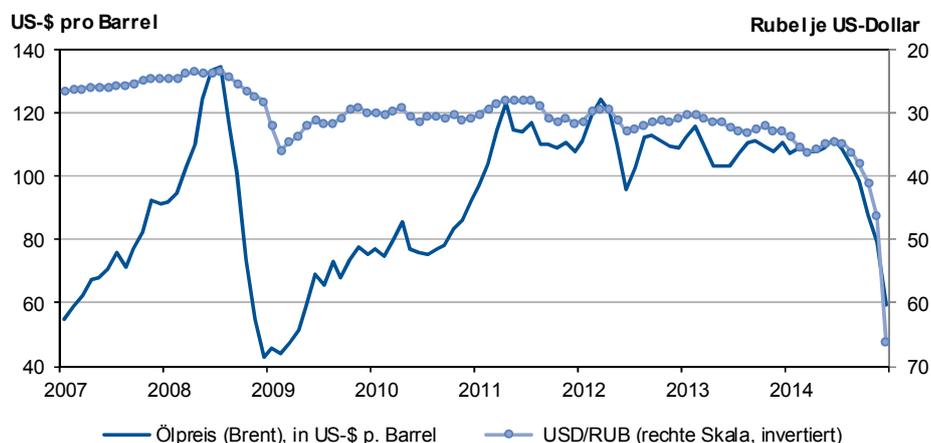


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Alle Jahre wieder: Das passt nicht nur zur weihnachtlichen Stimmung, sondern auch zur aktuellen Entwicklung der Wechselkursmärkte. Denn was sich momentan abspielt, ist schon oftmals zu beobachten gewesen: Die tendenzielle Abwertung von Währungen eskaliert zunehmend bis hin zu einem „Blow-off“ – das klassische Bild einer Überreaktion. Ursache sind fundamentale Entwicklungen, die durch einen Zünder eskalieren und einseitige Markterwartungen und somit Verwerfungen mit sich bringen. Das zeigt sich nicht nur beim aktuellen Rubel-Kurs oder bei der norwegischen Krone, sondern ist eine immer wiederkehrende Entwicklung insbesondere in Schwellenländern. So gab es ähnliche Verwerfungen jüngst im Fall der türkischen Lira oder bei den Währungen der sogenannten „Fragile 5“ und bei verschiedenen asiatischen Währungen, im Jahr 1997 bei vielen südamerikanischen Währungen, im Jahr 1998 beim Rubel und in 2001 beim südafrikanischen Rand. Alle diese Länder benötigten aufgrund sich verschlechternder wirtschaftlicher Rahmenbedingungen eine Abwertung ihrer Währung. Doch Wechselkursmärkte korrigieren nicht geregelt, sondern sind bekannt für deutliche Übertreibungen.

Abb. 1: Entwicklung des Ölpreises und des US-Dollar in Rubel



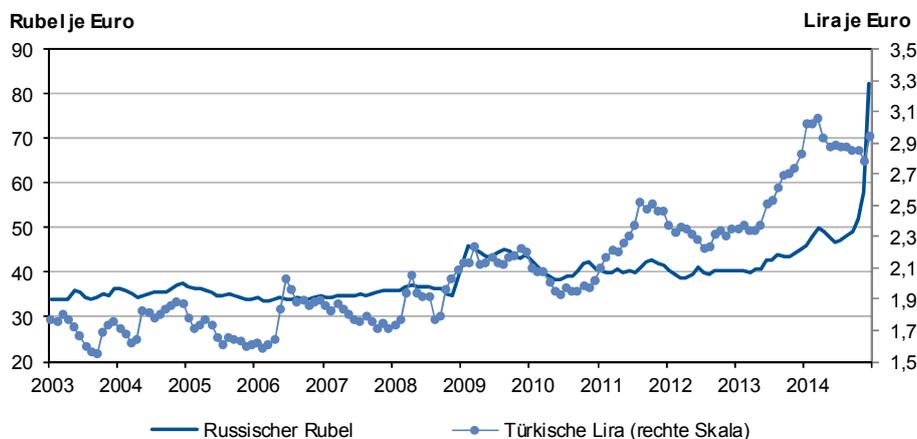
Quellen: Bloomberg; IKB

Im Fall Russlands führen geopolitische Unsicherheiten nun schon länger zur tendenziellen Abwertung des Rubels, obwohl Russland einen Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaftet. Der Anstoß zur Eskalation ist in diesem Fall der fallende Ölpreis. Die türkische Lira geriet durch die Besorgnis über das Leistungsbilanzdefizit und seine Finanzierung durch Portfoliokapital unter Druck. Der Zünder waren eskalierende innenpolitische Unruhen sowie steigende US-Langfristzinsen in 2013.

Gerät eine Währung in den Sog einer eskalierenden Abwertung, gibt es relativ wenig, was die Notenbank tun kann. Unter normalen Umständen können Zinsanhebungen bzw. der Verkauf von Devisenreserven die Währung stützen. Doch eskaliert die Abwertung, da die Markterwartungen nur noch in eine Richtung gehen, helfen diese Maßnahmen nicht. Devisenreserven sind begrenzt und Zinsanhebungen belasten die Realwirtschaft. Deshalb ist schnell zu erkennen, dass solch eine Politik nicht nachhaltig ist und die Währung nur künstlich stärkt. Das provoziert Gegendruck. Auch Großbritannien musste Anfang der 90er-Jahre diese Erfahrung machen. Notenbankintervention und Zinsanhebungen können sogar kurzfristig die Situation verschlimmern, da sich die Einschätzung eines nicht haltbaren Wechselkursniveaus noch verstärkt.

Die Währungshüter Russlands ließen bisher den Rubel gegenüber einem Währungskorb aus US-Dollar (55 %) und Euro (45 %) innerhalb eines definierten Korridors schwanken. Die aktuelle Lage der russischen Politik ebenso wie der Ölpreis benötigen allerdings einen neuen Korridor, da sich das grundsätzliche Bild der russischen Wirtschaft geändert hat. Im August 2014 verzichtete die Notenbank auf ein diskretionäres Eingreifen. Im Oktober erweiterte sie erst die Grenzen des Währungskorbkorridors, anschließend hob sie die herrschenden Automatismen vollständig auf. Die russische Notenbank hatte eingesehen, dass sich der Rubel dem Abwertungssog nicht durch Interventionen entziehen kann. Allerdings wurde der Leitzins mehrmals angehoben, zuletzt um beachtliche 6,5 Prozentpunkte auf 17 %. Wie zu erwarten war, blieb der Erfolg dieser Maßnahme aus.

Abb. 2: Wechselkursentwicklung von Rubel und Lira



Quellen: Bloomberg; IKB

Erfährt eine Währung eine spürbare Abwertung, ist die beste Politik, nicht einzugreifen, um einen deutlichen „Blow-off“ zuzulassen. Der Preis muss sich anpassen, um Angebot und Nachfrage auszugleichen, was eine deutlich übertriebene Abwertung notwendig machen kann, bevor sich der Markt stabilisiert. Dies gilt insbesondere dann, wenn Erwartungen einseitig und gefestigt sind. Doch an irgendeinem Punkt wird der Preis den Markt räumen. In einer Phase eskalierender Abwertung entsteht ein positives Feedback zwischen einseitigen Erwartungen und Abwertung der Währung. Weder Zinsanhebungen noch Devisenmarktinterventionen werden diese Spirale effektiv verhindern. Außerdem wird ein Zinsanstieg das grundsätzliche Problem nicht lösen (Ölpreisverfall im Fall Russlands), sodass die Währung früher oder später abwerten muss, damit der Preis die neue Realität widerspiegelt. Dies lässt sich in Abbildung 2 anhand der türkischen Lira erkennen. Zwar hat sich die Währung seit ihrer eskalierenden Abwertung wieder gefangen, von Vorkrisenniveau kann allerdings nicht die Rede sein, auch wegen einer durch die Abwertung verursachten höheren Inflationsrate.

Die russischen Realitäten sind allerdings nicht so negativ, wie sie oftmals dargestellt werden, zumindest was Auslands- und Staatsverschuldung angeht. Die gesamte Auslandsverschuldung ist zwar in Relation zu den Devisenreserven doppelt so hoch. Doch die Schulden werden nicht an einem Tag fällig. Laut aktueller Daten sind fast 90 % der Auslandsverschuldung langfristig. Ihr größter Anteil stammt vom Privatsektor. Die Auslandsverschuldung des Staates ist zu vernachlässigen. Zwar werden rund 40 % der russischen Staatsverschuldung von ausländischen Investoren gehalten (Tendenz fallend). Allerdings ist die Hälfte davon in Rubel denominiert. Die Fremdwährungsverschuldung des Staates liegt somit bei rund 20 % der Staatsverschuldung (Tendenz steigend wegen der Rubel-Abwertung). Die russische Staatsverschuldung beträgt allerdings aktuell nur rund 14 % des BIP, sodass genug Spielraum besteht, Wechselkursverluste des Privatsektors aufzufangen (zum Beispiel indem die offiziellen Devisenreserven zu einem besseren Kurs an russische Unternehmen verkauft werden). Russland befindet sich somit in keiner Liquiditätskrise, was Fremdwährungen angeht. Auch ist bei der niedrigen Schuldenquote des Staates die Bedeutung von niedrigeren Öleinnahmen (in US-Dollar) für das Haushaltsdefizit zu relativieren.

Russland steht für rund 12,9 % der globalen Ölproduktion und ist einer der größten Exporteure mit nahezu 10,4 Mio. Barrel pro Tag. Das Land weist weltweit die größten Erdgasreserven auf und sorgt für 20 % der weltweiten Gasförderung. Die Break-Even-Kosten für die Ölproduktion sind in Russland relativ niedrig (ca. 30 US-Dollar pro Barrel) und liegen damit deutlich unter denen der US-Schieferöl-Industrie (um die 60 US-Dollar pro Barrel). Allerdings besitzt der Energiesektor eine zentrale ökonomische Bedeutung für die Russische Föderation. Er sorgt für ein Viertel der Bruttowertschöpfung und trägt damit etwa die Hälfte zur gesamten Industrieproduktion des Landes bei.

Fazit: Wie viele Wechselkurse vor ihm, befindet sich der Wechselkurs des russischen Rubels nach einer längeren Phase der tendenziellen Schwäche in einem eskalierenden Abwertungssog. Selbsterfüllende Prophezeiungen haben zu einer Zuspitzung geführt, sodass mit einem „Blow-off“ zu rechnen war, der durch verzweifelnde Zinsanhebungen der Notenbank noch weiter verstärkt wurde. Da sich angesichts der geopolitischen Entwicklungen die wirtschaftlichen Aussichten Russlands verschlechtert haben, ist kurzfristig nicht mit einer Wende beim Wechselkurs des Rubels zu rechnen. Dies gilt insbesondere auch deshalb, weil sich möglicherweise der Ölpreis, der sich ebenfalls in einer Phase der Übertreibung nach unten befindet, erst mittelfristig erholen sollte. Dennoch könnte der vorgestrige Absturz die Grundlage für eine Stabilisierung der russischen Währung sein, da sich durch deutliche Wechselkurskorrekturen ausgeglichene Erwartungen entwickeln können.

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-Bötzkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

18. Dezember 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