

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

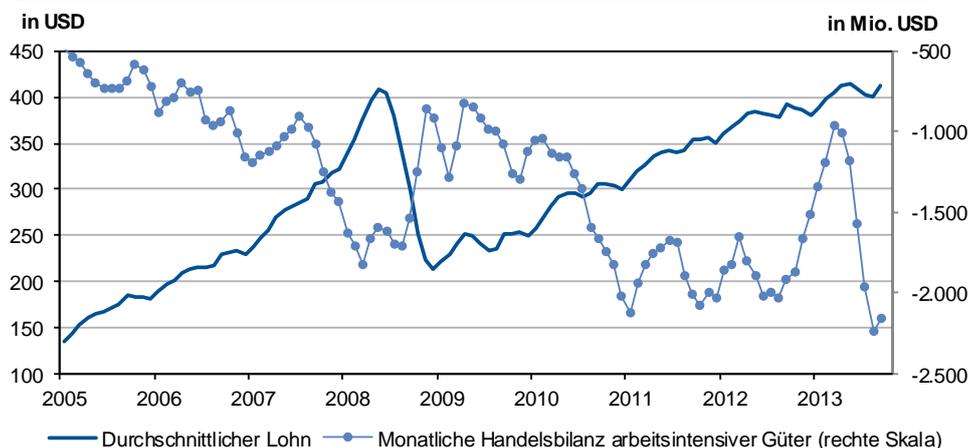
Oleksiy Artin
oleksiy.artin@ikb.de

Wechselkursbindungen sind für Schwellenländer keine Seltenheit. Durch die geringere Volatilität der Währung soll ein stabiles Investitionsumfeld geschaffen werden. In Ländern mit traditionell hoher Inflation dient ein solcher Anker auch dem Werterhalt der Währung und somit der Preisstabilität. Dies gilt vor allem für südamerikanische Länder, die ihre Währung oftmals an den US-Dollar gebunden haben. Entscheidend für den Erfolg ist allerdings, dass sich die Inflationsrate tatsächlich reduziert und sich dem Land angleicht, an das der Wechselkurs gebunden ist. Denn nur dann ist ein Wechselkurssystem nachhaltig bzw. sinnvoll. Denn ein fester Wechselkurs bedeutet, dass ein Land keine eigene Geldpolitik verfolgen kann, sondern die des anderen Landes übernimmt. Sind allerdings Inflationsrate oder Finanzierungsbedarf der Leistungsbilanz zu hoch, wird sich im System fester Wechselkurse Instabilität aufbauen. Durch den Versuch der Notenbank, eine Abwertung zu verhindern, um an ihrem gesetzten Kurs festzuhalten, enden solche Entwicklungen meistens doch in einer deutlichen Abwertung bzw. einer Währungskrise. Graduelle Preisanpassung wird dann durch abrupte Preiskorrektur ersetzt.

Nicht nur ein stabiler Wechselkurs sondern auch steigende Löhne sind für die allgemeine Wahrnehmung des wirtschaftspolitischen Erfolgs einer Regierung in den Schwellenländern oftmals entscheidend. Die Ukraine ist in dieser Hinsicht keine Ausnahme. Die Zentralbank verfolgt daher das Ziel, die heimische Währung zum US-Dollar stabil zu halten. Die Kaufkraft der Bevölkerung mag zwar durch ansteigende Mindestlöhne in Hrywnja und damit in US-Dollar angehoben werden, dies hat aber ein wachsendes Leistungsbilanzdefizit zur Folge. Denn bei einer relativ offenen Volkswirtschaft (Im- und Exporte machen über 80 % des BIP aus), führen preisliche Wettbewerbsverzerrungen aufgrund steigender Löhne zum Rückgang der Exporte und erhöhter Importnachfrage. Der sich aufbauende Druck offenbart sich somit weniger in der offiziellen Inflationsrate, als im Leistungsbilanzdefizit. Die gesellschaftlichen Strukturen der Ukraine und die Glaubwürdigkeit des Staates werden nach Jahren großer Korruption und sich ausweitender Ungleichheit vermehrt angezweifelt. Die erhöhte politische Unsicherheit und Finanzierungsengpässe des Staates setzten die Hrywnja zusätzlich unter Druck. Noch scheint sich die ukrainische Notenbank gegen eine solche Entwicklung zu stemmen. Jedoch scheint die wesentliche Wechselkurskorrektur bereits im Gange zu sein.

Zweifel an der Refinanzierungsfähigkeit des Staates infolge einer Eintrübung des makroökonomischen Ausblicks waren in der Ukraine bereits in 2008 zur Triebfeder der drastischen Wechselkursanpassung geworden. Damals stieg die Risikoprämie für die Ausfallversicherung der Ukraine rasant an, und die Notenbank versuchte durch Währungsverkäufe den Kurs der Hrywnja zu verteidigen. Erwartungsgemäß war diese Politik zum Scheitern verurteilt ([siehe auch IKB Kapitalmarkt-News vom 27. Januar 2014](#)), auch weil wegen knapper Fremdwährungsreserven die Notenbankpolitik von Anfang an als nicht haltbar und somit unglaubwürdig eingestuft wurde. Preise müssen sich anpassen können, um Ungleichgewichte zu adressieren. So musste die ukrainische Zentralbank die Wechselkursbindung aufgeben. Innerhalb weniger Monate wertete die Hrywnja um mehr als 50 % zum US-Dollar ab. Drei Jahre später setzte eine ähnliche Entwicklung in Weißrussland ein. Das Land musste ebenfalls seine Dollar-Bindung kurzfristig aufgeben – der Wert des weißrussischen Rubel halbierte sich.

Abb. 1: Nominaler Lohn* in US-Dollar und Handelsbilanz* arbeitsintensiver Güter



Quellen: UkrStat; Bloomberg; IKB

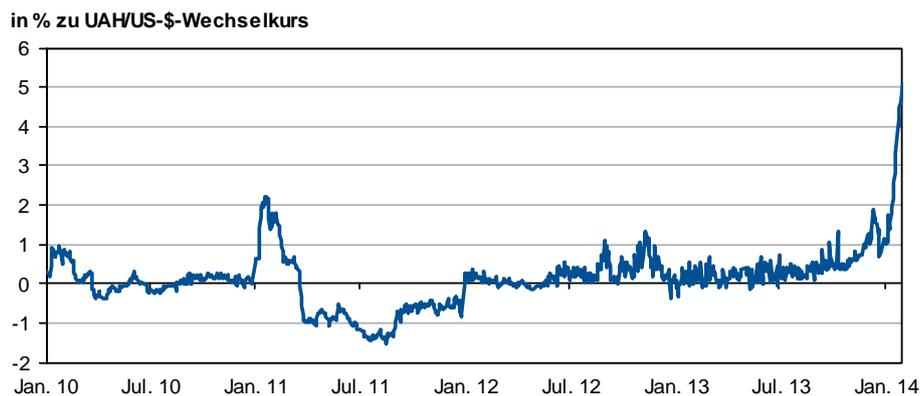
* Gleitende 3-Monats-Durchschnitte

Die Abwertung der ukrainischen Währung in 2008 hat die Arbeitskosten im internationalen Kontext deutlich reduziert. Diese Anpassung ging mit einem nennenswerten Anstieg des Exportvolumens einher. Allerdings wurde diese Abwertung nicht genutzt, um Wettbewerbsvorteile durch Reformen nachhaltig zu machen. Stattdessen sind seit der Abwertung in 2008 die nominalen Löhne durch den festen Wechselkurs in US-Dollar deutlich angestiegen und die Handelsbilanz, insbesondere für arbeitsintensive Güter, hat sich als Folge davon deutlich verschlechtert, wie Abbildung 1 veranschaulicht.

Auslöser einer Wechselkurskorrektur können unterschiedlicher Natur sein, dennoch bleibt sicher: Falsche Preise werden sich letztendlich anpassen. Aktuell gibt es viele fundamentale Gründe für eine Abwertung der Hrywnja. Neben den dargestellten Ungleichgewichten in der Wirtschaft führen auch die politischen Unruhen bzw. der Vertrauensverlust der Märkte zu steigendem Abwertungsdruck. Zudem scheint die Bevölkerung das Vertrauen in die heimische Währung mehr und mehr zu verlieren.

Die Bevölkerung der ehemaligen GUS-Staaten hat Phasen der Hyperinflation erlebt und neigt generell dazu, Ersparnisse – vor allem in Krisenzeiten – in Fremdwährung umzutauschen. Dass sich die Situation aktuell zuspitzt, ist daran zu erkennen, dass die ukrainische Bevölkerung zunehmend bereit ist, ihre Hrywnja zu einem deutlich schlechteren Wechselkurs als dem offiziellen US-Dollar-Wechselkurs zu tauschen. Abbildung 2 zeigt den Aufschlag zum Interbankenmarkt-Kurs, den Privatpersonen zu zahlen bereit sind, um die heimische Währung in Dollar umtauschen zu können. Die staatlich kontrollierten Banken haben anscheinend versucht, den Auenwert der Hrywnja durch Wahrungsverkaufe zu stützen, mit mäßigem Erfolg. Gestern wurde von der Notenbank eine Beschränkung für Devisenkäufe von Geschäftsbanken eingeführt – eine weiteres klares Zeichen von aufbauendem Abwertungsdruck.

Abb. 2: Kursaufschlag bei Bartausch gegenüber Interbankenmarkt



Quelle: CBU, IKB

Fazit: Werden keine Rahmenbedingungen für steigende Produktivität bzw. Produktion geschaffen, kann der Schein steigenden Wohlstands durch Gelddrucken, Anhebung des Mindestlohns und Wechselkursbindung nur temporär aufrechterhalten werden. Diese Erfahrung machte die Ukraine bereits 2008, was zur Abwertung ihrer Währung führte. Eine erneute deutliche Abwertung der Hrywnja ist nicht nur wegen der aktuellen innenpolitischen Unruhen wahrscheinlich, sondern auch wegen eskalierender volkswirtschaftlicher Ungleichgewichte sowie einer Bevölkerung, die zunehmend das Vertrauen in die heimische Währung verliert.

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

7. 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