



21. April 2005

Nr. 319

Aktuelle Themen

Ukraine: Der weite Weg nach Westen

- Mit der „Revolution in Orange“ ist die Ukraine auf die europäische Landkarte zurückgekehrt. Auch die ökonomischen Entwicklungsperspektiven des Landes haben sich deutlich verbessert. Die vorliegende Studie versucht, die wirtschaftlichen Perspektiven der Ukraine nach dem politischen Neuanfang zu bestimmen und Szenarien für die mittelfristigen Wachstumsaussichten der Volkswirtschaft zu zeichnen.
- Die Ukraine verfügt mit ihren 50 Millionen Einwohnern über ein beachtliches wirtschaftliches Potenzial. Das mittelfristige Wachstum der Ukraine könnte mehr als 5% p.a. erreichen, wenn sich das Investitionsumfeld merklich verbessert. Ob die Ukraine dieses Wachstumspotenzial ausschöpfen kann, wird in erster Linie davon abhängen, ob es gelingt die Wirtschaft zu diversifizieren, die Investitionsquote zu steigern und institutionelle Reformen voranzutreiben.
- Das Reformfenster ist weit offen. Robustes Wachstum und die hohe Popularität des Präsidenten und der Premierministerin bieten ein günstiges Umfeld für weitreichende Strukturreformen. Aber die Erwartungen der Bevölkerungen sind ebenso hoch. In den kommenden Monaten muss eine kritische Masse an Reformen in Gang gesetzt werden. Vor allem bei der Qualität des Rechtssystems und der öffentlichen Verwaltung hat die Ukraine erheblichen Aufholbedarf.
- Die Regierung in Kiew ist sich der vielfältigen politischen und ökonomischen Hindernisse bewusst, die raschen Erfolge entgegenstehen. Im Innern muss sie vorsichtig, konsensorientiert und pragmatisch die divergierenden Interessen der West- und Ostukraine sowie der einflussreichen „Clans“ ausbalancieren. Auch die engen wirtschaftlichen, politischen und kulturellen Bindungen des Landes an den russischen Nachbarn müssen berücksichtigt werden.
- Die neue politische Führung plant, den ökonomischen Reformprozess langfristig an die Vorbereitungen auf einen möglichen EU-Beitritt zu knüpfen. Ein externer Anker für die Reformpolitik – die Perspektive eines EU-Beitritts – würde die Erfolgchancen der Reformpolitik entscheidend erhöhen. Die Transformationskraft der EU ist eine der wichtigsten Lektionen aus den letzten fünfzehn Jahren Transformation in Osteuropa. Auch die Stabilisierung des Investorenvertrauens und der Zufluss von ausländischen Direktinvestitionen werden maßgeblich von der Reaktion der EU auf den politischen Neuanfang in Kiew abhängen.
- Aber die EU hat sich noch nicht entschieden, ob sie bereit ist, den Beitritt des Landes unter Umständen auch gegen russische Bedenken zu unterstützen und die Ukraine nach Europa zu holen. Diese politische Grundsatzentscheidung, die die geopolitische Landkarte Europas nochmals nachdrücklich verändern würde, steht noch aus. Die Erwartungen, die an die Juschtschenko-Präsidentschaft geknüpft werden, müssen realistisch bleiben. Der Weg der Ukraine nach Westen ist weit – aber er ist wieder offen.

Autor: Moritz Schularick, +49 69 910-31746 (moritz.schularick@db.com)



Editor

Maria L. Lanzeni
+49 69 910-31723
maria-laura.lanzeni@db.com

Publikationsassistentz

Bettina Giesel
+49 69 910-31745
bettina.giesel@db.com

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management
Norbert Walter

Mit der „Revolution in Orange“ ist die Ukraine auf die europäische Landkarte zurückgekehrt. In Kiew herrscht bereits heute die Überzeugung, dass die politische und wirtschaftliche Zukunft des Landes im Westen, in Europa, liegt – und nicht bei Russland oder im Niemandsland zwischen Russland und der EU. Der beeindruckende wirtschaftliche Erfolg der westlichen Nachbarländer der Ukraine, die im letzten Jahr der EU beigetreten sind, aber auch die Ausrichtung der russischen Politik, haben als Katalysatoren für die Richtungsentscheidung gewirkt, die in der „Revolution in Orange“ im Dezember 2004 ihren Ausdruck fand.

In den Jahren zuvor drohte das 50 Millionen-Land in ökonomischer Stagnation und politischer Isolation zu erstarren. Wirtschaftliche Reformen kamen – wenn überhaupt – nur langsam voran. Die ukrainischen Bemühungen um eine Annäherung an westeuropäische Institutionen blieben in der Regel vage Absichtserklärungen. Statt der Europäischen Union war es Russland, das eine aktive Erweiterungspolitik verfolgte, die zur Gründung eines „Einheitlichen Wirtschaftsraumes“ um Russland, die Ukraine, Weißrussland und Kasachstan führen sollte. Aber nach ihrem Sieg in der „Revolution in Orange“ hat die neue Führung in Kiew diese Pläne auf Eis gelegt und beabsichtigt, ihre Wirtschaftspolitik auf Brüssel und den Westen ausrichten.

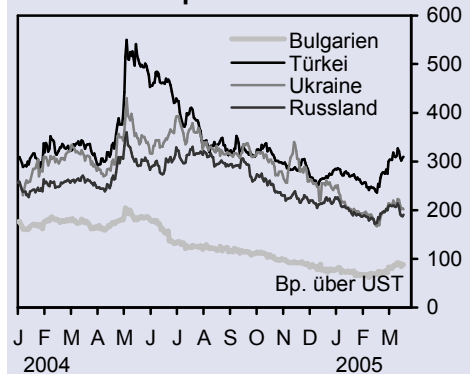
Finanzmärkte blicken in die Zukunft und reagieren sensibel auf verbesserte Entwicklungsperspektiven einer Volkswirtschaft. Im Spiegel der Kursgewinne ukrainischer Finanztitel in den letzten Monaten kann es keine Zweifel geben, dass seit der „Revolution in Orange“ eine positive ökonomische Entwicklung in der Ukraine wieder für möglich gehalten wird: Ukrainische Eurobonds werden mittlerweile auf dem gleichen Preisniveau wie russische Anleihen gehandelt und werden als deutlich weniger riskant als die des Beitrittskandidaten Türkei angesehen.

Manche Beobachter sehen schon heute in der Ukraine – nach chinesischem Vorbild – den künftigen Outsourcing-Standort an Europas Ostgrenzen. Mit Lohnkosten, die zur Zeit bei weniger als 10% des EU-Durchschnitts liegen, könnte die Ukraine zu einem attraktiven Produktionsstandort für die europäische Industrie werden, falls es gelingt die Rahmenbedingungen auf marktwirtschaftliche Standards zu bringen und das Investorenvertrauen zu stabilisieren. Aber noch steht eine Reihe von Fragezeichen hinter solchen optimistischen Szenarien. Oft wird darauf verwiesen, dass die Nachhaltigkeit der Entwicklung trotz der Errungenschaften der letzten Monate noch nicht gesichert sei. Vielmehr befinde sich das Land – in den Worten von Michael Emerson – „zwischen dem Elefanten und dem Bären“.¹

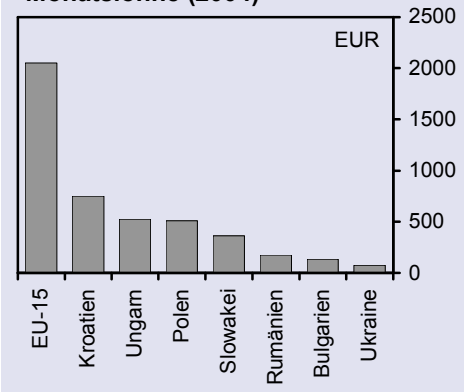
Die schwere Erbschaft einer halben Transformation

Die Ukraine startete nach der Unabhängigkeit im Jahr 1991 mit großen Hoffnungen in den Transformationsprozess. Die Anfangsbedingungen waren nach Einschätzung vieler Beobachter vorteilhaft – zumindest im Vergleich mit den anderen Sowjetrepubliken: Eine gut ausgebildete Bevölkerung und die höchste Dichte von Ingenieuren in der ganzen Sowjetunion sprachen für ein beachtliches technologisches Potenzial der Volkswirtschaft. Noch heute ist Pivdenmask in Dnepopetrowsk die größte Raketenfabrik der Welt. Zudem verfügt die Ukraine über fruchtbare Schwarzerdeböden als optimale Grundlage für eine moderne Landwirtschaft. Ihre geographische Position zwischen Russland und dem Westen macht sie für Handel und Transit interessant.

Länderrisikoprämien



Monatslöhne (2004)



¹ Erwähnt in Oleksandr Tschaly (2005), „Zwischen Bär und Elefant – Optionen der Ukraine nach den Wahlen“. Internationale Politik. Januar 2005.



Die Ukraine ist ein Musterbeispiel dafür, dass die Politik ein zentraler unabhängiger Faktor im Transformationsprozess ist. Eine lange Reihe politischer Fehl- und Nichtentscheidungen hat das Land ökonomisch um gut ein Jahrzehnt zurückgeworfen. Insbesondere der Privatisierungsprozess hat – wie in Russland auch – nicht die positiven Wettbewerbswirkungen gehabt, die man sich versprochen hatte. Insider-Geschäfte und die „latente Privatisierung“, bei der Zahlungstitel gegen vermeintlich insolvente staatliche Unternehmen zur Übertragung von Unternehmensanteilen genutzt wurden, waren an der Tagesordnung. Noch vor wenigen Monaten konnte es geschehen, dass das größte Stahlunternehmen des Landes, Krivoriizhstal, für rund die Hälfte des geschätzten Wertes und unter Umgehung weit höherer Angebote von ausländischen Investoren an den Schwiegersohn des damaligen Präsidenten verkauft wurde. Schätzungen zufolge, deren Verlässlichkeit schwer zu beurteilen ist, wird heute etwa die Hälfte der ukrainischen Wirtschaft von wenigen industriellen Gruppen („Clans“) kontrolliert.

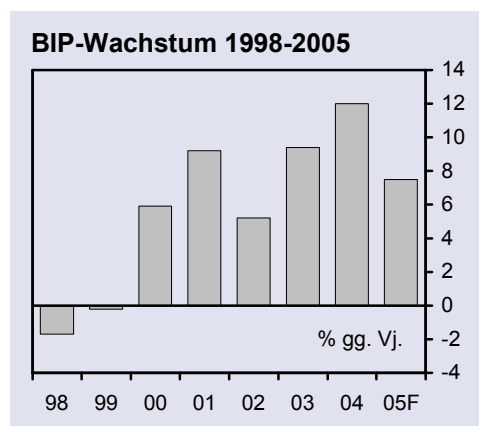
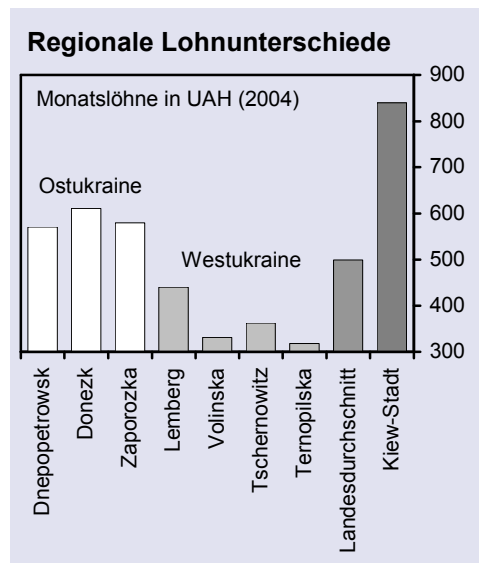
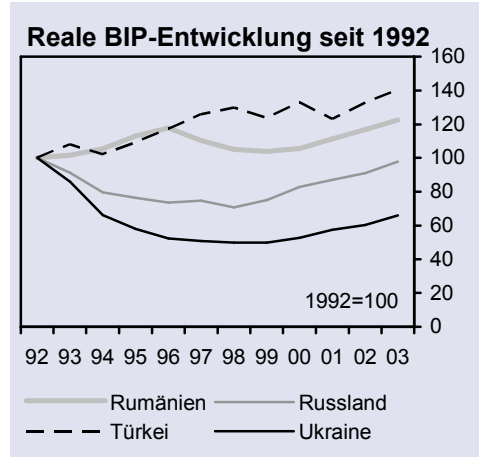
Die Entwicklung des ukrainischen Bruttoinlandsproduktes (BIP) spiegelt die politischen Versäumnisse der Transformation wider: Nach dem starken Einbruch des BIP in den Anfangsjahren, der ein verbreitetes Phänomen in den osteuropäischen Transformationsländern war, hat das ukrainische BIP das Niveau von 1990 auch im Jahr 2004 noch nicht wieder erreicht. Die wichtigste Ursache ist, dass neu gegründete Unternehmen, die in den mitteleuropäischen EU-Beitrittsländern das realwirtschaftliche Wachstum nach 1990 getragen haben, in der Ukraine noch nicht in ausreichendem Maße an die Stelle der alten industriellen Großkombinate getreten sind.

Die Ukraine ist aufgrund der unvollständigen Transformation nicht nur politisch, sondern auch wirtschaftlich zweigeteilt ist – gleichsam mit umgekehrten Vorzeichen: Da sich die industriellen Großunternehmen in der russisch geprägten Ostukraine befinden, erwirtschaftet der Osten weiter den Großteil des Nationaleinkommens. Die europäisch orientierte Westukraine hingegen hat aufgrund der bisher wenig attraktiven Rahmenbedingungen kaum neue Investitionen anziehen können und ist deutlich ärmer als der Osten. Das auffällige Lohngefälle zwischen Ost- und Westukraine unterscheidet das Land von den mitteleuropäischen Ländern, in denen die Löhne in den Regionen am höchsten sind, die der EU am nächsten liegen.

Der orangefarbene Boom

Trotz der vielfältigen Strukturprobleme hat sich die ukrainische Wirtschaft in den letzten fünf Jahren auffallend positiv entwickelt. Das realwirtschaftliche Wachstum erreichte im letzten Jahr mit rund 12% gg. Vj. die höchste Zuwachsrate aller europäischen Länder. Die Wirtschaft dürfte auch in diesem Jahr wieder mit einer Rate von rund 7% expandieren. Im Durchschnitt der letzten fünf Jahre lag die Wachstumsrate der Ukraine bei respektablem 7–8% p.a., die sich als Kombination aus drei Faktoren erklären lässt:

- Die starke reale Abwertung der Hryvnia im Zuge der Finanzkrise und der Dollarschwäche seit 2002 hat einen Produktionsboom der heimischen Industrie ausgelöst. Importe wurden substituiert, ukrainische Exporte auf ausländischen Märkten um ein Vielfaches wettbewerbsfähiger. Dank des stark unterbewerteten Wechselkurses wird ein Leistungsbilanzüberschuss von mehr als 5% des BIP erwirtschaftet und die Zuwachsraten der ukrainischen Exporte sind beeindruckend. Durch die massiven Außenhandelsüberschüsse wachsen die Devisenreserven der Zentralbank – nach einem vorübergehenden Rückgang während der politischen Krise im Dezember – inzwischen wieder rasch an.



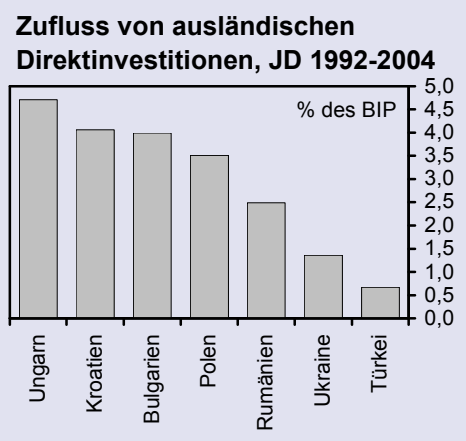
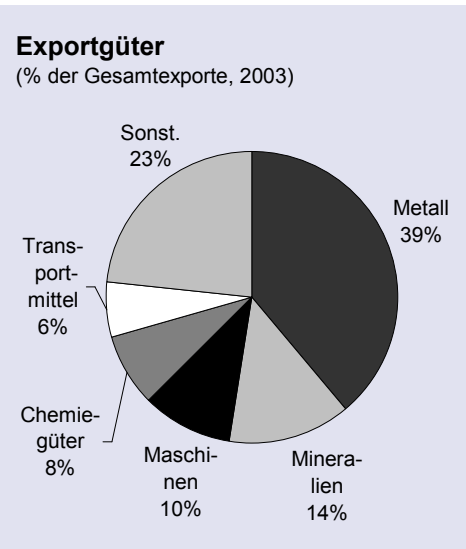
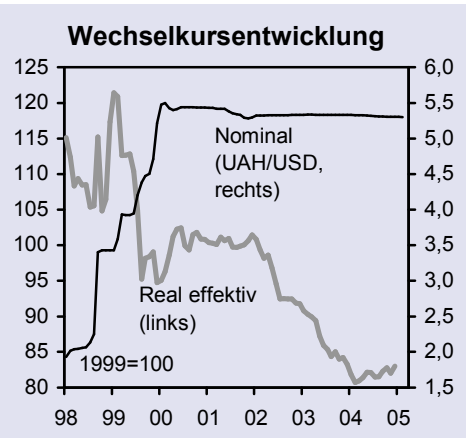
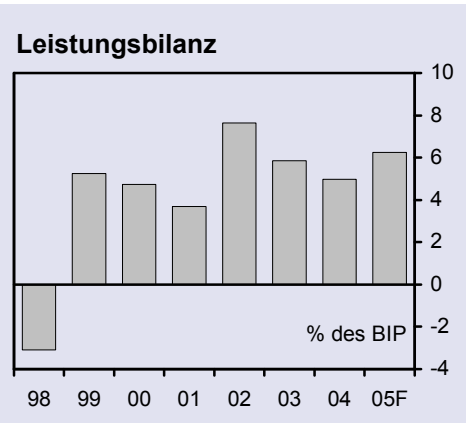
- Die Weltmarktpreise für ukrainische Exporte, vor allem von Stahl und Stahlprodukten, die rund 40% der ukrainischen Gesamtexporte ausmachen, sind stark gestiegen. Die Terms of Trade haben sich daher deutlich zugunsten des Landes entwickelt. Der neue Reichtum der Ukraine hat wie in Russland auch seinen Weg in die Binnenwirtschaft gefunden und in einigen Regionen einen beachtlichen Aufschwung der Investitionstätigkeit, vor allem im Bausektor, ausgelöst. Durch die Einnahmen aus dem Transit von Erdöl und Erdgas aus Russland verfügt die Ukraine zudem über eine automatische Absicherung gegen hohe Ölpreise.
- Schließlich hat auch das Wachstum in Russland starke Nachfragewirkungen auf die ukrainische Wirtschaft entfaltet. Die Handelsbeziehungen der beiden Länder sind nach wie vor eng. Etwa 30% der ukrainischen Exporte und 40% der Importe gehen nach bzw. stammen aus Russland. Gleichzeitig hat das positive wirtschaftliche Klima in der Region zur Rückkehr von Fluchtkapital geführt.

Um das Wachstum der ukrainischen Wirtschaft realistisch einschätzen zu können, müssen aber zwei zusätzliche Tatsachen berücksichtigt werden. Zum einen kommt das Wachstum von einem niedrigen Niveau und wurde bereits durch die stärkere Auslastung bestehender Kapazitäten möglich. Zum anderen wird die Expansion der Produktion in erheblichem Maße von der alten Schwerindustrie getragen, die von der starken Stahlnachfrage (vor allem) aus Asien profitierte. Der rasche Aufbau neuer Stahlkapazitäten in diesen Ländern birgt mittelfristig durchaus Risiken für die ukrainische Exportwirtschaft.

Die Wirtschaftsbelebung fußt insofern (noch) nicht auf in- und ausländischen Investitionen und massiven Produktivitätsgewinnen, wie dies bei den mitteleuropäischen EU-Mitgliedern zu beobachten ist. Eine Intensivierung und Diversifizierung wird nur dann zu erreichen sein, wenn die Investitionsquote und die Attraktivität des Landes für ausländische Investoren steigt. Ein Blick auf die Direktinvestitionsstatistiken zeigt, dass es der Ukraine im letzten Jahrzehnt nicht gelungen ist, in nennenswertem Umfang ausländische Direktinvestitionen anzuziehen und neue Industrien aufzubauen. Zuflüsse an ausländischen Direktinvestitionen blieben bisher vergleichsweise gering. Trotz der positiven Makrodaten erinnern die hohen Wachstumsraten der ukrainischen Volkswirtschaft eher an die unsichere Lage, in der sich die russische Volkswirtschaft mit ihrer Abhängigkeit von Ölpreisen befindet, als an die robusten Wachstumstrends in Mitteleuropa.

Die Abhängigkeit des ukrainischen Wachstums von externen Faktoren zu konstatieren, heißt nicht, die markanten Verbesserungen vieler makroökonomischer Indikatoren zu leugnen, die sich in der Folge der hohen Wachstumsraten seit dem Jahr 2000 eingestellt haben. Insbesondere bei der Auslandverschuldung und den Verschuldungsquoten der öffentlichen Hand haben sich deutliche Verbesserungen eingestellt, die die internationalen Rating-Agenturen schon in den kommenden Monaten honorieren dürften. Verbesserungen des Länderrisikos könnten ihrerseits die Attraktivität der Ukraine für ausländische Investoren erhöhen.

Angesichts der massiven Leistungsbilanzüberschüsse ist es sogar nur eine Frage der Zeit, wann die Ukraine zum internationalen Gläubiger wird. Schon im Laufe dieses Jahres könnten die Währungsreserven der Nationalbank (NBU) die Auslandsverschuldung des Landes übersteigen. Innerhalb weniger Jahre wäre die Ukraine dann aus der Zahlungsunfähigkeit in den Status eines Nettogläubigers aufgestiegen. Die gleiche Entwicklung ließ sich bereits im letzten Jahr in Russland beobachten. Der Blick auf Russland unterstreicht aber auch die Problematik großer Zahlungsbilanzüberschüsse. Denn deren Spiegelbild sind entsprechende Kapitalexporte ins Ausland. Angesichts der Investitionslücke und des überalterten Kapitalstocks in den Ländern der ehemali-





gen Sowjetunion ist der langfristige ökonomische Nutzen massiver Kapitalexporte eher fraglich.

Die ukrainische Wirtschaft im regionalen Vergleich

Trotz der positiven makroökonomischen Trends in den letzten Jahren zeigt ein vergleichender Blick auf wichtige Strukturindikatoren, wie groß der Rückstand der Ukraine auf andere Beitrittskandidaten in vielen Bereichen ist. Die EU selbst hat der Ukraine nach über zehn Jahren Transformation noch immer keinen Marktwirtschaftsstatus verliehen, der – neben dem wirtschaftspolitischen Prestigegewinn – ukrainischen Exporteuren bedeutsame Vorteile bei Anti-Dumping-Verfahren bringen würde. Zwar ist der Anteil des Privatsektors am BIP mittlerweile auch in der Ukraine auf rund 65% gestiegen und liegt damit auf Augenhöhe mit anderen Transformationsländern. Aber in wichtigen Bereichen, insbesondere im Energiesektor, ist der staatliche Einfluss auf die Preise weiterhin hoch. Auch das Fehlen eines funktionierenden Konkursrechts hat bisher verhindert, dass die Ukraine die Kriterien der EU erfüllte. Wie bedeutend mittlerweile der Außenhandel für die ukrainische Wirtschaft ist, lässt sich am Offenheitsgrad ablesen, der in den letzten Jahren durch den Exportboom bei Metallprodukten sprunghaft angestiegen ist. Die Ukraine ist heute ebenso handelsoffen wie die meisten anderen osteuropäischen Volkswirtschaften.

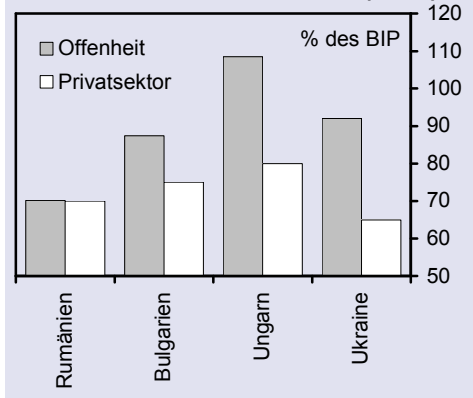
Im Vergleich mit anderen Ländern der Region und dem Beitrittskandidaten Türkei sticht außerdem das auffallend niedrige Pro-Kopf-Einkommen der Ukraine heraus. Zu Marktpreisen liegt es mit EUR 1200 nicht einmal halb so hoch wie in Russland, Rumänien oder Bulgarien. Es beträgt weniger als zehn Prozent des Durchschnitts der alten EU-15. Das Pro-Kopf-Einkommen steigt aber auf rund EUR 5000, wenn es zu Kaufkraftparitäten berechnet wird. Die Ukraine liegt dann annähernd auf einem Niveau mit Rumänien und Bulgarien, deren Währungen (im Verhältnis zur Kaufkraft) nicht so stark unterbewertet sind wie die Hrywnia. Die ukrainischen Monatslöhne von derzeit USD 80-100 entsprechen nur etwa 15% des polnischen oder etwa der Hälfte des rumänischen Lohnniveaus. Bisher ist es der Ukraine aber nicht gelungen, diese Lohnkostenvorteile im internationalen Wettbewerb auszuspielen und in größerem Umfang Arbeitsplätze in der verarbeitenden Industrie anzuziehen.

Die Umorientierung des Handels von Ost nach West war eine typische Erscheinung in den mitteleuropäischen Beitrittsländern in den 1990er Jahren. Eine ähnliche Entwicklung deutet sich auch in der Ukraine in den letzten Jahren an. Der Anteil der EU am ukrainischen Außenhandel ist in den letzten Jahren auf über 30% gestiegen – mit weiter steigender Tendenz. Aber der Rückstand gegenüber den südosteuropäischen Ländern bleibt substanziell. Letztere wickeln bereits über 60% ihrer Ein- und Ausfuhren mit der Union ab.

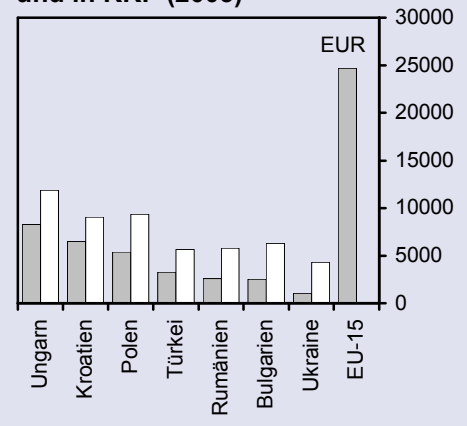
Ein positives Bild zeichnen wichtige makroökonomische Rahmendaten. Bei der Preisstabilität zeigen sich die Fortschritte der Ukraine bei der makroökonomischen Stabilisierung nach den Krisenjahren Ende der 1990er auch im Vergleich mit anderen Ländern. Die Inflation war – dank der engen Anbindung der Hrywnia an den USD – unter Kontrolle und betrug im Durchschnitt der letzten drei Jahre 5%. Auch wenn in jüngster Zeit wieder steigende Inflationsraten zu verzeichnen waren, liegt die Ukraine deutlich vor Rumänien und der Türkei. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei der Haushaltsituation. Mit einem durchschnittlichen Defizit von 1,6% des BIP steht der ukrainische Haushalt auf solideren Beinen als in Kroatien und der Türkei, wo die Haushaltsdefizite in den letzten Jahren im Schnitt rund 5% bzw. über 11% des BIP betrugten.

Den Aussagen vieler Investoren und internationalen Rankings zufolge liegen die eigentlichen Schwachstellen des Landes bei den institutionel-

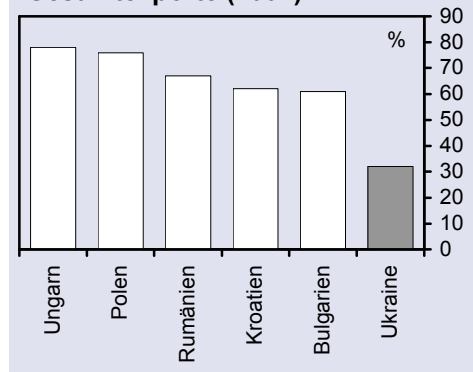
Offenheit und Privatsektor (2004)



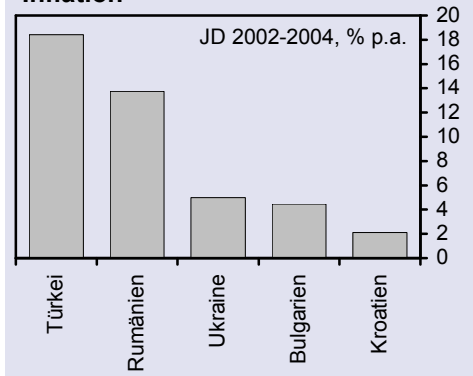
BIP pro Kopf in Marktpreisen und in KKP (2003)



Exporte in die EU / Gesamtexporte (2004)



Inflation



len Rahmenbedingungen. In der Tat schneidet die Ukraine in Bezug auf die Qualität des Rechtssystems und der öffentlichen Verwaltung nicht nur wesentlich schlechter ab als die mitteleuropäischen EU-Beitrittsländer, sondern liegt oftmals selbst hinter dem östlichen Nachbarn Russland.

Ukrainische und ausländische Unternehmen beklagen sich regelmäßig über „state capture“ bis hin in die höchsten Stellen – also die „Durchdringung“ staatlicher Institutionen durch organisierte Interessen, die fairen Wettbewerb verhindern – und über die tägliche „petit corruption“ bei Lizenzvergaben und Vertragsdurchsetzung. Auch im Investitionsklima-Index, den das Kiewer Institut für Wirtschaftsreformen erstellt, werden die Instabilität der Rahmenbedingungen und mangelnde Rechtsdurchsetzung am häufigsten als Hindernisse für unternehmerische Tätigkeit genannt. Nur ein Gesetz hat einer häufig geäußerten Anekdote zufolge in der Ukraine im vergangenen Jahrzehnt unverändert Bestand gehabt: Das „Gesetz der 15%“, die als Schmiergeld an diverse Stellen zu zahlen sind.

Das Reformfenster ist weit offen

Dank des robusten Wachstums ist das makroökonomische Umfeld für weitreichende Reformen günstig. Auch politisch schwimmen die beiden Galionsfiguren der orangefarbenen Revolution, Präsident Viktor Juschtschenko und Premierministerin Julia Timoschenko, auf einer Welle der Zustimmung. Aber die Erwartungen der Bevölkerungen sind ebenso hoch. In den kommenden Monaten muss daher eine kritische Masse an Reformen in Gang gesetzt werden. Der nächste Wahlkampf dürfte bereits im Herbst beginnen, denn Parlamentswahlen finden im Februar oder März 2006 statt. Darüber hinaus werden die Gestaltungsmöglichkeiten des Präsidenten in den nächsten Monaten durch Verfassungsänderungen, die Teil der Abmachungen mit der vorherigen Führung waren, drastisch eingeschränkt. De facto wird die Ukraine in absehbarer Zeit zu einer parlamentarischen Republik. Erst die Parlamentswahlen im nächsten Jahr werden daher zeigen, ob in der Ukraine ein grundlegender Neuanfang gelungen ist.

Die Regierung muss bereits in der nächsten Zeit eine Reihe von makroökonomischen Herausforderungen meistern. Weit oben auf der Liste der wirtschaftspolitischen Prioritäten stehen die Vorbereitungen für den WTO-Beitritt, der bereits für 2006 geplant ist. Das neue Budget für 2005 wurde am 29. März unterzeichnet. Es sieht einen deutlichen Anstieg der Sozialausgaben um rund 50% vor. Nutznießer sind vor allem Pensionäre und öffentliche Beschäftigte. Die Finanzierung ist allerdings noch nicht völlig gesichert. Die Regierung will die Neuverschuldung begrenzen und gleichzeitig die Steuerbelastung der Unternehmen senken, um einen Teil der Schattenwirtschaft zu legalisieren. Das Finanzministerium setzt daher in erster Linie auf zusätzliche Einnahmen aus der Schließung von Steuerschlupflöchern und Ausnahmeregelungen. Das verbleibende Defizit von rund UAH 7 Mrd. oder 1,6% des BIP soll vollständig durch Privatisierungseinnahmen gedeckt werden.

Die Lockerung der Fiskalpolitik hat die Sorgen des IWF um den Anstieg der Inflationsrate noch verstärkt. Im Zuge der fiskalischen Wahlgeschenke ist die Inflationsrate in den zweistelligen Bereich geklettert und muss wieder eingedämmt werden. Da die geldpolitischen Instrumente der NBU begrenzt sind, wird verstärkt über eine Aufwertung der Hryvnia nachgedacht. Allerdings setzt sich der gemessene Konsumentenpreisindex zu rund zwei Dritteln aus Lebensmittelpreisen zusammen und könnte daher falsche Signale über den unterliegenden Preisdruck in der Volkswirtschaft liefern. Die ukrainische Industrie hat zudem wenig Interesse an einer deutlichen Aufwertung der Währung, sondern will weiter auf der Exportwelle schwimmen, die die Unterbewertung der Währung ausgelöst hat. Die NBU ist wesentlich zurückhaltender als PM

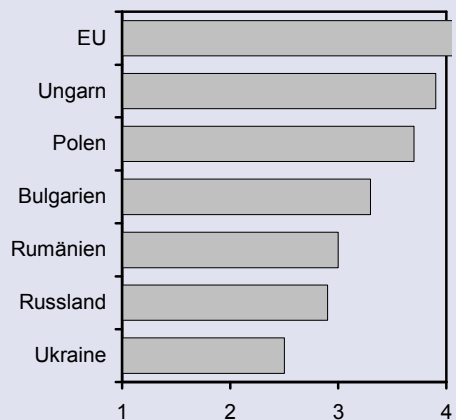
Korruption

	Index*	Ranking
Ungarn	4,8	42
Bulgarien	4,1	54
Kroatien	3,5	67
Polen	3,5	68
Türkei	3,2	77
Rumänien	2,9	87
Ukraine	2,2	122

*) 10 = geringste Korruption

Quelle: Transparency International 2004

EBRD Transformationsindikator: Geschäftsumfeld (2004*)



*) Durchschnittswert der Indikatoren für Unternehmensreform, Marktliberalisierung, Wettbewerbspolitik, Regulierung des Finanzsektors und Infrastruktur



Timoschenko, das Finanzministerium und der IWF in der Einschätzung des Inflationsdrucks und der Vorteile einer Änderung des Wechselkursregimes. Sie beabsichtigt nicht, kurzfristig ihre Währungspolitik zu ändern. Erst mittelfristig ist eine Aufwertung der Hryvnia um rund zehn Prozent vorstellbar.

Eine Flexibilisierung des Wechselkurses könnte zudem im Hinblick auf den Finanzsektor durchaus angebracht sein, da feste Wechselkursbindungen oft zu einer übermäßigen Konzentration von Währungsrisiken in den Büchern der Banken führen. Obwohl die Liquiditätskrise im Dezember rasch überwunden werden konnte, bleibt der ukrainische Finanzsektor krisenanfällig und das Management von Währungsrisiken unterentwickelt. Das Bankensystem ist geprägt von einer Vielzahl kleiner Banken, die mitunter nur zwielichtige Finanzierungsvehikel einzelner Unternehmen oder „Pocket Banks“ der industriellen „Clans“ sind.

Im Zuge der Remonetisierung der Volkswirtschaft ist das Kreditvolumen in den letzten Jahren mit über 50% pro Jahr gewachsen, liegt aber im internationalen Vergleich weiter auf einem niedrigen absoluten Niveau. Angesichts des niedrigen Ausgangsniveaus der Kreditvolumina bietet die Ukraine attraktive Wachstumschancen. Das ausländische Interesse am ukrainischen Finanzsektor ist nach der „Revolution in Orange“ sprunghaft gestiegen. Dies zeigt etwa die geplante Übernahme der Avalbank, der zweitgrößten ukrainischen Bank, durch die österreichische Raiffeisen International. Der ukrainische Aktienmarkt leidet hingegen weiterhin unter dem fehlenden Schutz von Minderheitsaktionären. Erst nach der Verabschiedung und Umsetzung eines geplanten Gesetzes zum Aktienrecht könnte auch hier eine neue Dynamik einsetzen.

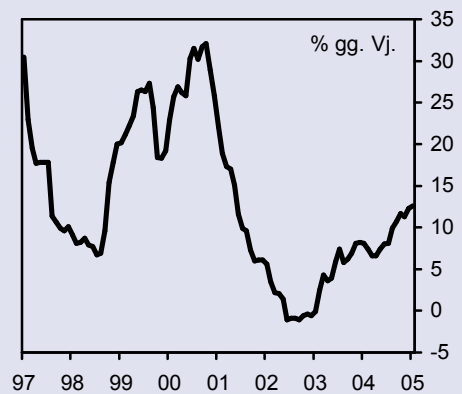
Strukturreformen mit Hindernissen

Die Reform der großen öffentlichen Monopole und die Privatisierung wichtiger Staatsunternehmen (Ukrtelekom, Ukrprom, Ukreximbank) sowie die Öffnung so genannter „strategischer Industrien“ für ausländische Investoren werden zu den schwierigsten Aufgaben für die neue Regierung gehören. Massive Interessen verbinden sich mit der Aufrechterhaltung des Status quo. Aber auch die Überprüfung älterer Privatisierungen könnte mit den Interessen der mächtigen „Clans“ der ukrainischen Wirtschaft kollidieren.

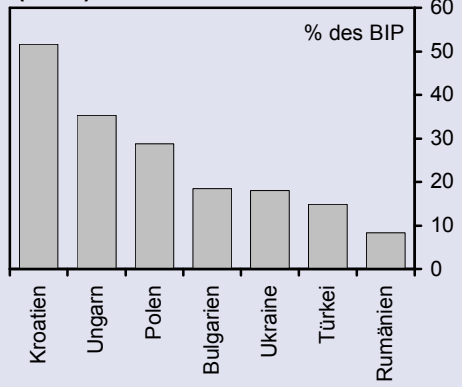
Im Umgang mit den ukrainischen Industriemagnaten hat sich PM Timoschenko als Verfechterin einer harten Linie profiliert, während Juschtschenko eher Kooperation zu suchen scheint. Die Regierung beabsichtigt bisher, eine Reihe von Privatisierungen rückgängig zu machen, die das alte Regime unter zweifelhaften Umständen und Umgehung höherer Angebote ausländischer Investoren durchgeführt hat (Krivorožstal, Ukrudprom, Nikolaev Alumina). In Bezug auf die endgültige Zahl der Unternehmen, deren Privatisierung überprüft werden soll, gibt es widersprüchliche Angaben: Timoschenko sprach zwischenzeitlich von 3000 Unternehmen, mittlerweile gelten aber nur noch 20-30 als wahrscheinlich. Die Regierung bemüht sich, in Kürze eine endgültige Liste der Unternehmen vorzulegen und wird dabei sicherstellen wollen, dass die Verfahren ordentlich und transparent ablaufen. Sollte die Anzahl der Reprivatisierungen zu groß werden, steigt die Gefahr, dass letztlich nur das alte System – dann mit neuen Eigentümern – fortgesetzt wird.

Es dürfte in der Zukunft nicht an Versuchen mangeln, die Reformpolitik zu blockieren oder im Sande verlaufen zu lassen. Denn zwischen Rechtssetzung und Rechtsdurchsetzung können in der Ukraine noch immer Welten liegen. Viele Berichte legen nahe, dass staatliche Institutionen – wie zeitweise in Russland – in erheblichem Umfang zu Werkzeugen von ökonomischen Interessengruppen geworden sind. Auf regionaler und selbst nationaler Ebene haben sich die verschiedenen „Clans“ in Parlamente, Gerichte und die öffentliche Verwaltung einge-

Konsumentenpreisentwicklung



Kredite an den privaten Sektor (2004)



kauf und könnten neue Reformen oder die Anwendung bestehender Gesetze verzögern. Die Institution, die das Werkzeug für die Reformpolitik sein müsste, der Staat, ist selbst in erheblichem Maße reformbedürftig.

Die neue Regierung wird aus einer Reihe von Gründen ihre Reformpolitik behutsam, konsensorientiert und pragmatisch angehen müssen:

- Die europäischen Interessen der Westukraine und die Russland-Orientierung der Ostukraine müssen vorsichtig ausbalanciert werden. Die Straßenproteste gegen die Kiewer Reformer nach der Absetzung des Gouverneurs der Donezk-Region haben diese Gefahr vor Augen geführt.
- Die Regierung muss einen modus vivendi mit den einflussreichen industriellen Gruppen finden, der ihr genügend politischen Spielraum für die Vorbereitung auf mögliche Beitrittsverhandlungen mit der EU gibt.
- Die Regierung muss zunächst auf das alte Personal in den Ministerien zurückgreifen.

Eine Chance besteht jedoch unter Umständen darin, dass die mächtigen Schwerindustriemagnaten bereit sein könnten, den Reformkurs zu unterstützen. Denn einerseits wäre die Öffnung des westeuropäischen Marktes für ukrainische Metallexporte durchaus im geschäftlichen Interesse der „Clans“. Andererseits fürchten die ungleich kleineren ukrainischen Magnaten ihre mächtigeren russischen „Kollegen“ (und auch die „Siloviki“ im Kreml). Bereits während der Revolution war zu beobachten, dass Juschtschenko von einigen Gruppen offen unterstützt wurde.

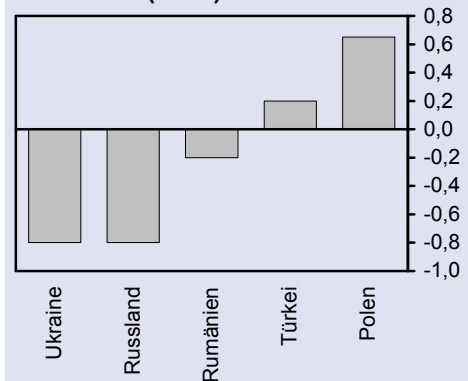
Enge wirtschaftliche Bindung an Russland

Die Haltung Russlands zu einer möglichen Westorientierung der Ukraine ist ein zentraler Faktor für die künftige Entwicklung. Die politischen und kulturellen Verbindungen der beiden Länder sind jahrhundertealt. Insbesondere die Beziehungen der Ostukraine zu Russland sind nach wie vor eng. Dass es in absehbarer Zeit eine „echte“ geopolitische Grenze zwischen beiden Ländern geben soll, erscheint vielen Beobachtern im Augenblick unvorstellbar. Vielmehr wird oft darauf verwiesen, dass der Zusammenbruch der Sowjetunion vergleichsweise friedlich verlaufen ist, weil die Grenzen keine wirklichen Grenzen waren.

Der russische Präsident Putin hat sich im ukrainischen Wahlkampf aus verschiedenen Gründen auf die Seite des „ancien régime“ gestellt. Die Reaktion des Kreml hat gezeigt, dass Moskau der Westorientierung der Ukraine intuitiv mit Misstrauen begegnet. Russland gewöhnt sich nur langsam daran, sein Verhältnis zur Ukraine nicht als Teil der russischen Innenpolitik zu betrachten. Mit dem Sieg der Opposition ist der russische Einfluss auf die ukrainische Politik allerdings deutlich gesunken.

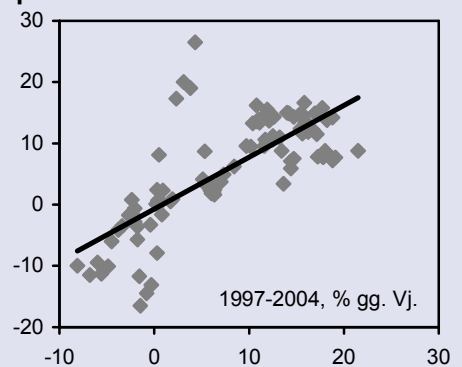
Aber die wirtschaftliche Verflechtung mit Russland ist weiterhin hoch. Die Konjunkturzyklen der beiden Länder sind nach wie vor eng miteinander korreliert. Insbesondere die Industrieproduktion in beiden Ländern verläuft weiter im Gleichklang. Erst der Aufbau neuer Industrien und eine stärkere Abkoppelung von den Rohstoffzyklen könnten diese Verbindung lockern. Zwar ist der Anteil Russlands am ukrainischen Außenhandel gesunken und der Handel mit der EU entwickelt sich seit einigen Jahren dynamischer als der mit Russland. Aber russische Firmen gehören zu den wichtigsten ausländischen Investoren. Die Kapitalverflechtung mit Russland ist inoffiziellen Berichten zufolge in vielen Bereichen hoch; offizielle Statistiken geben hier wohl nur ein unvollständiges Bild. Darüber hinaus bleibt die Ukraine von Energieimporten aus Russland abhängig – freilich geht es ihr nicht anders als der EU selbst. Und Moskau braucht die Ukraine als wichtigstes Transferland für

"Rule of Law" - Ranking der Weltbank (2003)*



*) Skala von -2,5 bis +2,5

Veränderungsraten der Industrieproduktion Ukraine-Russland





den Gas- und Öltransport nach Westeuropa. Die Abhängigkeit ist also gegenseitig.

EU-Perspektive als Reformanker?

Die neue Regierung in Kiew ist sich der vielfältigen Hindernisse bewusst, die einem raschen Modernisierungskurs entgegenstehen. Sie versucht daher, den Reformprozess langfristig zu verankern: Die Modernisierung des Landes soll an die Vorbereitungen auf den EU-Beitritt geknüpft werden. Der Präsident setzt darauf, dass das Ziel des EU-Beitritts als Anker für Wirtschaftsreformen dienen und politische Widerstände gegen Marktreforemen überwinden kann. Der Erfolg dieser Strategie hat sich in den mitteleuropäischen Beitrittsländern eindrucksvoll gezeigt. Kontinuierliche Reformen haben dann eine realistische Erfolgchance, wenn sie im politischen Prozess immer wieder durch den Verweis auf überragende außenpolitische Ziele (wie z.B. die EU-Mitgliedschaft) gerechtfertigt werden können. Mittelfristig wird sich an dieser Frage entscheiden, ob in der Ukraine – wie in Polen in den letzten zehn Jahren – auch im Falle häufiger Regierungswechsel der marktwirtschaftliche Kurs beibehalten wird.

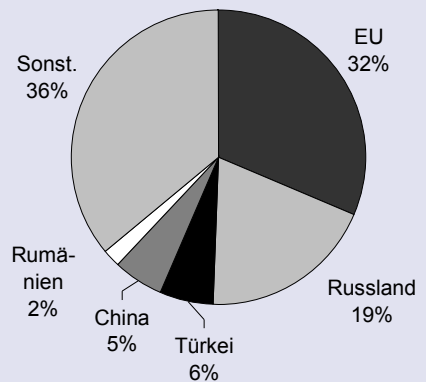
Die ukrainische Bevölkerung erwartet von Juschtschenko in absehbarer Zeit die Eröffnung einer EU-Perspektive. Aber die EU hat der Ukraine bisher keine Vollmitgliedschaft in Aussicht gestellt, auch wenn dies einige neue Mitgliedsländer (etwa Polen) mit Nachdruck fordern. Es ist nicht auszuschließen, dass die weitere Unterstützung einiger Länder für den türkischen Beitritt an die Bedingung geknüpft wird, dass auch der Ukraine eine Beitrittsperspektive eröffnet wird. Der Aktionsplan der EU sieht bisher Handelserleichterungen, Unterstützung bei der Rechtsangleichung, Investitionsmittel der Europäischen Investitionsbank und die rasche Anerkennung des Landes als „Marktwirtschaft“ vor.

Der EU-Aktionsplan dürfte der ukrainischen Wirtschaft auch ohne die Aussicht auf eine Vollmitgliedschaft einige Vorteile bringen, aber nur eine konkrete Perspektive auf EU-Mitgliedschaft würde der Ukraine den externen Reformanker geben können, den das Land und seine neue politische Führung aus innenpolitischen Gründen dringend braucht. Auch die Stabilisierung des Investorenvertrauens und der damit einhergehende massive Zufluss an ausländischen Direktinvestitionen, der die Wirtschaftsentwicklung in den mittel- und osteuropäischen Beitrittsländern im vergangenen Jahrzehnt stark vorangetrieben hat, werden sich wohl nur dann schnell einstellen.

Bei klaren Reformenerfolgen der Regierung in Kiew dürfte es für die EU schwierig werden, der Ukraine vorzuenthalten, was der Türkei eingeräumt wurde – nämlich eine Beitrittsperspektive. Mittelfristig könnte daher die Ukraine in den Kreis der potenziellen Beitrittskandidaten aufgenommen werden. Zuvor muss aber eine politische Grundsatzentscheidung getroffen werden. Die EU muss eine Antwort auf die Frage finden, ob sie bereit ist, den Beitritt des Landes unter Umständen auch gegen russischen Widerstand zu unterstützen. Denn der EU-Beitritt der Ukraine würde die bisherige geopolitische Landkarte Europas nochmals entscheidend verändern.

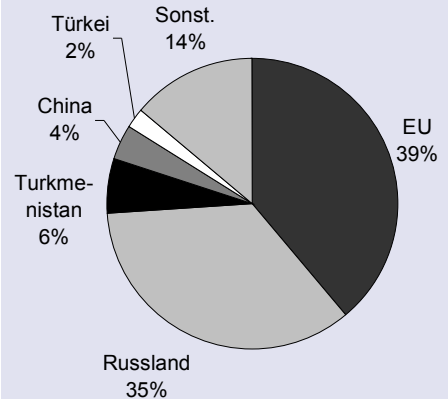
Exportpartner

(% der Gesamtexporte, 2003)



Importpartner

(% der Gesamtimporte, 2003)



Ausländische Direktinvestitionen in der Ukraine

	Volumen der Direktinvestitionen (Stand: 01.01.2005) in Mio. USD	in % des Gesamtvolumens
Gesamt	8353,9	100
davon		
USA	1153,7	13,8
Zypern	1035,6	12,4
Vereinigtes Königreich	895,9	10,7
Deutschland	631,6	7,6
Niederlande	548,3	6,6
Jungferninseln (GB)	543,8	6,5
Russland	457,5	5,5
Schweiz	411,3	4,9
Österreich	345,6	4,1
Polen	192,3	2,3
Ungarn	179,1	2,1
Nordkorea	172,4	2,1
Andere	1786,8	21,4

Wachstumsperspektiven der Ukraine

Um Aufschlüsse über die langfristigen Wachstumschancen der Ukraine zu gewinnen, sollen im folgenden Szenario-Technik und empirische Wachstumstheorie kombiniert werden². Dazu werden in einem ersten Schritt idealtypische Zukunftsszenarien aufgestellt. In einem zweiten Schritt wird die Entwicklung zentraler ökonomischer Indikatoren unter den verschiedenen Szenarien prognostiziert. Diese Werte werden dann in eine empirische Wachstumsschätzung eingesetzt und auf diese Weise das Potenzialwachstum unter den verschiedenen Szenarien berechnet.

Allerdings ist die Schätzung des Potenzialwachstums von Transformationsökonomien eine problematische Angelegenheit. Komplexe Methoden – wie etwa die von DB Research verwendete Formel-G³ – scheiden aufgrund der kurzen Zeitreihen aus. Eine Alternative besteht darin, sich vor allem auf den Ländervergleich (und weniger auf die Zeitdimension) zu stützen. Dabei soll hier eine Schätzung verwendet werden, die – der Problemlage in der Ukraine entsprechend – das institutionelle Umfeld als wichtige Wachstumsdeterminante berücksichtigt.⁴

Zwei Faktoren werden die mittelfristigen Wachstumsaussichten der Ukraine maßgeblich bestimmen: Einerseits die Entwicklung der Investitionsquote, denn nur eine deutliche Steigerung des Investitionsvolumens könnte das Wachstum auf eine breitere Grundlage stellen und die Abhängigkeit der Volkswirtschaft von der Schwerindustrie reduzieren. Andererseits wird sich am Aufbau marktwirtschaftlicher Rahmenbedingungen und Institutionen entscheiden, ob Unternehmensneugründungen zunehmen und gesamtwirtschaftliche Produktivitätsfortschritte erzielt werden können.

Aufschlüsse über mögliche Wachstumspfade der Ukraine sollen aus drei verschiedenen Szenarien gewonnen werden, die auf unterschiedlichen Annahmen zur Entwicklung der Investitionsquote und der Geschwindigkeit der Strukturreformen beruhen. Es ist wichtig festzuhalten, dass sich die folgenden Schätzungen auf ein langfristiges Potenzialwachstum beziehen. Zyklische Faktoren und externe Faktoren (wie z.B. starke Preisschwankungen bei wichtigen Exportgütern) können zu deutlichen Abweichungen von den geschätzten Werten führen.

- **Szenario 1 – „Rapid EU-Integration“:** Dieses optimistische Szenario baut auf der Annahme schneller Annäherung der Ukraine an die EU, die bereits kurzfristig der Ukraine den Status eines potenziellen Beitrittskandidaten verleihen würde. In der Folge würde das Reformtempo in der Ukraine zunehmen, der Reformprozess verankert und die Zukunftserwartungen der Investoren rasch stabilisiert werden. Massive Zuflüsse von ausländischen Direktinvestitionen, die Rückkehr von Fluchtkapital und ein rascher Anstieg der inländischen Investitionstätigkeit würden die Investitionsquote von gegenwärtig knapp 20% auf 30% des BIP hochschnellen lassen. Sie würde damit in etwa das Niveau der mitteleuropäischen Beitrittskandidaten Ende der 90er Jahre erreichen. Zügige institutionelle Reformen würden das Land auf die rechtstaatlichen und politischen Standards der mitteleuropäischen Beitrittsländer bringen. Die Ukraine würde durch ihr industrielles Know-how und Lohnkostenvorteile zum

Ökonometrische Schätzung des ukrainischen Potenzialwachstums

Um zu einer unvoreingenommenen Schätzung des ukrainischen Potenzialwachstums zu kommen, stützen wir uns auf empirische Ergebnisse aus Länderquerschnittsanalysen, die wichtige Determinanten wirtschaftlichen Wachstums identifiziert haben. Wir verwenden einen neuen ökonometrischen Ansatz von Ali und Crain (2002), der die Qualität der institutionellen Rahmenbedingungen in das Modell von Levine/Renelt einbezieht. Ali/Crain kommen zu folgender Schätzgleichung¹:

$$g = -1.28 - 0.47Y - 1.08POP + 1.69SCH + 17.7INV + 3.37ECO + 0.1POL$$

g: reales Pro-Kopf-Wachstum (in %), Y: anfängliches Einkommensniveau (USD KKP), POP: jährliches Bevölkerungswachstum (in %), SCH: Anteil der Höheren Schulbildung (in %), INV: Bruttoinvestitionen/BIP (in %), ECO: vom Fraser Institute herausgegebener Indikator für die Qualität der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, POL: Indikator für politische Freiheit von Freedom House.

² Siehe Beck, Roland und Moritz Schularick (2003). Russland 2010: Der Bär bewegt sich langsam. In Deutsche Bank Research, Sonderausgabe der Reihe Aktuelle Themen, 31. März 2003. Frankfurt am Main.

³ Siehe Bergheim, Stefan et al. (2005). Globale Wachstumszentren 2020. – Formel-G für 34 Volkswirtschaften. In Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen Nr. 313, 9. Februar 2005. Frankfurt am Main.

⁴ Ali, Abdiweli M. und W. Mark Crain, (2002). Institutional Distortions, Economic Freedom, and Growth. In Cato Journal, Vol. 21, No. 3 (Winter 2002).



Magneten für ausländische Investoren und zum „manufacturing workhouse“ im Osten Europas. Unter diesen Annahmen ergibt die Wachstumsschätzung eine durchschnittliche Wachstumsrate von gut 5% p.a. (bzw. fast 6% pro Kopf, wenn man die leicht schrumpfende Bevölkerung berücksichtigt).

- **Szenario 2 – „Gradueller Fortschritt“:** In diesem mittleren Szenario, dessen Eintrittswahrscheinlichkeit am höchsten ist, macht der Reformprozess in der Ukraine graduelle Fortschritte. Zwar werden die Uhren in Kiew nicht zurückgedreht, aber die großen Hoffnungen auf eine schnelle Annäherung an die EU erfüllen sich nicht. Der Reformprozess schreitet voran, ohne aber spektakuläre „Sprünge“ zu machen. Besonders die Reform des Rechtssystems und der öffentlichen Verwaltung gestalten sich langwieriger als im optimistischen Szenario. Unter diesen Umständen steigt die Investitionsquote langsamer an und erreicht mittelfristig rund 25% des BIP. Die institutionellen Indikatoren verbessern sich weniger schnell und erreichen mittelfristig das gegenwärtige Niveau der südosteuropäischen Beitrittsländer. Das Potenzialwachstum der Ukraine läge in diesem Szenario bei leicht unter 4%.
- **Szenario 3 – „Stop and Go“:** Das pessimistische Szenario beruht im Wesentlichen auf der Annahme, dass sich die Tendenzen der vergangenen Jahre fortsetzen werden. Reformanläufen in bestimmten Bereichen steht Stillstand auf anderen Feldern gegenüber. Die angenommenen Werte entsprechen dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Sollte es keine Verbesserungen geben, würde das ukrainische Wachstum bei 2,6% verharren. Zum Vergleich: die durchschnittliche Wachstumsrate der Ukraine zwischen 1996 und 2004 lag bei 2,9% p.a.

Im mittleren Szenario, das die höchste Eintrittswahrscheinlichkeit hat, würde die Ukraine rund 20 Jahre brauchen, um das heutige Einkommensniveau von Ungarn zu erreichen. Im optimistischen Szenario würde sich diese Zeit zwar auf knapp 15 Jahren verkürzen. Aber solche Projektionen zeigen, wie groß der Rückstand der Ukraine nach fast fünfzehn Jahren Transformation ist.

Fazit: westliche Hoffnungen und östliche Realitäten

Mit der „Revolution in Orange“ ist die Ukraine in den Kreis der Länder zurückgekehrt, in denen eine nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung denkbar und möglich ist. Die makroökonomische Stabilisierung ist in den letzten Jahren gelungen. Unter der neuen Regierung können jetzt Strukturreformen mit Nachdruck angegangen werden.

Trotz der positiven Veränderungen in der Ukraine sollten die Erwartungen, die an die Juschtschenko-Präsidentschaft geknüpft werden, realistisch bleiben. Der wirtschaftliche Ausblick für die Ukraine hat sich mit dem Sieg der prowestlichen Demokraten in der orangefarbenen Revolution zweifellos verbessert. Präsident und Premierministerin sind entschlossen, die Westintegration des Landes voranzutreiben. Aber die Ukraine muss den Reformprozess in vielen Bereichen quasi von vorn beginnen. Das Vertrauen in- und ausländischer Investoren in die Stabilität der Rahmenbedingungen und Sicherheit der Investitionen muss erst noch hergestellt werden. Eine besondere Schwierigkeit liegt darin, dass staatliche Institutionen in den letzten zehn Jahren stark geschwächt wurden. Die Umsetzung von Reformen in der Praxis ist daher nicht immer gesichert, selbst wenn politische Widerstände im Parlament und von ökonomischen Interessengruppen überwunden werden können.

Die Ukraine dürfte auf absehbare Zeit zwischen westlichen Hoffnungen und östlichen Realitäten schwanken. Ein breiter Reformkonsensus wird nur mit viel politischem Geschick über Jahre aufrecht zu erhalten sein.

Ukrainisches Potenzialwachstum unter verschiedenen Szenarien

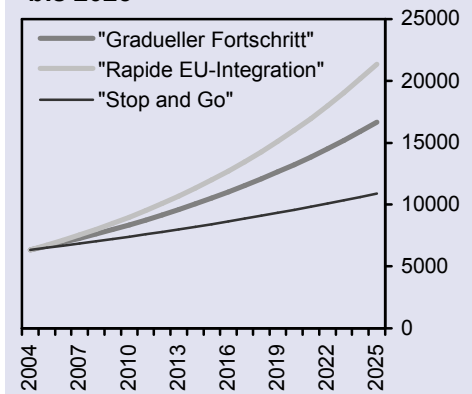
	Stop&Go	Graduell	Integration
BIP/Kopf 2004 ('000 USD, PPP)	6,35	6,35	6,35
Bevölkerung, % gg. Vj.	-0,80	-0,80	-0,80
Humankapital	0,97	0,97	0,97
Investitionsquote	0,20	0,25	0,30
Wirtschaftl. Freiheit*	0,50	0,60	0,70
Politische Freiheit*	0,40	0,50	0,70
BIP/Kopf, %	3,41	4,70	5,95
BIP-Wachstum, %	2,61	3,90	5,15

Durchschn. Wachstumsrate (1999-2004)

4,5

* Fraser Institute Index of Economic Freedom und Freedom House

Entwicklung des BIP pro Kopf bis 2025



Ein externer Anker für die Reformpolitik – die Perspektive eines EU-Beitritts – würde die Erfolgchancen der Reformpolitik entscheidend erhöhen. Dies ist eine der wichtigsten Lektionen aus den letzten fünfzehn Jahren Transformation in Osteuropa. Doch die EU hat sich noch nicht entschieden, ob sie die Ukraine nach Europa holen will. Der Weg der Ukraine nach Westen ist also noch weit, aber wieder offen.

Autor: Moritz Schularick, +49 69 910-31746 (moritz.schularick@db.com)

© 2005. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Bundesrepublik Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Deutsche Bank AG noch ihre assoziierten Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Die Deutsche Banc Alex Brown Inc. hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten übernommen. Die Deutsche Bank AG London, die mit ihren Handelsaktivitäten im Vereinigten Königreich der Aufsicht durch die Securities and Futures Authority untersteht, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts im Vereinigten Königreich übernommen. Die Deutsche Bank AG, Filiale Sydney, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in Australien übernommen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734 / E-Mail: ISSN 1616-5640