

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Viele Schwellenländer hatten in 2015 eine deutliche Abwertungen und einen konjunkturellen Einbruch erfahren. Während manche der Länder bereits 2016 Stabilisierungstendenzen zeigten, sind die Erwartungen für 2017 grundsätzlich positiv. Das lässt sich von den Wachstumsaussichten ableiten, und die Devisenkurse scheinen die Entwicklung zu bestätigen. Gleichzeitig aber stehen einige Länder wie Russland, Türkei, Südafrika und Brasilien weiterhin vor innenpolitischen Herausforderungen, die den Ausblick, und damit auch die Devisenkurse, erneut unter Druck setzen könnten. Auch bleibt in vielen Ländern die Inflationsrate auf einem hohen Niveau, was aus Verteilungskonflikten resultiert und die reale Aufwertung der Devisenkurse fördert. Doch was waren zunächst die Gründe für den Verfall und für die seit 2016 anhaltende und eher homogene Aufwertung der Devisen? Oft wird die Erholung der Rohstoffpreise als wichtiger Grund genannt, doch auch die US-Geldpolitik steht im Fokus. Grundsätzlich stellt sich die Frage, ob die Devisenkurse der Schwellenländer aufgrund globaler Entwicklungen einen Gleichlauf erleben, und ob dieser die Weltwirtschaft stabilisiert. Oder erhöht sich durch die reduzierte Diversifikation der wirtschaftlichen Entwicklungen das systematische Risiko?

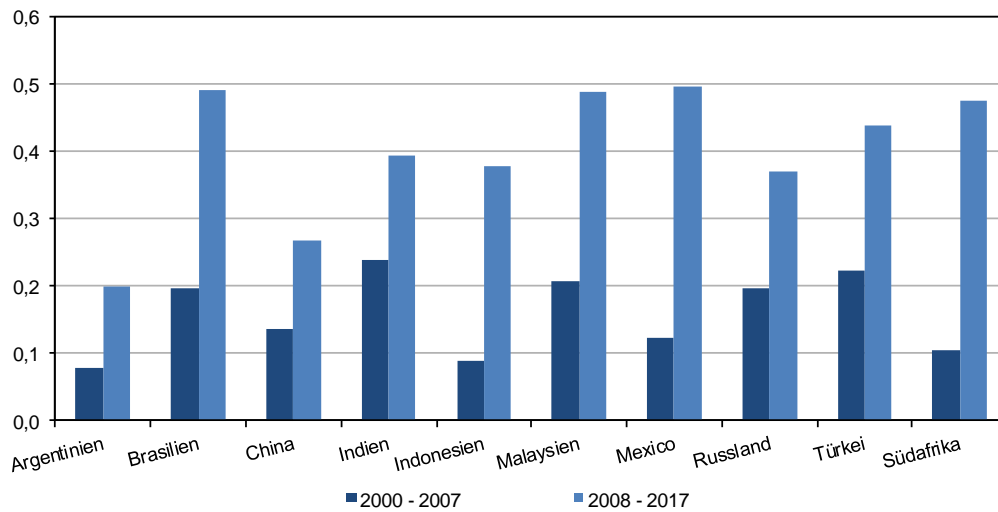
	Jan. 2015 – Dez. 2015	Jan. 2016 – Dez. 2016	Jan. 2017 – Mrz. 2017
Brasilien	-47,0	19,4	5,0
Südafrika	-32,5	11,7	2,0
Türkei	-24,4	-20,6	-2,6
Malaysia	-22,1	-4,5	1,5
Russland	-24,0	16,1	8,1
Mexiko	-16,1	-20,1	9,7
Argentinien	-51,2	-20,4	3,5
Indonesien	-9,9	2,6	1,1
China	-4,4	-6,3	1,1
Indien	-4,5	-2,7	5,0

Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung *eine negative Zahl bedeutet eine Abwertung der jeweiligen Währung

Je diversifizierter die Treiber der konjunkturellen Erholung und der Währungsaufwertung unter den Schwellenländern sind, desto stabiler mag die globale Konjunktur sein. Ist die aktuelle Erholung primär auf wenige globale Treiber zurückzuführen, so besteht bei einer Veränderung der globalen Parameter die Gefahr erneuter synchronischer Abwertungen. Auslöser könnte zum Beispiel eine überambitionierte Zinspolitik der Fed sein. Birgt also aktuell die Möglichkeit steigender US-Zinsen eine erneute synchrone Abwertungsfahr für die Devisenkurse der Schwellenländer?

Grundsätzlich wird seit der Finanzkrise oftmals von erhöhter Volatilität bei Finanzmärkten und Schwellenländern gesprochen. Hier muss jedoch unterschieden werden, ob eine höhere Volatilität zwischen Devisenkursen von Schwellenländern gemeint ist, oder ob es eher um die Volatilität der Schwellenländer als Gruppe geht. Fakt ist, dass der Gleichlauf bzw. die Korrelation unter den Devisenkursen der Schwellenländer seit der Finanzkrise deutlich zugenommen hat. Wie aus Tabelle 1 ersichtlich, zeigen alle ausgesuchten Währungen eine deutlich höhere durchschnittliche Korrelation zueinander, als dies noch vor der Finanzkrise (2000 – 2007) der Fall war. Die oftmals betonte höhere Volatilität ist somit zwar für den Währungskorb insgesamt zu verzeichnen, nicht aber für das Verhältnis der Devisenkurs zwischen den Schwellenländern.

Abb. 2: Durchschnittliche Korrelation der Devisenkurse ausgesuchter Schwellenländer*



Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung

*Normalisierte Veränderungen der Devisenkurse gegenüber dem US-\$

Die ansteigende Korrelation unter den Schwellenländern deutet darauf hin, dass gemeinsame Treiber an Bedeutung gewonnen haben. Hier werden in der allgemeinen Diskussion immer wieder die Zinspolitik der Fed und der US-\$ als Ursache ins Spiel gebracht. Die expansive Geldpolitik der Fed und die Wende in ihrer Zinspolitik führen demnach zu bedeutenden Kurswechseln in den Devisenkursen der Schwellenländer. Empirische Analysen deuten jedoch auf etwas anderes hin. So ist der Leitzins kein bedeutender Treiber der systematischen Bewegungen der zehn analysierten Devisenkurse. Sprich: Es ist nicht die Veränderung der Fed Funds Rate, die die Korrelation seit der Finanzkrise bedeutend nach oben treibt. Sie ist zwar statistisch bedeutend für die Erklärung der Gemeinsamkeiten, allerdings nicht als nennenswerter und primärer Treiber. Ein stärkerer US-\$ sollte hingegen schon eher einer der Haupttreiber der gemeinsamen Dynamik sein. Dies wird allerdings durch die empirischen Ergebnisse nicht grundsätzlich bestätigt. Auch die Stärke oder Schwäche des US-\$ liefert keine Erklärung für das systematische Verhalten der Devisenkurse.

Eine Variable, die seit der Finanzkrise deutlich an Bedeutung zugelegt hat, sind hingegen die Rohstoffpreise. Während sie vor der Finanzkrise keinen signifikanten Beitrag zur Erklärung des Gleichlaufs der Währungen geliefert hatten, erhöhte sich ihr Erklärungsbeitrag seither deutlich und hat somit die ansteigende Korrelation entscheidend mitbestimmt. Diese gestiegene Bedeutung kann auf ein erhöhtes Risikobewusstsein der Märkte zurückgeführt werden. Denn ein weiterer bedeutender Treiber ist die Veränderung in der Risikoeinschätzung der Märkte gemessen an den high-yield Risikoprämien. Steigt die Risikoaversion der Märkte oder sinken die Rohstoffpreise, so belastet dies die Devisenkurse aller Schwellenländer.

Weitere Analysen bestätigen zudem, dass sich seit der Finanzkrise bei den Devisenkursen der Schwellenländer die Richtung der Kausalität (Granger causality test) geändert hat. Mittlerweile führt die allgemeine Risikoeinschätzung auf den Finanzmärkten (ausweitende Risikoprämien) zu einer gemeinsamen Reaktion der Devisenmärkte, während zuvor eine Veränderung in den Devisenkursen der Schwellenländer zu einer neuen Risikoeinschätzung der Märkte führte. Auch diese Veränderung ist allerdings erst seit der Finanzkrise statistisch bedeutsam und bestätigt eine grundlegend andere Dynamik der Devisenkurse seit der Finanzkrise.

Fazit: Die Devisenkurse wichtiger Schwellenländer wie Brasilien, Indien, Russland, Südafrika und der Türkei divergieren deutlich weniger als vor der Finanzkrise. Eine Ursache ist das größere Risikobewusstsein der globalen Märkte. Steigt die generelle Risikoaversion bzw. sinken die Rohstoffpreise, so hat dies eine deutlich höhere Bedeutung für die Devisenkurse der Schwellenländer insgesamt als dies vor der Finanzkrise der Fall war. Andere individuelle Treiber der Devisenkurse haben hingegen in den Schwellenländern an Bedeutung verloren. Das führt zu einem erhöhten systematischen Gleichlauf der Währungen und damit zu einer größeren Risikoanfälligkeit der Schwellenländer insgesamt. So bietet ein Portfolio von Schwellenländerwährungen seit der Finanzkrise deutlich weniger Diversifikationsmöglichkeiten.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

6. April 2017

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann

Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz