

Geldpolitik in der Ukraine: Erfolgsgeschichte unter besonderen Umfeldbedingungen

Von Gunter Deuber und Andreas Schwabe (Raiffeisen Bank International, Wien)

Zusammenfassung

Der Zentralbank der Ukraine (NBU) hat 2019 viel erreicht. Die Inflation konnte durch eine währungsstarkende »Hochzinspolitik« kräftig gesenkt werden. Auch die Inflationserwartungen sind nun auf niedrigem Niveau verankert. Die »Hochzinspolitik« – bei Aussicht auf Zinssenkungen – hat zudem die internationale Finanzmarktintegration begünstigt, im Ausland hat die NBU an Reputation gewonnen. Für die NBU wird es nun wichtig sein, auch in 2020 – in einem wohl nicht so eindeutig stützenden Gesamtumfeld – weiter geldpolitisch erfolgreich zu agieren.

Für die Notenbank der Ukraine sind die letzten 12–18 Monate ausgezeichnet verlaufen. Gemessen am geldpolitischen Oberziel bzw. der Erreichung plus Absicherung von Preisstabilität war die NBU sehr erfolgreich. Mit Jahresveränderungsraten von 3–4 Prozent (4,1 Prozent Dezember; 3,2 Prozent Januar) befindet sich die Inflation auf historischen Tiefs und unter dem jetzigen Zielwert von 5 Prozent p. a. (mit engem Korridor +/- 1 Prozent). Insofern ist es der NBU auch gelungen, ihr Inflationsziel rasch zu senken. Zum Jahresanfang 2018 lag dies noch bei 8 Prozent. Ferner erfolgte die Disinflation nicht in Zeiten der Wachstumsschwäche oder wirtschaftlicher Brüche. Zugleich ist der Inflationsausblick aussichtsreich. Geldpolitisch relevant ist hier die Verankerung umfragebasierter Inflationserwartungen auf mehrjährigen Tiefs deutlich unter 10 Prozent bei vielen relevanten Zielgruppen, z. B. Firmen, Banken, Finanzanalysten und v. a. bei Haushalten.

Was hat die Notenbank selbst bewegt?

Den entscheidenden Beitrag zur starken Disinflation leistete eine vorsichtige Zinspolitik. Letztere war partiell auch politischer Unsicherheit im Doppelwahljahr 2019 sowie der stockenden Kooperation mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) geschuldet. Insofern hat die NBU 2019 – trotz sinkender Inflation – an hohen Nominal- und Realzinsen festgehalten bzw. nur eine sehr vorsichtige geldpolitische Lockerung vollzogen. De facto wurde vom Frühjahr 2017 an zunächst sogar ein eingeschlagener geldpolitischer Lockerungskurs wieder rückgängig gemacht. Ab 2015 hatte die NBU den Leitzins von über 20 Prozent auf 12,5 Prozent gesenkt; ab dem Frühjahr 2017 wurde er wieder von 12,5 Prozent bis auf 18 Prozent im Sommer 2018 angehoben. Von diesem Niveau aus senkte die NBU den Leitzins dann trotz Aussicht auf sinkende Inflationsraten nur vorsichtig. Damit lag der Leitzins zum Jahresende 2019 immer noch bei 13,5 Prozent, während die Inflation bei 4,1 Prozent lag. Der Realzins (nomina-

ler Leitzins abzüglich Inflation) lag damit zum Jahreswechsel bei beachtlichen 9 Prozent, in den Jahren 2018 und 2019 lag er permanent im Bereich von 5–9 Prozent.

Ein hoher Realzins gekoppelt mit einem positiven Inflationsausblick ist für Finanzmarktinvestoren interessant. Einerseits ist das Zinseinkommen festverzinslicher Wertpapiere hoch, andererseits deutet so eine Konstellation auf erhebliches Zinssenkungspotenzial hin. Zinssenkungen sind dann wiederum positiv für ausstehende Anleihen mit hohen nominalen Zinsansprüchen, die so deutliche Kursgewinne ausweisen. Zumal ein hohes Nominal- und Realzinsniveau gekoppelt mit Zinssenkungspotenzial im aktuellen globalen Niedrigzinsumfeld ausländische Investoren anlockt – wenn sie lokal investieren können. Dann ist es wahrscheinlich, dass die Landeswährung durch spekulative Kapitalzuflüsse begünstigt stabil bleibt oder gar weiter aufwertet. Die Aussicht auf solche Zugewinne ist besondersprononziert im Zusammentreffen mit einer Besserung des Länderrisikoprofils eines Landes, während die Notenbankpolitik noch von einem rückwärtsgedachten Vorsichtsmotiv bestimmt ist. Genauso eine Konstellation prägte den Finanzmarkt in der Ukraine in 2019. Alle drei international führenden Agenturen der Länderbonitätseinstufung (S&P, Moody's, Fitch) haben die Kreditwürdigkeit des Staates 2019 heraufgestuft, mit verfestigten Markterwartungen diesbezüglich.

Angesichts der skizzierten besonderen Konstellation aus hohen Zinsen, dem Zinssenkungspotenzial, besseren Ratings und der aufgewerteten Währung, war die Ukraine für internationale Investoren 2019 ein Eldorado. Nach der vollständigen Öffnung des Staatsanleihenmarktes in Lokalwährung für Auslandsinvestoren sowie der Erleichterung bei Handels- und Abwicklungsprozessen durch die Aufnahme in das Wertpapierabwicklungssystem der Deutschen Börse *Clearstream* im Mai 2019 war in der Ukraine für internationale Investoren eine sehr attraktive Rendite erzielbar. Damit erhärtete sich ein selbst verstärkender Trend und immer mehr

internationale Investoren gingen Engagements in Lokalwährungsstaatsanleihen ein. Diese spekulativen Kapitalzuflüsse von fast 5 Milliarden US-Dollar in 2019 haben wiederum zusätzliche Hrywnja-Nachfrage induziert bzw. eine Währungsaufwertung begünstigt – trotz teilweiser Abschöpfung der Mittel durch Währung interventionen der NBU. Zusätzlich unterstützt wurde die Währungsaufwertung 2019 noch durch eine allgemeine Liberalisierung des Währungsmarktes und Einmaleffekte wie Sonderzahlungen von Gazprom an Naftohas. Die anhaltend positive Performance in Lokalwährungsanleihepositionen hat dann wieder neue Kapitalzuflüsse angezogen. Je nach Laufzeit erzielten Investoren in ukrainischen Lokalwährungsanleihen 2019 Kursgewinne von 25 bis 40 oder 50 Prozent. Hinzugerechnet die Währungsaufwertung waren hier 2019 mit festverzinslichen Wertpapieren Spekulationsgewinne von mehr als 50 Prozent möglich, was im internationalen Vergleich sehr beachtlich ist. Bei internation alen Investmentbanken verbuchten Händler, die mit Ukraine-Positionen betraut waren, exorbitante Profite – auch bezogen auf nun zur Auszahlung anstehende Boni.

Geldpolitisch betrachtet hat die 2019 fester notierende Landeswährung wiederum den Inflationsdruck begrenzt. Eine stärkere Währung sorgt dafür, dass Importe billiger werden, was wiederum niedrigere Inflationsraten begünstigt (umgekehrt induziert eine Währungsabwertung steigende Inflation). In einer kleinen offenen Ökonomie wie der Ukraine kann die Währung den Inflationspfad sogar maßgeblich bestimmen. Studien legen nahe, dass eine Aufwertung der Landeswährung um 1 Prozent die Inflation um 0,2–0,4 Prozentpunkte senkt. Somit hat die zweistellige Hrywnja-Aufwertung 2019 die Inflation um geringstenfalls 2–3 oder gar 5–6 Prozentpunkte (je nach unterstelltem Zusammenhang) gesenkt. Die stärkere Währung hat zudem – zunächst – zur Akzeptanz des frei schwankenden Wechselkurses beigetragen. Dies ist insofern wichtig, weil ein flexibler Wechselkurs einer Notenbank Spielraum verschafft, geldpolitisch unabhängig zu agieren bzw. sie nicht zu Wechselkursinterventionen gezwungen ist – wie es in der Ukraine in der Vergangenheit oftmals der Fall war.

Die derzeit äußerst niedrige Inflation wurde substanziell durch die skizzierten und großteils von der NBU unmittelbar beeinflussbaren Parameter bestimmt. Allerdings ist angesichts der bereits erfolgten deutlichen Leitzinssenkungen (11 Prozent derzeit von 15,50 Prozent bzw. 16,5 Prozent im 4. bzw. 3. Quartal des Vorjahres) und der nun weniger eindeutigen Währungsbewegungen (die Hrywnja wertete seit Jahresanfang etwa 4–5 Prozent im Vergleich zum US-Dollar ab) augenscheinlich, dass die NBU sich in 2020 wohl nicht mehr auf ein so perfekt unterstützendes Umfeld wie in 2019 verlassen kann.

Einfluss wichtiger Umfeldparameter

Die NBU profitierte 2018 und 2019 zudem von äußerst positiven Umfeldbedingungen. Vor allem profitierte sie von positiven konjunkturellen und strukturellen Entwicklungen im heimischen Agrarsektor, was den Inflationsdruck durch Lebensmittelpreise begrenzte. Zudem flankierte die Geldpolitik der NBU in den letzten Jahren eine verantwortungsvolle Wirtschafts- und Fiskalpolitik – auch im Wahljahr 2019. Es verstärkten sich die Hinweise, dass die wirtschaftspolitische Konstellation einer politisch unabhängigen Notenbank im Land größtenteils akzeptiert wird. Angesichts der stabilitäts- und reformorientierten wirtschaftspolitischen Ausrichtung wurde dann schneller als erwartet eine Grundsatzvereinbarung (»Staff-Level Agreement«) zur weiteren IWF-Kooperation (November 2019) erzielt. Die Vereinbarung erfolgte kurz vor dem Gipfel im Normandie-Format und war damit wohl auch ein politisches Signal internationaler Unterstützung. Doch diese hängt zumindest zum Teil ebenso an der stabilitäts- und reformorientierten wirtschaftspolitischen Ausrichtung. Einige sehr optimistische Marktbeobachter sehen derzeit in der Ukraine sogar eine reale Chance für einen Reformprozess analog zu der Situation in einigen mittelosteuropäischen Ländern in den 1990er Jahren.

Zudem profitierte die NBU von positiven globalen Rahmenbedingungen. Das aktuelle Umfeld global niedriger Inflationsraten, auch induziert durch niedrige Inflationsdruck durch Energiepreise, bedeutet geringe importierte Inflation. Die Notenbanken anderer aufstrebender Länder senkten zudem teils deutlich stärker ihre Nominal- und Realzinsen. Diese Konstellation – auch in Kombination mit der raschen IWF-Einigung – begünstigte die durch Kapitalzuflüsse induzierte Hrywnja-Aufwertung und zunehmende Ausländeranteile am Markt für Hrywnja-Staatsanleihen. Gleichermaßen gilt für sich mehrende Anzeichen, dass Russland im Ukraine-Konflikt nicht eindeutig an weiterer Eskalation interessiert scheint bzw. derzeit mehr auf innenpolitische Agenden fokussiert ist. Das stützt vor allem das Vertrauen von Investoren in die Ukraine, vor allem bei kurzfristig orientierten Finanzmarktakteuren.

NBU als erfolgreiche Institution – teils divergierende Perspektiven

Inwiefern man in der NBU einen eindeutig erfolgreich agierenden Akteur der Wirtschaftspolitik sehen will, hängt von der Perspektive ab. Geld- und währungspolitisch war die NBU in den letzten 12–18 Monaten sehr erfolgreich. Ferner hat sie zur Entwicklung des lokalen Kapitalmarktes beigetragen und sich eine hohe (internationale) Reputation aufgebaut. Die NBU gilt heute als transparenter und unabhängiger Akteur – v. a. in der informierten Fachöffentlichkeit vor Ort und auf inter-

nationaler Ebene. Wichtige Kommunikationsinstrumente (z. B. der Inflationsreport) entsprechen hohen internationalen Standards. Durch die erworbene Reputation kann das Investorenvertrauen nun auch in eventuell schwierigeren Zeiten als in 2019 aufrechterhalten werden. Und auch mit ihrer zentralen Rolle in der einschneidenden Bankensektorumstrukturierung der letzten Jahre stärkte die NBU ihre wirtschafts- und geldpolitische Position. Ein funktionierender, transparenter und an der Realwirtschaft ausgerichteter Bankensektor (ohne »Oligarchenbanken«) erleichtert die geldpolitische Transmission. Der IWF sieht in der Transformation der NBU von einer von Politik- und Partikularinteressen geleiteten Behörde in eine unabhängige und international anerkannte Notenbank sogar einen der zentralen strukturellen Reformbausteine im Land.

Allerdings hat die Hochzins- und »Hartwährungspolitik« nicht nur eindeutig positive gesamtwirtschaftliche Effekte. Tendenziell ist so eine Geldpolitik nicht wachstumsstimulierend. Etwa verharren die Kreditzinsen auf hohem Niveau und bescheren Banken gute Gewinnaussichten. Banken können zudem solide bzw. hohe Profite nur mit Investitionen in kurzlaufende Geldmarktveranlagungen und Staatspapiere erzielen, also ohne ins Kreditrisiko zu gehen. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass der Bankensektor in den letzten Jahren seine Positionen in staatlichen Wertpapieren ausdehnte und 2019 eine beachtenswerte Eigenkapitalrendite von 35 Prozent erzielte. Des Weiteren implizierte das hohe Zinsniveau beachtliche Zahlungen an ausländische Kapitalgeber. Im Lichte der immer noch achtenswerten Staatsverschuldung bedeutet dies, dass Zins- und Tilgungszahlungen noch fast 10 Prozent des Staatshaushaltes ausmachen. Auch musste die NBU für die Politik des frei schwankenden Wechselkurses zunehmend Kritik einstecken. Es gibt Anzeichen, dass die Hrywnja mittlerweile fundamental überbewertet ist. Die von der NBU zugelassene starke Währungsaufwertung im Jahr 2019 von rund 15 Prozent bringt nun Erschwerisse für Exporteure, da die Kosten im Vergleich zur ausländischen Konkurrenz steigen bzw. die Preisliche internationale Wettbewerbsfähigkeit der Ukraine sinkt. Beobachter vor Ort bringen die zuletzt enttäuschen den Wachstumszahlen im Industriesektor auch mit der Währungsstärke in Verbindung (auch wenn andere Faktoren wie die europäische Industrieschwäche und sinkende Rohstoffschwäche hier eine Rolle spielen). Allerdings wertete die Währung seit Jahresbeginn leicht ab, was kurzfristig zwar zur Entspannung beiträgt. Gleichzeitig wird der NBU nun aber auch vorgeworfen, gerade im Januar zu deutlich die Zinsen gesenkt zu haben. Zudem wird der NBU lokal teils zu viel Nähe zum IWF sowie der derzeit teils überhastet agierenden Reformregierung zugeschrieben (vgl. die vorherige Ausgabe der

[Ukraine-Analysen 229](#) vom 13.02.2020). Insofern ist es nicht verwunderlich, dass die Erfolgsbilanz der NBU in der Fachöffentlichkeit, im Ausland und vor allem bei Finanzmarktinvestoren eine andere ist als für einige andere lokale Akteure.

Ausblick: Geld und Währungspolitik

Trotz der skizzierten Erfolge scheint mittelfristig gewisse geld- und währungspolitische Vorsicht angebracht. Die Disinflation der letzten 1–3 Jahre in der Ukraine ist aus regionaler und wirtschaftshistorischer Perspektive beachtlich bis außergewöhnlich (etwa im Vergleich zu Polen in den 1990er Jahren). Es scheint kaum noch möglich, kurz- und mittelfristig die Inflation deutlich tiefer zu schleusen. Sogar eine zeitweise Nicht-Erreichung der Inflationsziele ist denkbar; v. a., wenn externe Parameter weniger unterstützend wirken. Wobei auch die lokalen Rahmenbedingungen in Zukunft weniger unterstützend für die NBU wirken könnten. Lange waren Teile der Wirtschaft von Unterauslastung geprägt, was keinen binnengesellschaftlichen Inflationsdruck impliziert. Bei steigender Auslastung und weiter sinkendem Angebot an qualifizierten Arbeitskräften könnte der binnengesellschaftliche Inflationsdruck wieder zunehmen. Immerhin befinden sich lokale Stimmungsindikatoren nahe bei oder auf langjährigen Rekordständen, die Löhne steigen seit zwei Jahren von niedrigen Niveaus wieder merkbar, im Vorjahr wuchsen die Reallöhne um rund 10 Prozent. Zudem zeigt die Erfahrung in anderen Transformationsländern mit ähnlich hohen und kontinuierlichen Zuflüssen von Auslands- und Gastarbeiterüberweisungen – 2019 beliefen sich die Rücküberweisungen in die Ukraine auf fast 12 Mrd. US-Dollar – dass solche Gelder mittelfristig inflationär wirken können.

Bei der Hrywnja scheint so eine drastische und inflationsdämpfende Aufwertung wie in 2019 kaum wiederholbar. Auch der Prozess der Marktliberalisierung bei Hrywnja-Staatsanleihen, mit positiven Effekten auf die Währungs- und Preisentwicklung, kann nicht extrapoliert werden. Es besteht unter einigen Marktakteuren zwar noch etwas an Zukunftsfantasie (z. B. könnten Ukraine-Anleihen 2020 in wichtige Marktreferenzindizes inkludiert werden), doch hat der Ausländeranteil auf dem Hrywnja-Staatsanleihenmarkt im Vergleich zu anderen Liberalisierungsprozessen Niveaus erreicht, bei denen nicht mehr von weiteren massiven Portfolioaufstockungen ausgegangen werden kann. Gleichermaßen gilt für die Anteile von Staatsanleihen in Ausländerhand im Vergleich zu anderen aufstrebenden Märkten. Zudem werden die Preise für Hrywnja-Lokalwährungsanleihen angesichts des nun limitierten Zinssenkungspotenzials nicht mehr so ansteigen können wie im Vorjahr. Damit ist das Zinsniveau aktuell für spekulative Investoren und aus internationalem Blickwinkel deut-

lich weniger interessant. Somit ist es für das Finanzministerium nicht mehr so einfach, Lokalwährungsanleihen mit Zinssätzen unter 10 Prozent international zu verkaufen. In Zukunft ist zudem auch mit Marktphasen zu rechnen, in denen Mittel aus dem Staatsanleihenmarkt abfließen. Technisch gesehen können solche Kapitalströme durch die Integration in internationale Handelssysteme nun rasch vollzogen werden. Solche Kapitalflussbewegungen können durch externe und globale Treiber, aber auch durch heimische Faktoren begünstigt werden. Diesbezüglich ist es z. B. fraglich, ob die Kongruenz zwischen Geld- und Fiskalpolitik der letzten Jahre auf Dauer ist. Eine von politischem Eigeninteresse geleitete, weniger solide Fiskalpolitik, könnte etwa Kapitalabflüsse induzieren.

In Summe wird es in den kommenden Jahren schwieriger für die NBU sich weiter als eindeutig erfolgreiche Institution zu profilieren. »Einfache« Früchte im Sinne der Disinflation und deutlicher Zinssenkungen im Zusammenspiel mit einem positiven Beitrag zur lokalen Kapitalmarktentwicklung konnte die NBU in den letzten 12–18 Monaten ernten. Zudem ist bei der Umgestaltung des Notenbankauftritts in Richtung Professionalität, Transparenz und Unabhängigkeit schon viel erreicht. In einem wahrscheinlich nicht mehr so einfachen Umfeld wird es in Zukunft umso wichtiger,

den stabilitätsorientierten geldpolitischen Kurs beizubehalten und die Position der NBU als eigenständige wirtschafts- und währungspolitische Institution abzusichern. Hierzu könnte es notwendig sein, den Leitzins weniger zu senken, als es derzeit optimistische Projektionen vorsehen. Gleichzeitig gilt es, wenn nötig, einem graduellen Anziehen der Inflation angemessen entgegenzuwirken. Solch ein Szenario ist angesichts von Wirtschaftsumfeld und Auslaufen des statistischen Basiseffektes (wenn Monats- und Jahresveränderung der Inflation von den derzeit niedrigen Niveaus und nicht hohen Niveaus gerechnet werden) absolut absehbar. In den kommenden 12 Monaten könnte die Inflation – ohne externe Schocks – zumindest auf 5–6 Prozent zulegen. Wobei erfolgreiche Disinflation und Reputationsgewinne der NBU dazu beigetragen haben, die Inflationserwartungen auf niedrigen Niveaus zu verankern. Insofern sind bei leicht anziehender Inflation nicht unbedingt wieder Zinserhöhungen notwendig. Es wären sogar moderate Zinssenkungen möglich, wenn die NBU ein Absinken der Realverzinsung vor dem Hintergrund ihrer Stabilisierungserfolge zulassen will. Bei einer Inflation von 4,5–5,5 Prozent könnte die NBU den Leitzins 2020 noch in den Bereich von 7–9 Prozentpunkte senken; das aktuelle Notenbankziel für 2020 liegt bei 7 Prozent.

Über die Autoren:

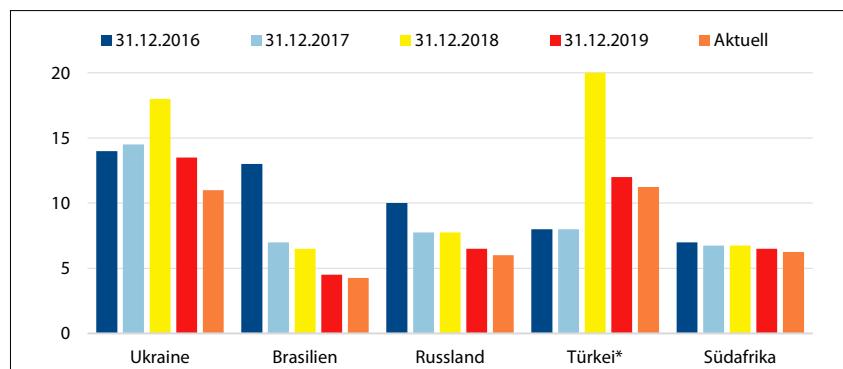
Gunter Deuber leitet die Abteilung Volkswirtschaft, Zinsen, Währungen bei der Raiffeisen Bank International (RBI) AG, die größte in der Ukraine tätige Auslandsbank, in Wien.

Andreas Schwabe ist Senior Economist mit Osteuropa- bzw. Ukraine-Fokus bei der RBI in Wien.

Der vorliegende Beitrag gibt die Auffassung der Autoren und nicht notwendigerweise die Ansicht der RBI AG wieder.

TABELLEN UND GRAFIKEN ZUM TEXT

Kennziffern zur Geldpolitik



Grafik 1: Leitzinsen (%)

**Skala abgeschnitten, Türkei Jahresende 2018 bei 24 %*

Quelle: Bloomberg, BIS, RBI/Raiffeisen RESEARCH