

Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

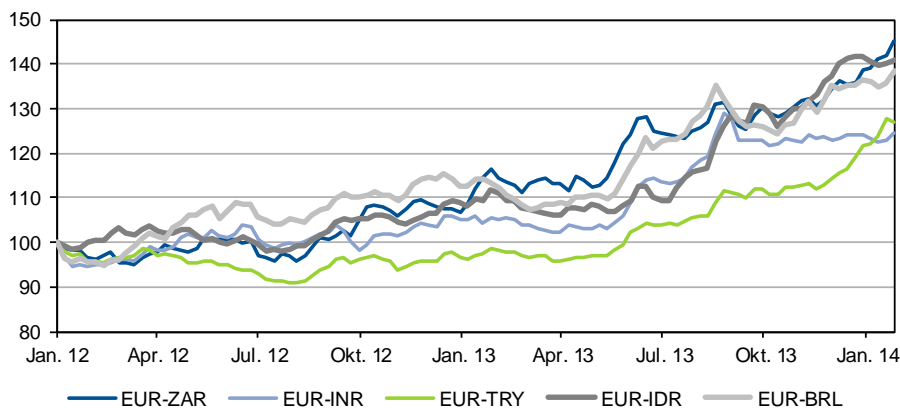
## „Fragile five“ – alle in einem Topf?

Die seit Mitte 2013 vorherrschende und insbesondere in den letzten Wochen eskalierende Abwertung einzelner Währungen von Schwellenländern hat im Jargon der Finanzmärkte neue Ländergruppierungen hervorgebracht. So werden Südafrika, Indien, Brasilien, Türkei und Indonesien inzwischen als „fragile five“ bezeichnet. Die Bezeichnung für die fünf Länder entstand dadurch, dass ihre Währungen alle in den letzten 12 Monaten deutliche Abwertungen hinnehmen mussten. Die Gründe für diese Abwertungen sind aber nicht bei allen Länder identisch. Asien- (1997/98) und Russlandkrise (1998/99) haben gezeigt, wie verschiedene Währungen ins Strudeln geraten können, obwohl die betroffenen Länder aus realwirtschaftlicher Sicht nur begrenzt voneinander abhängig sind. Inwieweit könnte sich die aktuelle Wechselkursabwertung der „fragile five“ also auf andere Schwellenländer ausweiten? Es besteht die Gefahr, dass Ländereinschätzungen undifferenziert vorgenommen werden.

Drei Länder aus der Gruppe der „fragile five“ haben in der letzten Woche ihren Leitzins angehoben. Südafrika marginal um 0,5 Prozentpunkte, die Türkei sehr stark im verzweifelten Versuch, ihre Währung zu stützen ([siehe auch IKB Kapitalmarkt-News vom 29. Januar 2014](#)). Die Fed hatte zwar im Mai 2013 durch ihre Kommentare hinsichtlich einer geldpolitischen Wende den Stein ins Rollen gebracht und generell Abwertungsdruck für die Schwellenländer verursacht, allerdings können zum Beispiel im Fall der Türkei und Südafrikas auch innenpolitische Gründe genannt werden. Daraus ergeben sich drei Fragen: Erstens, in welchem Maß können die Währungen der „fragile five“ tatsächlich über einen Kamm geschoren werden? Zweitens, welche Rolle hat die Fed-Politik in der aktuellen Krise und drittens, wie werden die Währungen weiterer Schwellenländer, zum Beispiel in Osteuropa, von der Krise beeinflusst?

Abb. 1: Wechselkursentwicklung der "fragile five"

(Index Jan. 2012 = 100)



Quellen: Bloomberg; IKB

Um die Gemeinsamkeit der fünf Länder festzustellen, wurde eine Hauptkomponentenanalyse für die fünf Wechselkurse durchgeführt. Grundlage der Analyse ist die Veränderung der Wechselkurse seit 2000, seit Anfang 2012 und seit Mai 2013. Ziel ist es, die gemeinsamen Treiber der Wechselkursveränderungen zu isolieren. Folgende Ergebnisse der empirischen Analyse lassen sich ableiten:

- Der größte gemeinsame Treiber kann etwa die Hälfte der Wechselkursveränderungen erklären. Allerdings deuten die Ergebnisse darauf hin, dass die fünf Währungen trotz jüngster gemeinsamer Abwertung ein hohes Maß an Eigenständigkeit aufweisen, die eine Pauschalisierung, wie sie der Begriff „fragile five“ darstellt, weniger angebracht erscheinen lässt.
- Erwartungsgemäß ist der größte gemeinsame Treiber der Wechselkursentwicklungen die US-Notenbankpolitik – gemessen anhand erwarteter realer US-Langfristzinsen und EUR-USD-Wechselkurs. Somit hat die US-Notenbankpolitik generell zu einem nennenswerten Gleichlauf der fünf Währungen zum Euro beigetragen.

In vorherigen Krisen von Schwellenländern, allen voran die Asienkrise 1997, hat die Fed versucht, die globalen Märkte durch eine Zinssenkung zu stabilisieren. Dieses Mal scheint es in die andere Richtung zu gehen. Nach jahrelanger Krisenpolitik, welche die Weltmärkte mit US-Dollar geflutet hat, ist die Fed-Politik zu einer Ursache von Krisen geworden. Dies gilt für die Zinspolitik als auch das Aufkaufprogramm. Die Fed lässt sich aktuell noch nicht von den Entwicklungen in den Schwellenländern beeinflussen, der Fokus des FOMC-Statements liegt aktuell wie gewohnt ausschließlich auf der nationalen Wirtschaft. Doch wie die US-Zinsmärkte in 2013 gezeigt haben und wie nun von den „fragile five“ bestätigt wird, hat sich die Fed-Politik durch ihre Krisenpolitik und bewusste Beeinflussung der Finanzmärkte als Risikofaktor herauskristallisiert. Dies gilt vor allem deshalb, weil sie generell einen hohen Einfluss auf die Märkte hat (wie durch die obige Analyse bestätigt wurde) und ihr Leitzins deutlich vom neutralen Niveau abweicht, was nennenswertes Korrekturpotenzial andeutet. Die „fragile five“ sind das jüngste Beispiel dafür, was passiert, wenn eine Notenbank eine Politik umsetzt, die auf konjunkturelle Stimulierung und fine-tuning ausgerichtet ist und nicht mittelfristige Stabilität zum Ziel hat.

*Osteuropäische Währungen – die nächsten Dominosteine, die fallen werden?*

Wie hoch ist die Ansteckungsgefahr für osteuropäische Währungen? Der russische Rubel ist bereits infolge der Turbulenzen rund um die Türkei und anderer Länder abgewertet worden. Steht diese Entwicklung nun auch polnischem Zloty, ungarischem Forint oder tschechischer Krone bevor? Letztere könnte sich als relativ stabil erweisen, da die Zentralbank durch ihre Kommentare über die Notwendigkeit einer schwachen Krone bereits in den letzten Monaten Abwertungsdruck zugelassen und den Märkten wenig Spielraum gegeben hat, über eine sich aufbauende Korrektur zu spekulieren. Ungarn und Polen hingegen haben beide eine relativ hohe Fremdwährungsverschuldung, sodass eine Abwertung nicht nur Inflation zur Folge hat, sondern auch die strukturellen Risiken des lokalen Bankensektors erhöht. Somit könnte eine Abwertung die polnische und ungarische Notenbank zunehmend zum Handeln zwingen, wie es auch in der Türkei der Fall war, die ebenfalls eine hohe Fremdwährungsverschuldung aufweist.

Um die Ansteckungsgefahr dieser Währungen zu beurteilen, wurde der gemeinsame Treiber der „fragile five“ mit den gemeinsamen Treibern von polnischen Zloty, Forint, Rubel und Krone verglichen. Der Fokus liegt auf den Wechselkursen zum Euro.

Auch die Gruppe der vier osteuropäischen Wechselkurse zeigt nur überschaubare Gemeinsamkeiten. Diese sind primär zwischen den Wechselkursen von Polen, Ungarn und Tschechien zu finden und weniger beim russischen Rubel. Gemeinsamkeiten mit der Gruppe der „fragile five“ sind ebenfalls begrenzt, auch wenn sie seit 2012 etwas zugenommen haben. Zudem ist der Einfluss der US-Notenbank weniger entscheidend als das gemeinsame Verhalten der „fragile five“. So lässt sich die Besorgnis über Ansteckungsgefahren für Osteuropa über andere Schwellenländer bestätigen. Dies gilt allerdings primär für den russischen Rubel. Die Ansteckungsgefahr für polnischen Zloty und ungarischen Forint ist eher überschaubar. Für die tschechische Krone scheint die geringste Ansteckungsgefahr zu bestehen.

**Fazit:** Die US-Notenbankpolitik verursacht einen gewissen Gleichlauf der Wechselkurse verschiedener Schwellenländer. Allerdings haben die „fragile five“, also Südafrika, Indien, Brasilien, Türkei und Indonesien auch sehr wohl eine gewisse Eigendynamik. Denn obwohl die Fed-Politik die Gemeinsamkeit dieser Währungen relativ gut erklärt, ist der Einfluss auf die einzelnen Wechselkurse überschaubar. Die deutlichen Wechselkurskorrekturen der fünf Länder sind daher immer noch als länderspezifisch einzuschätzen, auch wenn die tendenzielle Entwicklung durch die US-Notenbankpolitik bestimmt wird. Vor diesem Hintergrund sollten Verweise auf die „fragile five“ immer im Kontext der US-Notenbankpolitik gesehen werden.

Auf die Wechselkurse osteuropäischer Länder zum Euro hat die US-Notenbankpolitik nur einen begrenzten Einfluss. Entscheidender ist hier das generelle Sentiment gegenüber Schwellenländern. Dies betrifft allerdings vor allem den russischen Rubel, der eine hohe Affinität zur Entwicklung der „fragile five“ aufweist, vor allem seit 2012. **Wir erachten das Abwertungsrisiko des polnischen Zloty wie auch ungarischen Forint zum Euro wegen anhaltender Risiken in den Schwellenländern oder einer Wende in der US-Notenbankpolitik als eher überschaubar, im Fall der tschechischen Krone sogar als vernachlässigbar.** Tabelle 1 zeigt Prognosen ausgewählter osteuropäischer Währungen.

	3. Feb.	in 3M	in 6M	Ende 2014	Ende 2015
EUR/HUF	314	295	291	287	276
EUR/CZK	27,6	27,4	27,2	27,0	26,4
EUR/PLN	4,25	4,10	4,08	4,02	3,77

Quelle: Bloomberg; IKB

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

4. Februar 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