiden, sollte die NBU eine nachhaltige Politik formulieren und konsequent umsetzen. Die Formulierung einer nachhaltigen Politik erfordert jedoch Änderungen in mindestens eine der drei identifizierten Komponenten. Dank der Nettointerventionen der NBU ist die Ukraine ihren internationalen Zahlungsverpflichtungen fristgerecht nachgekommen und konnte ihre Auslandsschulden abbauen. Diese Entwicklung ist sehr zu begrüßen. Deshalb empfehlen wir der NBU ausdrücklich, ihre erste Politikkomponente unverändert fortzusetzen.

Unter dieser Nebenbedingung stellt sich die Frage, wie zukünftig eine starke reale Aufwertung der Hrivnia vermieden werden soll. Wir sind der Auffassung, daß dies in erster Linie durch eine weniger expansive Geldpolitik erreicht werden sollte. Die Inflationsrate in der Ukraine ist nämlich auch unter Berücksichtigung von „Besonderheiten“ in Transformationsländern viel zu hoch. Die vorherrschende monetäre Instabilität verhindert insbesondere die Entwicklung eines leistungsfähigen Kapitalmarktes, der für die langfristigen Wachstumsperspektiven der Ukraine von kritischer Bedeutung ist. Die Zentralbank sollte demnach die Änderungsrate der monetären Basis deutlich verringern.

Prinzipiell verfügt die Zentralbank über drei Instrumente zur vorgeschlagenen Straffung ihres geldpolitischen Kurses: den Verkauf von Staatsanleihen, die Verringerung des Kreditvolumens an der Regierung und die Reduzierung der Kredite an den Geschäftsbanken. Nach Angaben der Leiterin der Abteilung für monetäre Politik der NBU, Natalia Hrebenik, hat die Zentralbank seit Mai dieses Jahres den Verkauf von Staatsanleihen (OVDPs) auf dem Sekundärmarkt wieder aufgenommen. Die Fortführung dieser kontraktiven Offenmarktpolitik hängt jedoch von der Bereitschaft der Privaten ab, ihren Bestand an Staatstiteln weiter zu erhöhen. Insofern handelt es sich um ein Instrument, über welches die NBU nicht jederzeit frei verfügen kann.

Eine Reduzierung des Kreditvolumens an der Regierung wäre auch wünschenswert, jedoch aus Sicht der NBU nur schwer zu realisieren. Die NBU vergibt nämlich momentan keine neue Kredite an der Regierung und diese weigert sich ihre Schulden mit der NBU zu bedienen. Es laufen jedoch zwischen beiden Institutionen Verhandlungen zur Umstrukturierung der Schulden. Die Möglichkeit des Einsatzes dieses Instruments zur Verringerung der Geldbasis hängt also von den Ergebnissen

dieser Verhandlungen ab. Wir empfehlen jedoch der Regierung ausdrücklich, mit der Rückzahlung ihrer fälligen Zinsen rasch anzufangen, um damit eine nachhaltige Politik der NBU zu unterstützen bzw. zu erleichtern.

Bei dem Verkauf von OVDPs und der Reduzierung der Regierungskredite ist die NBU auf andere Akteure (Privaten, Regierung) angewiesen. Anders verhält es sich jedoch bei dem dritten Instrument, der Kreditvergabe an Geschäftsbanken. Die NBU kann ihre Konditionen (Leitzinsen, Mindestreservesatz) setzen und somit die Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken bestimmen. Die Existenz eines negativen realen Refinanzierungssatzes zeigt, daß die NBU über genügend Spielraum verfügt, um ihre Leitzinsen zu erhöhen.

Zinsanhebungen sind aufgrund ihrer möglichen dämpfenden Wirkung auf die Konjunktur politisch unerwünscht. Die Regierung soll jedoch daran erinnert werden, daß für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum in erster Linie die Durchsetzung von Strukturreformen notwendig ist. Ohne diese Reformen führt eine expansive Geldpolitik nicht zum erhofften Wachstum, sondern lediglich zu Inflation. Eine großzügige Liquiditätsversorgung wäre nur dann vertretbar, wenn sich aufgrund von Strukturreformen die langfristigen Wachstumsperspektiven deutlich verbessern.

Die vorgeschlagenen monetären Maßnahmen sollten jedoch durch eine leichte und stetige nominale Abwertung der Hrivnia von beispielsweise 1 % pro Monat begleitet werden. Dies ist erstens aufgrund der Tatsache erforderlich, daß geldpolitische Impulse erst mit einer gewissen Zeitverzögerung eine Wirkung auf das Preisniveau haben. Zweitens ist eine anhaltende nominale Abwertung sinnvoll, da die optimale Inflationsrate in der Ukraine höher als in Industrieländern ist. Zur Umsetzung dieser Empfehlung muß die NBU in einem stärkeren Maße als momentan Nettointerventionen durchführen. Dadurch würden ihre Devisenreserven steigen, was wiederum sehr zu begrüßen wäre.

6. Die Geld- und Währungspolitik bei einer Kreditvergabe des IWF

Zuletzt soll geprüft werden, inwiefern sich unsere Analyse ändert, wenn die Ukraine neue Kredite vom Internationalen Währungsfonds erhalten sollte. Die aktuelle Politik bewirkt eine reale Aufwertung der Hrivnia und führt damit zu einem Verschwinden des gegenwärtigen Devisenangebotes, welches aus dem Überschuß in der Handels- und Dienstleistungsbilanz resultiert. Die Zins- und Tilgungszahlungen können dann nicht weiter durch Nettointerventionen finanziert werden, weil diese eine nominale Abwertung der Hrivnia gegenüber dem US-Dollar verursachen würden. Folglich müssen die Zahlungen an das Ausland durch einen Abbau der verfügbaren Devisenreserven erfolgen. Der (gedankliche) Zusammenbruch dieser Politik tritt zu dem Zeitpunkt, in dem alle verfügbare Devisenreserven aufgebraucht sind.

Ein neuer IWF-Kredit bewirkt eine Erhöhung der verfügbaren Reserven der NBU und verschiebt damit den Zeitpunkt des Zusammenbruchs der aktuellen Politik nach hinten. Dies ändert jedoch nichts an der Tatsache, daß die drei Bestandteile der jetzigen Politik mittelfristig nicht zu vereinbaren sind. Eine Wiederaufnahme der IWF-Kredite ist also nur dann zu begrüßen, wenn diese Mittel nicht zur Verlängerung einer unnachhaltigen Geld- und Währungspolitik verwendet werden.