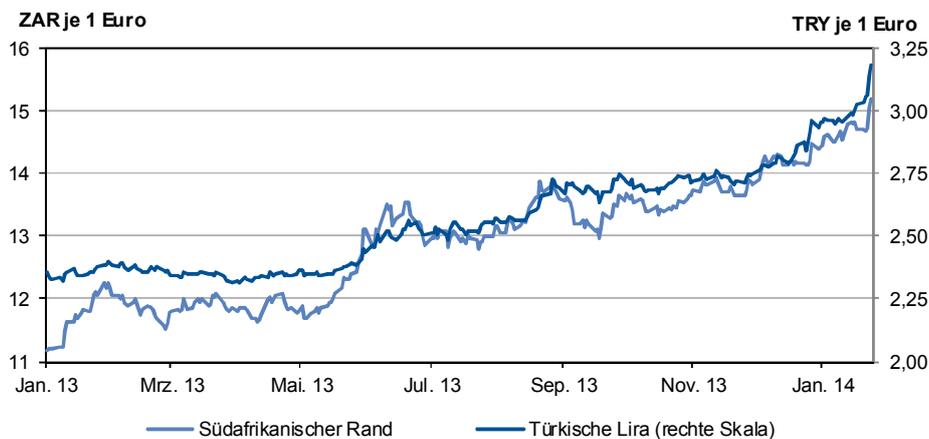


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die Wechselkurse der Schwellenländer scheinen wieder zunehmend in den Fokus zu geraten. So hat nicht nur der südafrikanische Rand ein neues Tief zum Euro erreicht, auch die türkische Lira bleibt trotz deutlicher Abwertung unter Druck.

Abb. 1: Historische Wechselkurse: Südafrikanischer Rand und Türkische Lira



Quellen: Bloomberg; IKB

Der südafrikanische Rand und die türkische Lira haben einiges gemeinsam. Sowohl die Türkei als auch Südafrika haben ein strukturelles Leistungsbilanzdefizit, das mehr durch liquides und zinssensitives Portfoliakapital finanziert wird als durch ausländische Direktinvestitionen (FDI). Beide Währungen haben 2013 deutliche Abwertungen erfahren. Haupttreiber waren jedoch nicht nur steigende US-Zinsen, sondern vor allem innenpolitische Tumulte, die die Risikoprämien erhöht und zu Abflüssen von Portfoliakapital geführt haben. Zudem scheint weder im Hinblick auf die innenpolitischen Turbulenzen noch auf die daraus resultierenden Abwertungen eine Wende in Sicht zu sein.

Einen entscheidenden Unterschied gibt es aber dennoch: Während die türkische Notenbank durch Interventionen und mögliche Zinsanhebungen versucht, ihre Währung zu stützen, verfolgt die südafrikanische Notenbank diese Politik aufgrund negativer Erfahrungen in der Vergangenheit nicht mehr. Auch wenn die Abwertung Inflationsdruck erzeugen könnte: eine direkte Stützung der Währung wird in Südafrika schon seit Jahren nicht mehr verfolgt.

Eine Notenbank ist immer in der Lage, ihre Währung zu schwächen, wie es die Schweizerische Nationalbank jüngst gezeigt hat bzw. wie es die tschechische Notenbank aktuell bestätigt. Die Notenbanken haben das Monopol über die Geldschöpfung und können somit ihre Währung uneingeschränkt im Markt verkaufen. Doch während durch Gelddrucken eine Währungsschwächung erzielt werden kann, ist eine Stützung der Währung durch Notenbanken zum Scheitern verurteilt.

Der Grund liegt darin, dass Notenbanken eine Politik, welche die Stützung der Währung verfolgt, nur begrenzt durchhalten können. Denn sie müssen Währungsreserven verkaufen, um ihre eigene Währung zu kaufen. Währungsreserven sind aber nur begrenzt vorhanden – auch wenn Kredite des IWF genutzt werden. Steigende Zinsen sind ebenso nicht nachhaltig, da die realwirtschaftlichen und innenpolitischen Konsequenzen oftmals sehr negativ sind und den Ausblick für die Währung noch weiter belasten. Die Erfahrungen in Südamerika Anfang der 80er-Jahre, die Asienkrise 1997/98 oder auch die Erfahrungen der Bank of England Anfang der 90er-Jahre haben gezeigt, dass sich eine Notenbank nicht nachhaltig Marktbewegungen entgegenstellen kann, wenn diese eine Schwächung der Währung erwarten und verursachen. Dies gilt vor allem dann, wenn die Schwäche nicht in einer grundsätzlichen kurzfristigen Fehleinschätzung des Marktes ihre Ursache hat, sondern in eskalierenden fundamentalen und nur schwer einschätzbaren Problemen, wie politische Unsicherheit.

Die Türkei weist – wie auch Polen und Ungarn – eine relativ hohe Fremdwährungsverschuldung von über 40 % des BIP auf. Das Leistungsbilanzdefizit und die Fremdwährungsverschuldung verdeutlichen die Notwendigkeit, die politische, aber auch wirtschaftliche Stabilität im Land sicherzustellen, damit sich die Risikoprämien verringern und die Finanzierung gesichert ist. Die Türkei kam dieser Voraussetzung in jüngster Zeit nicht nach. Eine fallende Lira verstärkt nun die strukturellen Risiken, was die Markteinschätzung bestätigt. Es hat sich eine negative Spirale aus politischen Unruhen, Abwertung und Finanzproblemen gebildet, welche von den aktuellen Stützungsmaßnahmen der Notenbank nicht durchbrochen werden kann.

Einschätzung: Das IKB Fair-Value-Modell deutet auf eine deutliche Übertreibung der Märkte hin, allerdings neigen Wechselkursmärkte generell zu deutlichen Übertreibungen. Die aktuelle Situation in der Türkei und die Reaktion der Notenbank signalisieren erhöhte Unsicherheit und erinnern an die Situation in Südafrika Ende der 90er-Jahre. Damals hatte die südafrikanische Notenbank (SARB) bzw. das Finanzministerium ein relativ großes Forward Book (ungesicherte US-Dollar-Verpflichtungen). Wie im aktuellen Fall der Türkei sah sich damals die SARB veranlasst, ihre Währung zu stützen, um Verluste zu begrenzen. Der Rand wertete ab, und für das Finanzministerium bildeten sich deutliche Wechselkursverluste. Mittelfristig hat sich jedoch der Rand stabilisiert, und die Verluste wurden durch Gewinne neutralisiert. So tut auch die türkische Notenbank gut daran, jegliche Stützungsmaßnahmen offiziell einzustellen, sodass der Spekulationsdruck auf die Lira zur Überreaktion führt. Daraus könnte zwar kurzfristig eine weitere spürbare Abwertung resultieren, die Lira aber würde ein stabileres kurzfristiges Gleichgewicht finden. Mittelfristig sollte aufgrund der fundamentalen Entwicklung bzw. der überzogenen kurzfristigen Reaktion eine tendenzielle Aufwertung stattfinden, was mögliche Verluste aus der Fremdwährungsverschuldung neutralisieren sollte. Allerdings müssen bis dahin die Märkte überzeugt werden, dass sich das Risikobild der Türkei deutlich verbessert hat. Bis dahin wird auch die Lira weiter unter Druck bleiben.

Fazit: Stützungsmaßnahmen der türkischen Notenbank sind aktuell eine Einladung, weiter gegen die Lira zu setzen, gerade im Hinblick auf die hohe Fremdwährungsverschuldung. Stattdessen sollte die türkische Notenbank nach Finanzierungslösungen für mögliche kurzfristige Verluste aus der Fremdwährungsverschuldung des Privatsektors suchen. Diese Einschätzung wird durch die Erfahrungen Südafrikas Ende der 90er-Jahre bestätigt. Beide Währungen sieht die IKB auch angesichts des innenpolitischen Risikoprofils kurzfristig weiter unter Abwertungsdruck, der allerdings im Falle der türkischen Lira aufgrund der Notenbankintervention und daraus resultierender Spekulationen noch deutlich weiter eskalieren könnte.

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

27. Januar 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann