

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de
Oleksiy Artin
oleksiy.artin@ikb.de

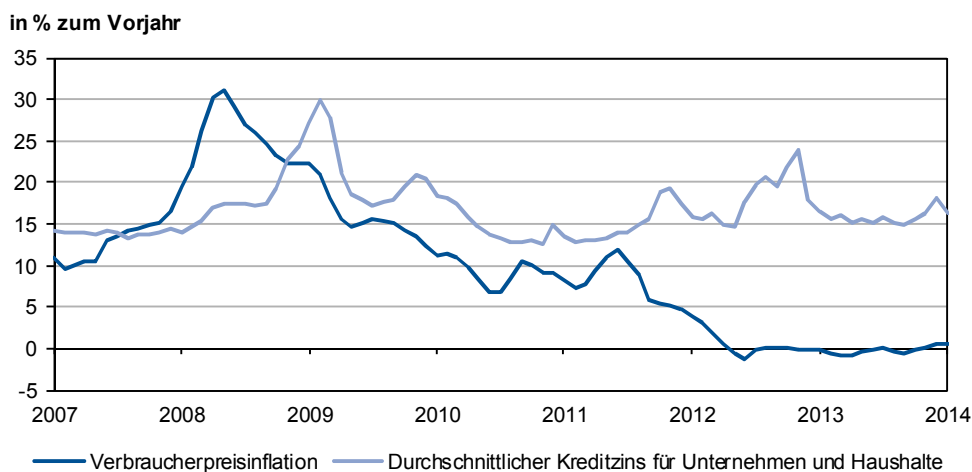
Die Entwicklungen in Russland bzw. der Ukraine haben in den letzten Tagen für Turbulenzen auf den Finanzmärkten gesorgt: Erst verloren die Börsen deutlich, dann starteten sie eine Aufholjagd. Der russische Rubel hingegen kennt nur eine Richtung und hat neue Rekordtiefs erreicht. Die politischen Spannungen mit der Ukraine und die Aussicht wirtschaftlicher Sanktionen des Westens gegen Russland lasten stark auf dem Außenwert des Rubel. Der momentane Abwertungsdruck und eine Teuerungsrate, die seit mehreren Monaten über der Obergrenze des Inflationsziels verharrt, haben die russische Notenbank zu einer Anhebung des Leitzinses um 150 Basispunkte bewegt. Ein Schritt, dessen Einfluss auf den Rubel angesichts der politischen wie auch realwirtschaftlichen Entwicklungen in Frage gestellt werden kann.

Doch nicht nur der Rubel, auch andere osteuropäische Währungen erfuhren bzw. erfahren deutliche Korrekturen. Insbesondere die Währungen der Länder, die einen stabilen Wechselkurs verfolgen und mit Russland wirtschaftlich eng verbunden sind, stehen unter Druck. Nach der Unabhängigkeit standen die GUS-Staaten ähnlichen wirtschaftlichen Herausforderungen gegenüber. Da die Volatilität des Wechselkurses die Risikoprämien nach oben getrieben hatte, wurden damals die Wechselkurse innerhalb von „Zielkorridoren“ gehalten, um Investitionen und Wachstum zu fördern. In einem hyperinflationären Umfeld kann zudem generell die Wertstabilität einer Währung kaum ohne eine fest verankerte Erwartung über ihren Außenwert gewährleistet werden. All dies sind die klassischen Argumente für ein festes Wechselkursregime. Und obwohl diese anfangs in der Regel sicherlich Zustimmung finden, ist das so lange Festhalten an einem festen Wechselkursniveau oftmals wegen steigender Ungleichgewichte und Verzerrungen letztendlich die Ursache für eine deutliche Korrektur der Währung.

Versuche von Regierungen, den Wechselkurs zu stützen, sind oftmals klare Anzeichen einer bevorstehenden Korrektur. Erste Abwertungstendenzen werden häufig ignoriert, gefolgt von Regulierungsmaßnahmen, um dem sich aufbauenden Druck entgegenzuwirken. So wurden im Fall der Ukraine im November 2012 die Exporteure wieder dazu verpflichtet, die Hälfte ihrer Fremdwährungsumsätze zu einem vorgegebenen Wechselkurs mit der Zentralbank zu tauschen. Im Januar 2014 wurde eine Beschränkung für den Kauf ausländischer Devisen auf dem Interbankenmarkt eingeführt.

Ein weiteres Anzeichen für eine unausweichliche Korrektur sind deutlich zu hohe reale Zinsen, welche oftmals zur Stützung der Währung benötigt werden, ohne jedoch die lokalen wirtschaftlichen Umstände oder Implikationen zu berücksichtigen. So lag in der Ukraine die tatsächliche Inflationsrate in den letzten zwei Jahren um oder sogar unter der Nullmarke. Die nominalen langfristigen Kreditzinsen für Unternehmen lagen jedoch 2012 und 2013 knapp unterhalb von 20 %, was die Realwirtschaft spürbar belastet hat (Industrieproduktion ging 2013 um 5 % zurück). In einer so offenen Wirtschaft wie die der Ukraine hätte die Zentralbank mit einer Abwertung der Währung den deflationären Tendenzen rechtzeitig entgegenwirken können.

Abb. 1: Inflationsrate und durchschnittlicher nominaler Zins für Bankkredite in der Ukraine



Quellen: Bloomberg; Ukrainische Nationalbank

Russland lässt den Rubel gegenüber einem Währungskorb aus US-Dollar und Euro innerhalb eines definierten Korridors schwanken. Abgesehen von der dramatischen Abwertung des Rubel 1998 sowie der signifikanten Kurskorrektur 2008 konnte die russische Notenbank bis vor Kurzem abrupte Kursanpassungen vermeiden. Seit 2008 hält die Notenbank an einer graduellen Flexibilisierung der Wechselkursbildung fest. Bis dato war es ihr gelungen, plausible Mechanismen zur Festlegung von Kursober- und Untergrenzen und zur Bestimmung der Interventionsvolumen zu etablieren. Eine wichtige Rolle spielten dabei sicherlich die soliden Staatsfinanzen und die Leistungsbilanzüberschüsse Russlands, die einen Anstieg der Währungsreserven ermöglichten und der Währungspolitik Glaubwürdigkeit verliehen. Andere GUS-Staaten betrieben dagegen jahrelang eine Wechselkursbindung ohne transparente Mechanismen, welche die Anpassung des Außenwerts der Währung an fundamentale wirtschaftliche Entwicklungen ermöglicht hätten.

Die Notenbank von Kasachstan hat zum Beispiel bereits 2011 eine flexible Wechselkurspolitik als mittelfristiges Ziel verkündet, jedoch keine konsequenten Übergangsmaßnahmen eingeleitet. Noch vor einigen Monaten behauptete der damalige Präsident der kasachischen Notenbank, dass keine fundamentalen Gründe für die Abwertung der heimischen Währung vorhanden wären. Die Abwertungserwartungen haben sich jedoch in einer erhöhten Volatilität manifestiert, verstärkt durch fallende Währungsreserven und aufkommende Zweifel an der Fähigkeit der Notenbank, das Wechselkursziel zu verteidigen. So wurde im Februar in einer Mitteilung die Aufgabe der Wechselkursbindung zum US-Dollar bekanntgegeben. Der neue Kurs der kasachischen Notenbank entspräche einer fast 20-prozentigen Abwertung.

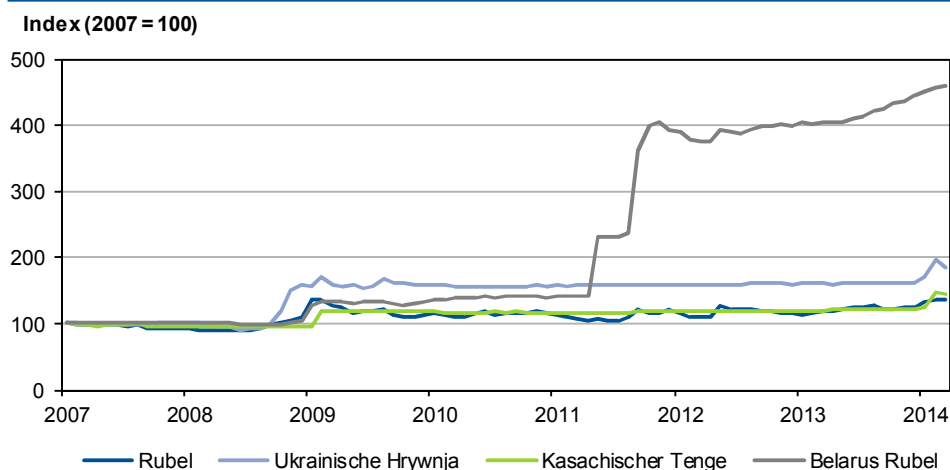
Tabelle 1: Ausgewählte volkswirtschaftliche Indikatoren

	Russland	Ukraine	Kasachstan	Weißrussland
	2010-2013	2010-2013	2010-2013	2010-2013
Inflationsrate, in % zum Vorjahr	6,8	4,4	6,6	39,2
Leistungsbilanzsaldo, in % des BIP	4,0	-6,0	3,9	-1,8
Fremdwährungsverschuldung des Privatsektors, in %	15,2	40,6	36,4	k.A.
Deckungsgrad Währungsreserven, in Monaten der Importe	15,2	3,9	6,2	1,2
Offenheitsgrad: (Exporte + Importe)/BIP, in %	51,9	107,2	74,5	142,3
Exporte in andere GUS-Länder, in % der gesamten Exporte	13,0	36,7	13,8	51,5

Quellen: IWF; Bloomberg; EIU; nationale Notenbanken; IKB

Russland, Ukraine, Weißrussland und Kasachstan machen 92 % des BIP der Gemeinschaft unabhängiger Staaten aus und sind wirtschaftlich eng vernetzt, wobei Russland wegen seiner relativen wirtschaftlichen Stärke sicherlich die bestimmende Größe darstellt. Die Abwertung des russischen Rubel erhöht somit den Abwertungsdruck der anderen Länder, insbesondere weil sie ein festes Wechselkursregime primär zum US-Dollar verfolgen. **Die aktuelle Rubelabwertung erhöht den Druck auf die Notenbanken anderer GUS-Länder, ihre Währungspolitik angesichts intensiver Handelsbeziehungen mit Russland zu flexibilisieren. Die innenpolitischen Unsicherheiten lasten zudem auf dem Rubel und somit den Währungen anderer GUS-Länder.**

Abb. 2: Entwicklung der Wechselkurse zum US-Dollar



Quelle: Bloomberg

Fazit: Die Rubel-Abwertung zwingt Länder wie die Ukraine und Weißrussland angesichts ihrer intensiven Handelsbeziehungen mit Russland zur längst überfälligen Wechselkurskorrektur bzw. zur weiteren Flexibilisierung ihrer Wechselkurspolitik. Allerdings setzt der nun eingeleitete Übergang zur flexiblen Wechselkursbildung und Inflationszielsetzung eine glaubwürdige Staatsfinanzierung und eine unabhängige Notenbank voraus. Da diese Voraussetzungen nur zum Teil in den GUS-Ländern erfüllt sind, ist der Übergang zu einem flexibleren Wechselkursregime mit erhöhter Volatilität der Währungskurse und der Gefahr steigender Inflationsraten verbunden. Deswegen sieht die IKB selbst bei einer Beruhigung der politischen Situation sowie im Falle eines sich stabilisierenden russischen Rubels ein anhaltendes Korrekturrisiko für wichtige Währungen der GUS-Staaten. Offizielle Ankündigungen neuer Wechselkursniveaus oder neuer Bandbreiten sind deshalb mit Vorsicht zu genießen. Prognosen und insbesondere Risikoeinschätzungen sollten auf wirtschaftlich fundierten Wechselkursniveaus basieren, die Inflation, Wettbewerbsfähigkeit, Zinsniveau und Wachstumsaussichten einbeziehen, aber vor allem auch die politische Stabilität.

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. März 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