

Entwicklung der Währungsreserven: Grund zur Besorgnis?

Volkswirtschaften werden immer wieder mit negativen externen Schocks konfrontiert, deren Ursprung sowohl im Außenhandel als auch im internationalen Kapitalverkehr zu finden ist. Um in solchen Fällen die Außenwirtschaft zu stabilisieren, braucht die Zentralbank offizielle Währungsreserven. Insofern sind die Höhe und der Entwicklungstrend der Währungsreserven wichtige Indikatoren für die außenwirtschaftliche Stabilität eines Landes.

Die Deutsche Beratergruppe hat unlängst die Adäquanz der Währungsreserven in der Ukraine mit Hilfe von drei Standard-Methoden untersucht. Die Ergebnisse sind eindeutig: Die Höhe der Währungsreserven ist suboptimal und es liegt seit geraumer Zeit ein negativer Trend vor.

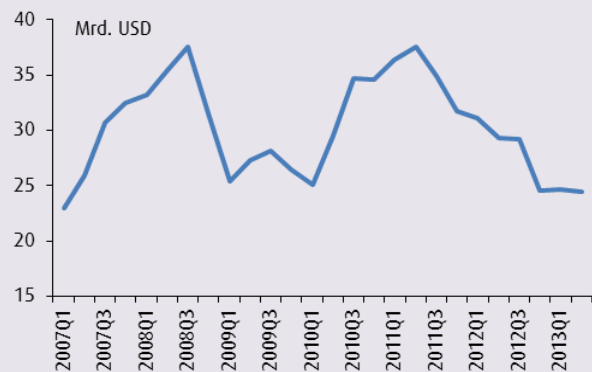
Aus dieser Erkenntnis lassen sich klare währungspolitische Schlüsse ziehen. Insbesondere unterstreichen die Ergebnisse, dass die nach wie vor praktizierte Wechselkursfixierung zum US-Dollar ein zunehmend riskantes Unterfangen darstellt. Stattdessen sollte der Wechselkurs flexibilisiert werden. Im Falle einer solchen Flexibilisierung wäre auch die Chance auf ein IWF-Programm recht gut, da die Differenzen bzgl. Wechselkurspolitik gegenwärtig das größte Hindernis für ein neues Programm darstellen.

Währungsreserven in der Ukraine

Wird ein Land von einem exogenen Schock getroffen, dann kann die Zentralbank durch Devisenmarktinterventionen die Lage stabilisieren. Für solche Fälle halten Zentralbanken in der Regel offizielle Währungsreserven als Sicherheitspuffer. Währungsreserven umfassen üblicherweise voll konvertiblen Devisen (z.B. US-Dollar, Euro), Edelmetalle (z.B. Gold), Sonderziehungsrechte sowie die Reserveposition im Internationalen Währungsfonds (IWF). Zu betonen ist auch, dass die Höhe der Währungsreserven in vielen Ländern eine zentrale psychologische Funktion sowohl für institutionelle Anleger als auch für die Bevölkerung ausübt.

Auch in der Ukraine wird die Höhe der Währungsreserven von vielen Beobachtern eng verfolgt. Im Kontext der internationalen Finanzkrise 2008/2009 sind die Währungsreserven in der Ukraine stark zurückgegangen. Wie in der Graphik unten ersichtlich, haben sich die Währungsreserven aber 2010 und 2011 deutlich erholt. Seit 2012 verliert die Nationalbank allerdings kontinuierlich Reserven. Während Anfang 2012 der Reservebestand bei 31,8 Mrd. USD lag, verfügt die Zentralbank heute über lediglich 24,5 Mrd. USD.

Entwicklung der Währungsreserven in der Ukraine



Quelle: Nationalbank der Ukraine, eigene Berechnungen

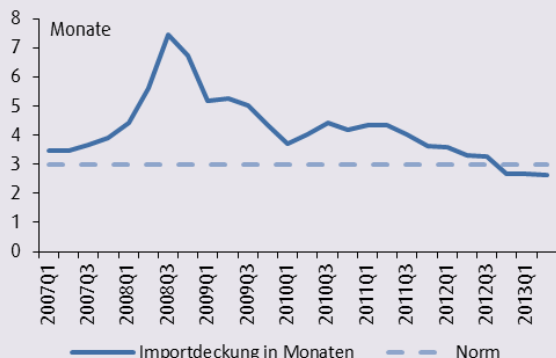
Zur Adäquanz der Währungsreserven

Die Frage nach der Adäquanz von Reserven ist von zentraler Bedeutung für viele Zentralbanken weltweit. Zentralbanken wollen konkret wissen, wie viel Reserven sie halten müssen, um im Falle eines externen negativen Schocks gut gewappnet zu sein. Mit dieser Frage haben sich zahlreiche Wissenschaftler und Geldpolitiker beschäftigt. Im Folgenden werden drei Adäquanzkriterien vorgestellt, die als Standard gelten. Gleichzeitig soll für den konkreten Fall der Ukraine geprüft werden, wie das Land bei dem jeweiligen Kriterium abschneidet.

Importdeckung. Nach diesem „traditionellen“ Kriterium sollte die Höhe der Währungsreserven mindestens drei Monate zukünftiger Importe von Waren und Dienstleistungen decken. Das Land sollte demnach immer in der Lage sein, die Versorgung mit wichtigen Importgütern für drei Monate garantieren zu können, damit keine gravierende Störung der Wirtschaft erfolgt. Dieses Kriterium fokussiert nur auf den Außenhandel; der Kapitalverkehr wird nicht berücksichtigt. Trotz dieser Einschränkung ist das Kriterium sehr populär und wird häufig verwendet.

Im Falle der Ukraine ist zu beobachten, dass seit Mitte 2008 die Importdeckung mehr oder weniger beständig abnimmt. Mitte 2008 betrug die Importdeckung über 7 Monate, heute sind es nur 2,6 Monate. Psychologisch wichtig war die Unterschreitung des 3-Monats-Soll, die kürzlich stattgefunden hat. Laut diesem Kriterium ist die Höhe der Reserven in der Ukraine suboptimal. Wichtiger noch ist aber die Feststellung eines negativen Trends, wie aus folgender Graphik ersichtlich.

Importdeckung in der Ukraine



Quelle: Nationalbank der Ukraine, eigene Berechnungen

Guidotti-Greenspan. Nach diesem Kriterium sollte eine Zentralbank ausreichende Reserven halten, um alle unterjährigen externen Verbindlichkeiten des Landes bedienen zu können. Dieses „modernere“ Kriterium betrachtet ausschließlich den Kapitalverkehr, der seit einiger Zeit vom Volumen her wesentlich größer als der internationale Güterverkehr ist.

Um dieses Kriterium zu erfüllen müsste die Ukraine 60,9 Mrd. USD an Reserven halten. Der aktuelle Wert entspricht lediglich 41% des Solls und ist daher als suboptimal zu bezeichnen. Mitte 2008 lag der Wert noch bei rund 70%; auch hier ist der Trend also eindeutig negativ.

Neues Kriterium des IWF. Der IWF hat kürzlich ein neues Kriterium entwickelt, welches sowohl den Außenhandel als auch den Kapitalverkehr sowie weitere Faktoren berücksichtigt. Mit Hilfe einer Formel wird dann ein Mindestsoll an Reserven ermittelt. Mitte 2008 hatte die Ukraine dieses Soll fast erreicht, inzwischen beträgt aber der Wert lediglich 51%, also knapp die Hälfte. Insofern liegt auch hier ein suboptimaler Wert in Verbindung mit einem negativen Trend vor.

Die Ergebnisse der drei Kriterien werden in der Tabelle unten zusammengefasst.

Zusammenfassung Adäquanzkriterien

Kriterium	Ist	Soll	Soll Reserven (Mrd. USD)	Differenz (Mrd. USD)
Importdeckung	2,6	3	27,9	-3,4
Guidotti-Greenspan	0,41	1	60,9	-36,4
IWF	0,51	1	47,6	-23,1

Quelle: Nationalbank der Ukraine, eigene Berechnungen

Fazit

Die Ergebnisse unserer Untersuchung sprechen eine klare Sprache: Die Höhe der offiziellen Währungsreserven ist suboptimal; dazu kommt ein anhaltender negativer Trend. Insofern ist das Land auf exogene negative Schocks nicht ausreichend mit Reserven ausgerüstet.

Die gegenwärtige Lage verlangt eine geld- bzw. währungspolitische Reaktion. Wenig sinnvoll wäre es aus unserer Sicht, zu versuchen den Trend mit administrativen Maßnahmen zu stoppen bzw. umzukehren. Solche Maßnahmen greifen allenfalls kurzfristig und beinhalten hohe ökonomische Kosten für die Wirtschaft. Die diesbezügliche Erfahrung im Nachbarland Belarus, aber auch in Argentinien und Venezuela belegen dies eindeutig. Daher ist zu empfehlen, das Problem mit marktkonformen Mitteln anzugehen. Konkret sollte der Wechselkurs flexibilisiert werden, am besten im Rahmen eines neuen IWF-Programms. Die Nationalbank würde dann nicht nur ihre Reserven schonen, sondern durch den IWF-Kredit gar zusätzliche Reserven aufbauen und darüber hinaus mehr Vertrauen von Anlegern gewinnen. Im Falle einer Wechselkursflexibilisierung wäre ein IWF Programm durchaus realistisch, da dieser Punkt aktuell als größtes Hindernis für eine Vereinbarung anzusehen ist.

Autoren

Dr. Ricardo Giucci, giucci@berlin-economics.com
Robert Kirchner, kirchner@berlin-economics.com

Hinweis: Die vorgestellten Ergebnisse basieren auf dem Policy Briefing PB/02/2013 „Official Reserve Adequacy in Ukraine. Recent Development, Assessment and Policy Implications“
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 Giucci, 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