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.	Institut für Agrarökonomie, Universität Göttingen
	Ricardo Giucci	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
	Lars Handrich	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
	Dr. Christian von Hirschhausen	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
	Dr. Stefan Lutz	Kyjiwer Mohyla Akademie, EERC, Kyjiw
	Dr. Petra Opitz	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
	Ludwig Striewe	Institut für Agrarökonomie, Universität Göttingen
	Dr. Ulrich Thießen	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
	Dr. Volkhart Vincentz	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

O 15

Inflationsbekämpfung in der Ukraine:

Eine *gemeinsame* Aufgabe von Nationalbank und Regierung

1. Einleitung
2. Die Geld- und Wechselkurspolitik im Jahr 2000
3. Der neue geldpolitische Kurs
4. Schätzung des Sterilisierungsbedarfs im Jahr 2001
5. Die zwei Wege zur Sterilisierung: Bilanzverkürzung und Passivtausch
6. Bewertung der Instrumentenwahl der Nationalbank
7. Empfohlene Maßnahmen
8. Schlußbemerkungen

1. Einleitung

Seit Dezember 2000 finden quantitativ bedeutenden Geldvernichtungen[1] statt, die auf einen neuen geldpolitischen Kurs der Nationalbank schließen lassen. Sollte die Straffung der Geldpolitik fortgeführt werden, dann ist in diesem Jahr mit einer deutlichen Reduktion der Inflationsrate und mit einer Verlangsamung der realen Aufwertung der Hryvnia zu rechnen. Der neue geldpolitische Kurs ist deshalb sehr zu begrüßen.

Um den neuen Kurs halten zu können, muß die Nationalbank jedoch in der Lage sein, die erwartete Geldschöpfung im Zusammenhang mit ihren Nettokäufen von US-Dollar zu sterilisieren. In diesem Papier wird deutlich gemacht, daß die Nationalbank momentan nur bedingt über geeignete Instrumente verfügt, um den geschätzten Sterilisierungsbedarf

[1] Eine Reduktion der monetären Basis wird als „Geldvernichtung" und eine Erhöhung derselben als „Geldschöpfung" bezeichnet.

im Jahresverlauf zu decken. Deshalb sollten Maßnahmen ergriffen werden, welche die Einsetzbarkeit geeigneter Instrumente gewährleisten. Im Mittelpunkt unserer Empfehlungen steht die Belebung des Marktes für die Staatsanleihen im Besitz der Nationalbank (POVDPs). Hierfür ist ein gemeinsames Handeln von Regierung und Nationalbank erforderlich; *beide* sind für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik im Jahre 2001 verantwortlich.

2. Die Geld- und Wechselkurspolitik im Jahr 2000

Das auffälligste Merkmal der Geld- und Wechselkurspolitik im vergangenen Jahr war die de facto Bindung der Hryvnia an den US-Dollar zum Kurs von ca. 5,4 UAH/USD. Zu diesem Preis bestand per Saldo ein Überschußangebot auf dem Devisenmarkt von schätzungsweise 960 Mio. USD, das von der Nationalbank aufgekauft wurde (Nettointerventionen der NBU).[2] Von diesem Betrag wurden schätzungsweise 130 Mio. USD zur Erhöhung der internationalen Reserven eingesetzt.[3] Der restliche Betrag von 830 Mio. USD floß an den Internationalen Währungsfonds (IWF).

Neben der Wechselkursfixierung und den damit zusammenhängenden Nettointerventionen zeichnete sich die Politik der NBU im Vorjahr durch ihren expansiven Kurs aus. Am Jahresanfang 2000 betrug die monetäre Basis 11.988 Mio. UAH. Im Zusammenhang mit den Nettointerventionen wurden knapp 5.200 Mio. UAH geschöpft und die absolute Erhöhung der Geldbasis im Jahresverlauf betrug 4.789 Mio. UAH. Folglich fand eine relativ geringe Sterilisierung im letzten Jahr statt und die monetäre Basis wuchs entsprechend stark um knapp 40%. Die geschilderte monetäre Expansion bewirkte ein Jahreswachstum des breiten Aggregats M3 von 45% und eine jährliche Erhöhung des Verbraucherpreisindexes (CPI) von 25,8%.

3. Der neue geldpolitische Kurs

Im bisherigen Jahresverlauf ist eine Fortsetzung der Wechselkurspolitik des Vorjahres zu beobachten. Der Preis eines US-Dollars auf dem Interbankenmarkt für Devisen liegt bei 5,4 UAH/USD und im Januar hat die NBU eigenen Angaben zufolge netto 120 Mio. USD aufgekauft. Dies entspricht in etwa dem durchschnittlichen monatlichen Betrag, der von der Nationalbank nach eigenen Angaben auch im Vorjahr aufgekauft wurde.

---

[2] Die Nationalbank bezifferte ihre jährliche Nettointerventionen auf den wesentlich höheren Betrag von 1.600 Mio. USD. Um diese Angabe zu überprüfen, soll der übliche Mechanismus für die Auslandszahlungen der Regierung kurz dargestellt werden. Die fälligen Verbindlichkeiten der Regierung in *Fremdwährung* gegenüber dem Ausland werden zunächst von der Nationalbank unter Einsatz ihrer Devisenreserven beglichen. Etwa ein Monat später zahlt die Regierung den entsprechenden Betrag in *Landeswährung* an die Nationalbank zurück. Dieser Mechanismus verbirgt den *Verkauf* von Devisen an die Regierung, der im Jahr 2000 schätzungsweise netto 640 Mio. USD betrug. Dieser Betrag darf deshalb nicht als Nettointervention der Zentralbank ausgewiesen werden. Darüber hinaus beinhaltet der beschriebene Mechanismus einen kurzfristigen Kredit der Zentralbank an die Regierung.

[3] Zur Erhöhung der Devisenreserven der Nationalbank hat auch der IWF-Kredit im Dezember 2000 in Höhe von 246 Mio. USD beigetragen.

Seit Dezember 2000 werden jedoch hohe Beträge von der Nationalbank durch den Verkauf eigener zinstragender Titel sterilisiert. Nach Angaben der Leiterin der Abteilung für Geldpolitik der NBU, Natalia Grebenik, wurden im Januar dieses Jahres 948 Mio. UAH dem Geldmarkt entzogen. Dieser Betrag liegt deutlich über der interventionsbedingten Geldschöpfung von rund 650 Mio. UAH im gleichen Zeitraum. Die erfolgreichen Sterilisierungsmaßnahmen trugen zur deutlichen Senkung der jährlichen Inflationsrate im Februar 2001 auf 18,9% bei und deuten auf einen neuen Willen zur Bekämpfung von Inflation und auf einen neuen geldpolitischen Kurs der Nationalbank hin.

4. Schätzung des Sterilisierungsbedarfs im Jahr 2001

Die Regierung plant für das laufende Jahr eine Inflationsrate von 13,6% und ein reales wirtschaftliches Wachstum gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) von 4%. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bezogen auf die monetäre Basis hat sich in den letzten Jahren deutlich verlangsamt. Für das laufende Jahr kann mit einer weiteren Verlangsamung um knapp 4% gerechnet werden. Unter Verwendung dieser Annahmen ergibt sich eine zielkonforme relative Erhöhung der monetären Geldbasis von 22,8%. Bezogen auf das Niveau vom Jahresanfang von 16.777 Mio. UAH ergibt sich eine zielkonforme absolute Jahresveränderung von gut 3.800 Mio. UAH. Ein Sterilisierungsbedarf besteht nur in dem Maße, in dem die interventionsbedingte Geldschöpfung diesen Betrag übersteigt.

Der Nettointerventionsbedarf, der sich bei Wechselkursstabilität ergibt, hängt von Devisenangebot und –nachfrage ab; letztere werden wiederum durch mehrere Faktoren bestimmt. Im folgenden sollen zwei Bestimmungsfaktoren aufgrund ihrer (potentiellen) quantitativen Bedeutung sowie ihrer Unvorhersehbarkeit hervorgehoben werden: Der Saldo der Handels- und Dienstleistungsbilanz (Außenbeitrag) sowie der Kapitalimport. Wie leicht zu erkennen ist, handelt es sich in der momentanen Situation um zwei Determinanten des Devisenangebots. Anhand dieser zwei Faktoren werden drei Szenarien gebildet, für welche eine grobe Schätzung des Sterilisierungsbedarfs ermittelt wird.

Im ersten Szenario (S1) wird eine deutliche Verringerung des Außenbeitrags und keine Erhöhung des Kapitalimports unterstellt. Das Devisenangebot und der Nettointerventionsbedarf gehen im Vergleich zum Vorjahr deutlich zurück. Reduzieren sich daraufhin die Nettointerventionen der Nationalbank um mindestens 25%, dann besteht kein Bedarf an Sterilisierung; die Diskussion um die geeigneten Instrumente entfällt.

Im zweiten Szenario (S2) wird keine Veränderung bezüglich des Außenbeitrags sowie des Kapitalimports gegenüber dem Vorjahr angenommen. Ziehen wir die zielkonforme Änderung der monetären Geldbasis (3.800 Mio. UAH) von der interventionsbedingten Geldschöpfung (5.200 Mio. UAH) ab, dann erhält man einen Sterilisierungsbedarf von 1.400 Mio. UAH.

Im dritten Szenario (S3) bleibt der Außenbeitrag konstant und der Kapitalimport steigt deutlich. Das Devisenangebot steigt entsprechend, so daß der Interventionsbedarf weit über die Zahl von 1.400 Mio. UAH liegt, beispielsweise bei 3.000 Mio. UAH. Die drei konstruierten Szenarien werden mit ihren entsprechenden Sterilisierungsbedarfe in Abbildung 1 zusammengefaßt.

Szenario	Außenbeitrag (Vergleich zum Vorjahr)	Kapitalimport (Vergleich zum Vorjahr)	Sterilisierungsbedarf (in Mio. UAH)
S1	sinkt	konstant	0
S2	konstant	konstant	1.400
S3	konstant	steigt	3.000

Abbildung 1: Geschätzter Sterilisierungsbedarf in drei Szenarien für das Jahr 2001

5. Die zwei Wege zur Sterilisierung: Bilanzverkürzung und Passivtausch

Eine Sterilisierung impliziert die Verringerung der monetären Basis bzw. eine Geldvernichtung. Hierfür gibt es grundsätzlich zwei bilanztechnische Möglichkeiten: Bilanzverkürzung und Passivtausch. Befassen wir uns zunächst mit den Instrumenten zur Sterilisierung, deren Einsatz eine **Bilanzverkürzung** beinhalten. Die Zentralbank kann zum einen Wertpapiere aus ihrem Besitz verkaufen und dadurch die monetäre Geldbasis reduzieren (kontraktive *Offenmarktpolitik*). Zum anderen kann sie das ausstehende Volumen an Krediten reduzieren (kontraktive *Kreditpolitik*). Insbesondere kann i.d.R. das Volumen der revolvierenden Kredite an die Geschäftsbanken durch eine Erhöhung der Leitzinsen gesenkt werden (kontraktive *Zinspolitik*). Darüber hinaus ist daran zu erinnern, daß die Zinseinnahmen einer Zentralbank eine automatische Geldvernichtung darstellen.

Nun soll die aktuelle Einsetzbarkeit der genannten Instrumente geprüft werden. Dafür werden in Abbildung 2 die relevanten Aktiva der NBU zum Jahresende 2000 wiedergegeben.[4]

Staatsanleihen (vorwiegend POVDPs)	10.126,5 Mio. UAH
Kredite an die Geschäftsbanken	683,8 Mio. UAH
Kredite an die Regierung	10.656,9 Mio. UAH

Abbildung 2: Relevante inländische Titel im Portfolio der NBU zum 31.12.2000

Im Rahmen einer kontraktiven *Offenmarktpolitik* könnte die NBU Staatsanleihen aus ihrem Besitz verkaufen. Bei diesen Anleihen handelt es sich überwiegend um sogenannte POVDPs, die aus einer Umschuldung im letzten Jahr hervorgegangen sind. Da es sich um inflationsindexierte Titel handelt, wird ihre Verzinsung jedes Jahr anhand einer Formel

[4] Diese Zahlen wurden der Bilanz der NBU zum 31.12.2000 entnommen.

ermittelt, die in einer Verordnung des Ministerkabinetts enthalten ist.[5] In Box 1 wird die Verzinsung dieser Anleihen anhand einer leicht vereinfachten Formel erläutert.[6]

Box 1: Die Verzinsung der POVDPs

Der Jahreszinssatz der POVDPs für das kommende Jahr (j+1) wird am Ende des laufenden Jahres (j) anhand folgender Gleichung[7] berechnet:

$$i_{j+1} = \frac{CPI^{F}_{j+1}}{CPI_{j}} \cdot \frac{CPI_{j}}{CPI^{F}_{j}} \cdot 103 - 100$$

mit

i_{j+1} ..... Jahreszinssatz für das kommende Jahr

CPI^{F}_{j+1} ..... vom Wirtschaftsministerium am Ende des laufenden Jahres geplanter Verbraucherpreisindex für das Ende des kommenden Jahres

CPI_{j} ..... Verbraucherpreisindex am Ende des laufenden Jahres

CPI^{F}_{j} ..... vom Wirtschaftsministerium am Ende des Vorjahres geplanter Verbraucherpreisindex für das Ende des laufenden Jahres

Der erste Bruch auf der rechten Gleichungsseite spiegelt die geplante Inflationsrate für das kommende Jahr wieder. Der zweite Bruch stellt einen Korrekturfaktor für eventuelle Prognosefehler des Wirtschaftsministeriums im laufenden Jahr dar. Die Zahl „103“ soll eine reale Verzinsung von 3% gewährleisten. Die Fälligkeiten verteilen sich gleichmäßig auf den Zeitraum Januar 2002 bis Dezember 2010; aus heutiger Sicht (März 2001) handelt es sich demnach um mittel- bis langfristige Titel. Für die Verzinsung im Jahr 2001 wird ausnahmsweise kein Korrekturfaktor verwendet. Berücksichtigen wir die geplante Inflationsrate von 13,6% in der Gleichung, dann resultiert eine Verzinsung für 2001 in Höhe von 17,01%.

Der Nominalwert der POVDPs betrug zum 31.12.2000 nach Angaben der NBU 9.560 Mio. UAH. Der aus dem Gesichtspunkt der Sterilisierung maßgebliche Marktwert dieser Titel ist schwer einzuschätzen, weil kein funktionierender (Sekundär-)Markt für diese Anleihen existiert. Die Nationalbank hat eigenen Angaben zufolge im Februar 2001 Anleihen mit dem vernachlässigbaren Nominalwert von 0,2 Mio. UAH verkauft; der Verkaufspreis wurde jedoch nicht bekanntgegeben. Sollte die Regierung ihre Zinsschulden der NBU gegenüber pünktlich zahlen, dann dürfte der Marktpreis ziemlich nahe am Nominalwert liegen. Die POVDPs in Händen der NBU reichten in diesem Falle aus, um den Sterilisierungsbedarf in den Szenarien S2 sowie S3 zu decken. Folglich

[5] Vgl. die Hauptbedingungen der Ausgabe von T-Bills 2000 in der Verordnung vom 22. September 2000 Nr. 1455 „Über die Ausgabe von zinstragenden Obligationen der öffentlichen Inlandsanleihen 2000” des Ministerkabinetts der Ukraine.

[6] Da die Originalformel in der Verordnung schwer verständlich ist, sind geringfügige „Interpretationsfehler” nicht auszuschließen.

[7] Diese Gleichung kann durch „Wegkürzen” vereinfacht werden. Dies wird jedoch absichtlich nicht gemacht, um ihre Deutung zu erleichtern.

kommen wir zu dem Schluß, daß eine Offenmarktpolitik unter Verwendung von POVDPs eine Möglichkeit darstellt, um den Sterilisierungsbedarf in jedem der gebildeten Szenarien zu befriedigen, sofern die Regierung ihren Zinsschulden nachkommt. Außerdem ist zu berücksichtigen, daß die Zinseinnahmen der NBU aus den POVDPs eine Geldvernichtung verkörpern. Die geplanten Ausgaben des Finanzministeriums im Jahr 2001 zur Bedienung der POVDPs betragen 1.500 Mio. UAH. Dieser Betrag deckt den gesamten Sterilisierungsbedarf im Szenario S2 und die Hälfte im Szenario S3 ab.

Die Möglichkeit der Sterilisierung über die *Verringerung der ausstehenden Kredite* ist dagegen nur im geringen Maße gegeben. Die Kredite an die *Geschäftsbanken* sind vom Volumen her relativ klein. Außerdem ist nicht klar, ob diese Kredite kurzfristig reduzierbar sind. Möglicherweise handelt es sich auch um problematische bzw. langfristige Kredite. Die jährlichen Zinseinnahmen aus diesen Krediten dürften unter 200 Mio. UAH liegen. Insofern ist eine kontraktive Kreditpolitik momentan kein geeignetes Mittel zur Sterilisierung interventionsbedingter Geldschöpfung.

Das Volumen der Kredite an die Regierung ist dagegen beträchtlich. Im letzten Jahr wurde jedoch vereinbart, daß die Regierung mit der Tilgung dieser Schulden erst ab dem Jahr 2010 anfängt. Solange diese Vereinbarung nicht revidiert wird, ist eine Sterilisierung über die Reduktion dieser Forderungen nicht möglich. Die geplanten jährlichen Zinseinnahmen aus diesem Posten betragen schätzungsweise knapp 200 Mio. UAH. Die Sterilisierung über die Zinseinnahmen ist zwar nicht vernachlässigbar, reicht jedoch bei weitem nicht aus, um den Sterilisierungsbedarf in den Szenarien S2 und S3 zu decken.

Die vorangehende Diskussion hat zweierlei deutlich gemacht. Erstens kommt nur eine Offenmarktpolitik unter Verwendung von POVDPs als Instrument zur Sterilisierung in Frage, sofern letztere eine Bilanzverkürzung beinhaltet. Zweitens wurde deutlich, daß ein Sterilisierungserfolg der Nationalbank in erster Linie von der Zahlungsdisziplin der Regierung gegenüber der Nationalbank abhängt. Bei *guter* Zahlungsdisziplin findet eine Sterilisierung durch Zinseinnahmen in Höhe von 1.700 Mio. UAH statt. Damit ist der Sterilisierungsbedarf im Szenario S2 gesichert. Darüber hinaus ist von einer guten Zahlungsdisziplin eine Verbesserung der Bonität der Regierung und damit eine Steigerung des Marktpreises bzw. eine leichtere Veräußerbarkeit der POVDPs zu erwarten, wodurch der restliche Sterilisierungsbetrag von bis zu 1.300 Mio. UAH im Szenario S3 gedeckt werden könnte. Bei *schlechter* Zahlungsdisziplin der Regierung findet keine Sterilisierung durch Zinseinnahmen der NBU statt und der Kurs bzw. die Veräußerbarkeit der Anleihen fällt drastisch. Der Sterilisierungsbedarf ist dann weder in S2 noch in S3 zu erreichen.

Die zweite bilanztechnische Möglichkeit der Sterilisierung beinhaltet einen **Passivtausch**. Die monetäre Basis wird durch den Verkauf eigener, zinstragender (Kredit-)Titel verringert. Die Sterilisierungen seit Dezember 2000 erfolgten ausschließlich nach diesem Prinzip unter Verwendung von zwei Instrumenten: Zum einen verkaufte die NBU eigene Einlagezertifikate („deposit certificates“) mit kurzen Laufzeiten; zum anderen veräußerte sie Staatsanleihen, die jedoch per Termin von der Nationalbank zurückgekauft wurden („reverse repos“). Diese Sterilisierungen sind nur für

die Dauer dieser Geschäfte wirksam. Die Aufteilung dieses Steriliserungsbetrages vom Januar 2001 nach beiden Instrumenten wurde nicht bekanntgegeben; es ist jedoch zu vermuten, daß der wesentliche Anteil auf die Einlagezertifikate anfallen.

6. Bewertung der Instrumentenwahl der Nationalbank

Wird eine Geldvernichtung mit Hilfe einer Offenmarkt- oder Kreditpolitik durchgeführt, dann gilt sie für einen unbeschränkten Zeitraum (*anhaltende* Wirkung). Darüber hinaus kann eine Zentralbank bei Existenz eines funktionierenden Marktes für Staatsanleihen die Höhe der Geldvernichtung bestimmen, ohne auf Dritte angewiesen zu sein. Außerdem sind beide Instrumente sehr flexibel und können rasch eingesetzt werden. Aufgrund dieser Eigenschaften eignen sich i.d.R. Offenmarkt- und Kreditpolitik sehr gut für die Sterilisierung interventionsbedingter Geldschöpfung im größeren Umfang.

Durch den Einsatz von Einlagezertifikaten und „reverse repos" kann nur eine zeitlich beschränkte und meistens nur sehr kurzfristige Sterilisierung erreicht werden (*vorübergehende* Wirkung). Zudem ist zu berücksichtigen, daß zur Erzielung dieser vorübergehenden Geldvernichtung die Zentralbank Zinszahlungen an die Geschäftsbanken leisten muß. Folglich kommt es nach Ablauf des Geschäftes per Saldo zu einer anhaltenden Geldschöpfung. Eine vorübergehende Geldvernichtung wird also nur auf Kosten einer anhaltenden Geldschöpfung erreicht. Darüber hinaus ist die Zentralbank bei der Durchführung dieser Geschäfte auf Dritte angewiesen. Die Geschäftsbanken können nicht gezwungen werden Einlagezertifikate von der Notenbank zu kaufen. Letztere kann also das Volumen an Geldvernichtung nicht bestimmen. Einlagezertifikate und „reverse repos" eignen sich aufgrund ihrer Eigenschaften in erster Linie zur Feinsteuerung des Geldmarktes, nicht aber zur massiven, dauerhaften Geldvernichtung.

Wie vorhin erwähnt, erfolgten die Sterilisierungen seit Dezember 2000 nicht durch eine Offenmarktpolitik, sondern überwiegend durch den Einsatz von Einlagezertifikaten. Das Verhalten der Nationalbank um die Jahreswende kann vor allem auf den niedrigen (Schatten-)Preis für POVDPs auf dem „offenen" Markt und auf die Erwartung einer Kurssteigerung dieser Titel im weiteren Jahresverlauf zurückgeführt werden. Angesichts der Existenz einer steilen Zinsstrukturkurve dürften insbesondere jene POVDPs im Jahresverlauf an Wert zunehmen, die im ersten Halbjahr 2002 fällig werden, weil sie sich automatisch von mittel- zu kurzfristigen Titel verwandeln. Außerdem ist zu erwarten bzw. zu hoffen, daß die Regierung ihre Schulden pünktlich bedient und es somit zu einer Steigerung der Bonität und der Anleihenkurse kommt. Ein weiterer Grund für den Einsatz von Einlagezertifikaten könnte die Bestrebung der Nationalbank sein, sich für den denkbaren Fall der Nichtbedienung der Schulden durch die Regierung vorzubereiten.

Der Einsatz von Einlagezertifikaten seit Dezember 2000 hat der Nationalbank ermöglicht, erste Sterilisierungserfolge zu verbuchen, ohne POVDPs zu einem niedrigen Kurs zu verkaufen. Diese Erfolge haben deutlich gemacht, daß die NBU eine stabilitätsorientierte Politik anstrebt und zumindest kurzfristig eine Sterilisierung mit eigenen Titeln durchführen kann. Die Verwendung dieses Instruments ist deshalb sehr zu

begrüßen. Darüber hinaus eignen sich Einlagezertifikate in hohem Maße für die Feinsteuerung des Geldmarktes und sollten deshalb auch in Zukunft für diesen Zweck verwendet werden.

Unsere vorangehende Analyse hat jedoch gezeigt, daß in diesem Jahr eine stabilitätsorientierte Geldpolitik nicht allein auf der Verwendung von Einlagezertifikaten basieren kann, sofern das Szenario S1 ausgeschlossen wird. Folglich führt kein Weg an einer kontraktiven Offenmarktpolitik vorbei. Im folgenden Abschnitt (7.) werden Maßnahmen vorgeschlagen, die eine bessere Einsetzbarkeit dieses Instruments ermöglichen sollen.

7. Empfohlene Maßnahmen

Der Schlüssel zur besseren Einsetzbarkeit einer kontraktiven Offenmarktpolitik liegt in der *Belebung des Marktes für POVDPs*. Um die notwendigen Maßnahmen herzuleiten, ist es deshalb sinnvoll, einen kurzen Blick auf diesen Markt zu werfen. Ein Primärmarkt für POVDPs existiert nicht, da diese Titel nicht mehr emittiert werden. Da praktisch alle Titel von der Nationalbank gehalten werden, tritt sie als Angebotsmonopolistin auf dem Sekundärmarkt für POVDPs auf. Die (potentiellen) Nachfrager sind vor allem Geschäftsbanken. Aus deren Sicht weisen Wertpapiere drei Eigenschaften auf, die für ihre (Kauf-)Entscheidungen ausschlaggebend sind: Erwartete Rendite, Risiko und Liquidität. Ihre mangelnde Kaufbereitschaft von POVDPs ist damit zu erklären, daß gegenwärtig alternative Titel auf dem Kapital- bzw. Kreditmarkt existieren, die über eine bessere Kombination dieser drei Eigenschaften verfügen. Der Verkauf von POVDPs wird demnach nur dann gelingen, wenn ihre Rendite steigt, ihr Risiko sinkt und/oder ihre Liquidität steigt.

Die einzige Möglichkeit zur Erhöhung der **Rendite** der POVDPs besteht in der Senkung ihres Verkaufspreises. Die Nationalbank sollte zwar, wie vorhin erwähnt, diese Titel nicht zu billig verkaufen. Als Angebotsmonopolistin sollte sie dennoch bereit sein, diese Anleihen unter pari zu verkaufen. Die Höhe des Abschlags auf den Verkaufspreis sollte mit zunehmender Laufzeit steigen, um der steilen Zinsstrukturkurve in der Ukraine gerecht zu werden. Das Angebot von Anleihen unter pari könnte zudem auch zusätzliche Nachfrager locken, die auf steigende Kurse in der Zukunft setzen.

Hinsichtlich des **Risikos** der betrachteten Anleihen sind zwei Aspekte zu unterscheiden: Das Inflations- und das Ausfallrisiko. Zur Ermittlung des *Inflationsrisikos* von POVDPs ist es notwendig, einen Blick auf die in Box 1 angegebene Gleichung zur Bestimmung der Verzinsung zu werfen. Überjährige Anleihen sind sowohl an der geplanten als auch an der tatsächlichen Inflationsrate gebunden. Aus Sicht des Anlegers existiert kein Inflationsrisiko. Denn sollte die Regierung im ersten Anlagejahr die Inflationsrate unterschätzen, dann erhält der Anleger im zweiten Anlagejahr einen Ausgleich durch den Korrekturfaktor, in den die tatsächliche Inflationsrate einfließt. Unterjährige Anleihen sind jedoch nur an der geplanten Inflationsrate indexiert, weil der Korrekturfaktor erst im zweiten Anlagejahr greifen würde. Folglich weisen unterjährige POVDPs ein Inflationsrisiko bzw. das Risiko einer fehlerhaften Inflationsprognose der Regierung auf.

Diese Tatsache hat große praktische Bedeutung, weil eine Belebung des Marktes für POVDPs nur am kurzen Ende ansetzen kann. Die Regierung und die Nationalbank sollten deshalb dem Publikum glaubhaft machen, daß die angepeilte jährliche Inflationsrate von 13,6% als realistisch anzusehen ist. Außerdem sollte dem Publikum die Bildung eigener Inflationsprognosen erleichtert werden, indem alle hierfür relevanten Informationen ohne Verzögerung veröffentlicht werden. Insbesondere sollte die NBU öfters und vor allem mit einer wesentlich geringeren Verzögerung die wichtigsten Posten ihrer Bilanz sowie die Entwicklung der monetären Basis veröffentlichen. Die gegenwärtige monatliche Veröffentlichung dieser Daten mit einer Verzögerung von etwa 45 Tagen erschwert die Bildung von Prognosen und verringert die Kaufbereitschaft von kurzfristigen POVDPs.

Die wesentliche Schwachstelle der POVDPs aus Sicht des Anlegers ist ihr hohes *Ausfallsrisiko*, das in der geringen Bonität des Staates begründet ist. Die offensichtlichste, aber auch die wichtigste Maßnahme zur Stärkung der Bonität der Regierung besteht in der pünktlichen Bedienung aller Staatsschulden. Um eine reibungslose Bedienung zu garantieren, sollten institutionelle Maßnahmen getroffen werden. Denkbar wäre beispielsweise die prioritäre Behandlung von Zins- und Tilgungszahlungen bei der Exekutierung des Budgets oder die Verpflichtung des Staates zur Zahlung von Strafzinsen bei Verzug.

Die angeführten Maßnahmen sind zwar hart, jedoch nicht unverhältnismäßig hart. Die geringe Bonität des Staates erschwert den Verkauf von Staatsanleihen und beraubt der Zentralbank des einzigen potentiellen Mittels, um eine stabilitätsorientierte Politik zu betreiben. Außerdem kann nicht ausgeschlossen werden, daß die mangelnde Fähigkeit des Staates sich zu verschulden in Zukunft zu einer Finanzierung von Budgetdefiziten durch Kredite der Nationalbank führt. Hierfür spricht auch die Tatsache, daß solange die Bonität des Staates nicht wiederhergestellt wird, eine de facto Abhängigkeit der Nationalbank von der Regierung existiert.

Die vorgeschlagenen Maßnahmen sind darüber hinaus nicht nur aus geldpolitischer Sicht zu empfehlen. Die volkswirtschaftlichen Kosten einer geringen Bonität des Staates erstrecken sich auf weitere wichtige Gebiete. Die Unvorhersehbarkeit der Inflationsrate (als Folge der geringen Bonität) erschwert den Abschluß von Kreditverträgen und fördert eine kurzfristige Orientierung auf den Kredit- und Kapitalmärkten sowie die Dollarisierung der Volkswirtschaft. Das Fehlen eines risikolosen Titels erschwert, bei mangelnder Bonität der Geschäftsbanken, die Ersparnisbildung der Haushalte und fördert die zinslose Haltung bzw. die Hortung ausländischer Banknoten.

Die **Liquidität** eines Titels erfaßt seine Geldnähe. Ein Titel gilt als liquide, wenn er schnell verkauft werden kann, ohne dadurch einen schlechten Preis zu erzielen. Je länger die Laufzeit eines Titels ist, desto wichtiger ist dessen Liquidität. Da die POVDPs überwiegend mittel- bis langfristige Laufzeiten aufweisen, kann ihre Attraktivität entscheidend durch die Erhöhung ihrer Liquidität verbessert werden.

Die Nationalbank hat bereits sinnvolle Maßnahmen ergriffen, um die Liquidität dieser Anleihen zu erhöhen: Sie agiert als „market maker" und stellt täglich verbindliche Kauf- und Verkaufskurse auf. Zur Erhöhung der Liquidität der POVDPs kann aber auch das Finanzministerium einen entscheidenden Beitrag leisten, und zwar durch die Ausrichtung ihrer neuen kurz- (KGOs) und mittelfristigen (SGOs) Schuldtitel an die POVDPs. Laufzeiten, Zins- und Tilgungstermine sowie Zinskonditionen sollten vereinheitlicht werden. Durch die Integration von Primär- und Sekundärmarkt erhöht sich nicht nur die Liquidität der POVDPs, sondern auch die der neuen Titel des Finanzministeriums. Die von uns vorgeschlagene Integration unterstützt demnach die Pläne der Regierung, die durchschnittliche Laufzeit ihrer Anleihen zu erhöhen. Die neuen mittelfristigen Titel können leichter bzw. niedriger verzinst verkauft werden, wodurch der öffentliche Haushalt entlastet wird. Folglich sollte die Integration beider Märkte im eigenen Interesse des Finanzministeriums liegen; die aktuell zu beobachtende Tendenz zur Marktsegmentierung ist deshalb scharf zu kritisieren. Dies betrifft auch die geplante Bildung eines segmentierten Marktes für Kleinanleger.

Sollte die empfohlene Vermischung von Primär- und Sekundärmarkt nicht stattfinden, dann ist der Nationalbank zu empfehlen, möglichst schnell POVDPs zu verkaufen, um nicht weiter Alleininhaberin dieser Titel zu bleiben. Denn solange dies der Fall ist, kann das Finanzministerium den Markt für POVDPs schlechter als andere Segmente behandeln, um das Kapitalangebot zum primären Markt zu leiten. Außerdem wäre die Unabhängigkeit der Nationalbank und damit eine stabilitätsorientierte Politik stark gefährdet. Deshalb wiederholen wir an dieser Stelle unsere Forderung an die NBU, einen Teil ihres Bestandes an Anleihen unter pari anzubieten und zu verkaufen.

8. Schlußbemerkungen

Die Reduktion der Inflationsrate sollte eine der zentralen makroökonomischen Aufgaben der Regierung und der Nationalbank in diesem Jahr sein. Eine hohe Inflationsrate erschwert die Gestaltung von mittel- bis langfristigen Schuldbeziehungen, wodurch die Entwicklung von Kredit- und Kapitalmärkten verhindert und die Dollarisierung der Volkswirtschaft gefördert wird. Außerdem bewirkt Inflation eine starke Umverteilung von Einkommen zu Lasten einkommensschwacher Haushalte. Darüber hinaus ergibt sich im Zusammenhang mit einer Wechselkursfixierung eine reale Aufwertung der Hryvnia, die mittelfristig eine Verringerung des Außenbeitrags bewirkt. Dadurch wird die Politik einer Wechselkursfixierung bei Nettozahlungen an das Ausland in Frage stellt („unnachhaltige" Politik).

Nationalbank und Regierung tragen in diesem Jahr *gemeinsam* die Verantwortung für Preisstabilität. Um die notwendige Belebung des Marktes für POVDPs zu erreichen, sollte die Nationalbank ihre Bereitschaft zur Veräußerung dieser Titel deutlich erhöhen. Außerdem sollte sie in ihrem eigenen Interesse transparenter werden und das Publikum besser und schneller über ihre Politik informieren. Das Finanzministerium sollte die pünktliche Bedienung ihrer Schulden und insbesondere der POVDPs institutionell sichern. Darüber hinaus sollte sie zur Erhöhung der Liquidität der Märkte für

Staatsanleihen eine Integration des Sekundärmarktes für POVDPs und des Primärmarktes für neue Staatstitel durchführen.

R.G., Lektor: U.T.
März 2001