

Wechselkurspolitik: Fixierung, aber keine Stabilität

Nach einer erheblichen Abwertung 2008 und einer kurzen Phase in 2009 mit einem flexiblen Wechselkurs, hat die Nationalbank 2010 den Kurs der Hryvnia zum US-Dollar de facto wieder fixiert. Seit August 2011 ist allerdings ein starker Druck auf die Währung zu verzeichnen.

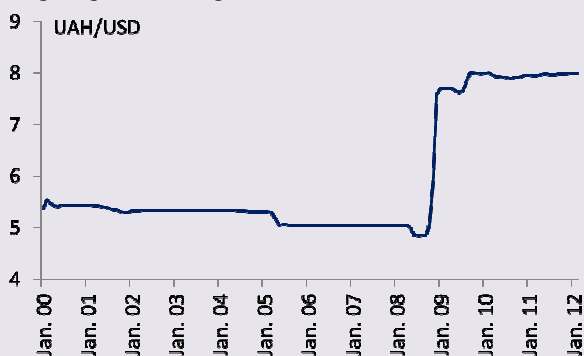
Die Nationalbank reagierte erstens mit Verkäufen von Devisenreserven, deren Niveau von 38 auf 31 Mrd. USD gesunken ist. Zweitens wurde die Geldpolitik gestrafft, wodurch die Realzinsen enorm angestiegen und die Wachstumsaussichten gesunken sind. Drittens wurden administrative Maßnahmen eingeführt, die das Vertrauen in die Währung schmälern. Die volkswirtschaftlichen Kosten der Wechselkursfixierung sind daher sehr hoch, ohne jedoch einen signifikanten ökonomischen Vorteil mit sich zu bringen.

Aus unserer Sicht sollte der Wechselkurs flexibilisiert werden, um in Zukunft abrupte und folgenschwere Anpassungen zu vermeiden.

Wechselkurspolitik seit 2000

Nach der massiven Abwertung 1998 in Folge der Russland-Krise und signifikanten Turbulenzen im Folgejahr kam es 2000 zu einer de facto Fixierung des Wechselkurses bei ca. 5,4 UAH/USD. Dem folgte eine lange Phase mit einem fixierten Kurs, wobei es fallweise zu relativ geringen Anpassungen (in Form von Aufwertungen) kam. In der Krise 2008/2009 kam es dann zu einer erheblichen Abwertung, an die sich eine kurze Episode eines flexibleren Wechselkurses anschloss, der insbesondere vom IWF gefordert wurde. Im Jahresverlauf 2010 kam es dann abermals zu einer Fixierung des Kurses zum US-Dollar, diesmal bei ca. 8,0 UAH/USD.

Langfristige Entwicklung des Wechselkurses zum US-Dollar



Quelle: Nationalbank der Ukraine

Gegenwärtige Lage auf dem Devisenmarkt

Seit etwa August 2011 ist ein erheblicher Druck auf den Wechselkurs zu verzeichnen, d.h. die Nachfrage nach Devisen übersteigt das Angebot deutlich. Die Ursachen dieses Drucks sind vielschichtig, sie spiegeln sich aber in den beiden wesentlichen Teilbilanzen der Zahlungsbilanz wider. So hat sich das Leistungsbilanzdefizit (5,6% vom BIP in 2011) kontinuierlich verschlechtert, was insbesondere auch durch die steigenden Gasimportpreise zu erklären ist. Auch in der Kapitalverkehrsbilanz kam es im Zuge der Zuspitzung der Schuldenkrise in der Eurozone im letzten Jahr zu einer Abschwächung der Zuflüsse; diese Entwicklung ließ sich auch bei den teilweise hohen Dollarkäufen der Bevölkerung erkennen.

Um den fixierten Wechselkurs trotz des Abwertungsdrucks aufrechtzuerhalten, hat die Nationalbank auf drei Maßnahmen zurückgegriffen: Devisenmarktinterventionen, Straffung der Geldpolitik und administrative Restriktionen.

Maßnahme 1: Interventionen auf dem Devisenmarkt

Die offiziellen Bruttowährungsreserven sind seit August 2011 von 38 Mrd. USD auf aktuell 31 Mrd. USD gesunken. Dieser Rückgang um 7 Mrd. USD entspricht einer Verringerung von durchschnittlich ca. 1 Mrd. USD pro Monat. Der heutige Stand ist mit ca. 3,5 Monaten Importdeckung dabei nicht unmittelbar kritisch. Der Trend ist allerdings besorgniserregend.

Entwicklung der Währungsreserven



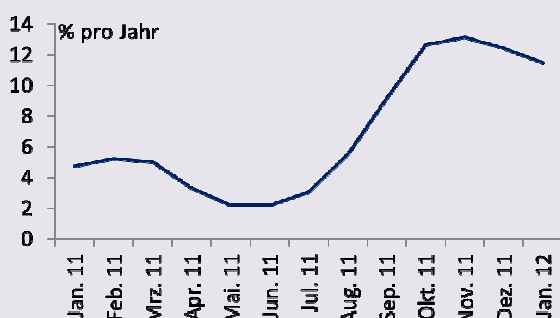
Quelle: Nationalbank der Ukraine

Maßnahme 2: Straffung der Geldpolitik

Durch den Verkauf von US-Dollar auf dem Devisenmarkt, und dem dabei gleichzeitig stattfindenden Kauf von Hryvnia („nicht-sterilisierte Intervention“), kam es zu einer Verringerung der Liquidität. Dadurch ist weniger Kaufpotenzial für US-Dollar gegeben, da Hryvnia für Transaktionszwecke benötigt werden, d.h.

die Nachfrage nach US-Dollar verringert sich. Allerdings waren hierbei erhebliche Nebeneffekte zu verzeichnen. Der Liquiditätsrückgang bewirkte einen breiten Anstieg der Zinsen, was eine Stagnation des Kreditwachstums verursachte. Dies ist wiederum schlecht für die Erholung der Realwirtschaft. Die sehr straffe Geldpolitik ist ein wichtiger Faktor für das niedrige erwartete Wirtschaftswachstum von lediglich 2,9% in 2012.

Entwicklung der Kreditzinsen (inflationbereinigt)



Quelle: Nationalbank der Ukraine, Nationale Statistikbehörde

Maßnahme 3: Administrative Restriktionen

Im Oktober 2011 trat ein Erlass der Nationalbank in Kraft, nach dem der Kauf bzw. Verkauf von Fremdwährung („Sorten“) bei Wechselstuben nur mit Pass erfolgen darf („pasportisatia“). Laut Erlass müssen die Wechselstuben jede Transaktion dokumentieren, die Unterlagen aufbewahren und bei Bedarf der Nationalbank vorlegen. Offiziell eine Maßnahme gegen Geldwäsche, ist der wahre Hintergrund, nämlich die Reduktion der Nachfrage nach Fremdwährung, unschwer zu erkennen. Die Kosten solcher administrativer Maßnahmen sind hoch, insbesondere für Banken/Wechselstuben, aber auch für Unternehmen und für die Bevölkerung.

Gleichzeitig muss die Wirksamkeit solcher Maßnahmen angezweifelt werden. Sie verringern das Vertrauen in die nationale Währung und können einen Schwarzmarkt für Sorten indirekt verstärken. Dies erfolgt insbesondere vor dem Hintergrund einer relativ chaotischen Implementierung. Inzwischen wurden allerdings Teile dieser administrativen Maßnahmen zurück genommen.

Bewertung und Erwartungen

Es muss festgehalten werden, dass die gegenwärtige Wechselkurspolitik nicht nachhaltig ist. Es ist nicht davon auszugehen, dass der Druck auf den Wechselkurs in den kommenden Monaten signifikant zurückgeht. Im Gegenteil, er könnte sogar aufgrund exogener Schocks steigen, z.B. durch eine neue Welle der Eurokrise oder einen Rückgang der Stahlpreise. Aber auch interne Schocks sind möglich, z.B. in Form

höherer Staats- bzw. Sozialausgaben im Vorfeld der anstehenden Parlamentswahlen.

Deshalb erscheint eine Flexibilisierung des Wechselkurses (inklusive einer gemäßigten Abwertung gegenüber dem US-Dollar) ökonomisch als angebracht. Andererseits ist sehr fraglich, ob dieser Strategiewechsel unmittelbar bevorsteht, da hier möglicherweise politische Überlegungen eine wichtige Rolle spielen. Insbesondere der ausdrückliche Wunsch des Präsidenten bzw. der Regierung, keine Abwertung vor den Parlamentswahlen im Oktober 2012 durchzuführen, sei hier genannt. Eine deutliche Äußerung einer Führungskraft der Nationalbank „keine Abwertung vor den Wahlen“ bestätigt diese Ansicht.

Fazit

Der Wechselkurs der Hryvnia ist zwar fixiert, aber nicht stabil. Bei einer Fortsetzung dieser Politik besteht die Gefahr einer abrupten Wechselkursanpassung in der Zukunft, die einen erheblichen Schock für die Volkswirtschaft bedeuten würde. Die Wechselkurspolitik sollte jedoch keine Schocks auslösen, sondern Schocks absorbieren. Dies gilt umso mehr in der Ukraine, deren Außenhandel stark von Commodities dominiert wird. Folglich sollte der Wechselkurs flexibilisiert werden. Dies setzt eine Entpolitisierung der Wechselkurspolitik bzw. eine stärkere Unabhängigkeit der Nationalbank voraus, die einen wichtigen Beitrag zur makroökonomischen Stabilität des Landes leisten würde. Der Schritt zur Flexibilisierung sollte idealerweise im Rahmen einer Reaktivierung des de facto unterbrochenen IWF-Programms stattfinden.

Autoren

Dr. Ricardo Gucci, gucci@berlin-economics.com
Robert Kirchner, kirchner@berlin-economics.com

Hinweis: Für eine ausführliche Analyse der Thematik verweisen wir auf das Policy Briefing [PB/01/2012] Download unter: www.beratergruppe-ukraine.de

Die Deutsche Beratergruppe

Die Deutsche Beratergruppe berät seit 1994 Entscheidungsträger der ukrainischen Regierung bei der Lösung aktueller Probleme der Wirtschaftspolitik. Sie wird im Rahmen des TRANSFORM-Nachfolgeprogramms der Bundesregierung durch das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie finanziert.

Herausgeber

Dr. Ricardo Gucci, Robert Kirchner

Impressum

Deutsche Beratergruppe
c/o BE Berlin Economics GmbH
Schillerstraße 59, D-10627 Berlin
Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0
Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9
info@beratergruppe-ukraine.de
www.beratergruppe-ukraine.de