



Analysen & Trends

# Russland: Vom Öl zum Boom

September 2008

Deutschlands globaler Fondsmanager.

**Allianz** 

Global Investors



# Inhalt

Russland: Vom Öl zum Boom	3
Überblick	3
Neue Wirtschaftsentwicklung	3
Der neue Haushaltsplan	4
Strukturprobleme der Geldpolitik	6
Ausländische Direktinvestitionen: Russland vor China	8
Risiken und Wachstumsperspektiven	9
Investor's Corner	13

# Russland: Vom Öl zum Boom

## Überblick

Russlands Wirtschaftswachstum lag 2007 bei über 8%, was fast an chinesische Wachstumsraten erinnert. Niemand hatte mit einer solchen Wirtschaftsdynamik gerechnet. Der **wirtschaftliche Erfolg** ist in erster Linie auf den Höhenflug der Energiepreise zurückzuführen, die, wenn auch in abgeschwächter Form, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage beflügeln. Aber die boomende Konjunktur nur auf Öl- und Gas zurückzuführen, wäre sicher zu kurz gedacht. In großen russischen Städten blüht vielmehr der private Dienstleistungssektor auf, was in Anbetracht des großen Nachholbedarfs des Landes auch nicht verwundert. Zudem boomt, wie derzeit in fast jedem Schwellenland, die Bauindustrie.

Der Regierung ist dies verständlicherweise aber nicht genug. Denn eine **Diversifizierung der Wirtschaft ist unumgänglich**, um den weiteren Konjunkturaufschwung auch bei fallenden Energiepreisen zu gewährleisten. Und schließlich sollte auch die breite Masse der Bevölkerung vom Konjunkturaufschwung profitieren, was bisher nicht der Fall gewesen ist. Trotz steigender Realeinkommen und sinkender Arbeitslosigkeit geht nämlich die Einkommensschere auseinander. Siebzehn Jahre nach dem Zusammenbruch des Kommunismus und der Sowjetunion ist die Einkommensverteilung in Russland heute ungleichgewichtiger als diejenige in den meisten westeuropäischen Staaten.

Noch als Präsident brachte Putin deshalb die sogenannte Agenda 2020<sup>1</sup> ins Rollen. Sie sieht vor, dass die **Regierung** nach dem jahrelangen Sparkurs nun die Einnahmen aus dem Rohstoffsektor nutzt und vor allem **in die Infrastruktur des Landes, in Bildung, Forschung und Entwicklung investiert**. Steuer-

### Kasten: Gastbeitrag

Bei dieser Publikation handelt es sich um einen Gastbeitrag von Frau Gabriele Steck.

Frau Gabriele Steck arbeitet als Volkswirtin und Osteuropaspezialistin im Team der Emerging Markets Analyse bei Allianz Dresdner Economic Research.

senkungen sollen zusätzlich die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft verbessern und höhere Sozialleistungen die Lebensqualität der Bevölkerung vor allem in den ländlichen Gebieten anheben.

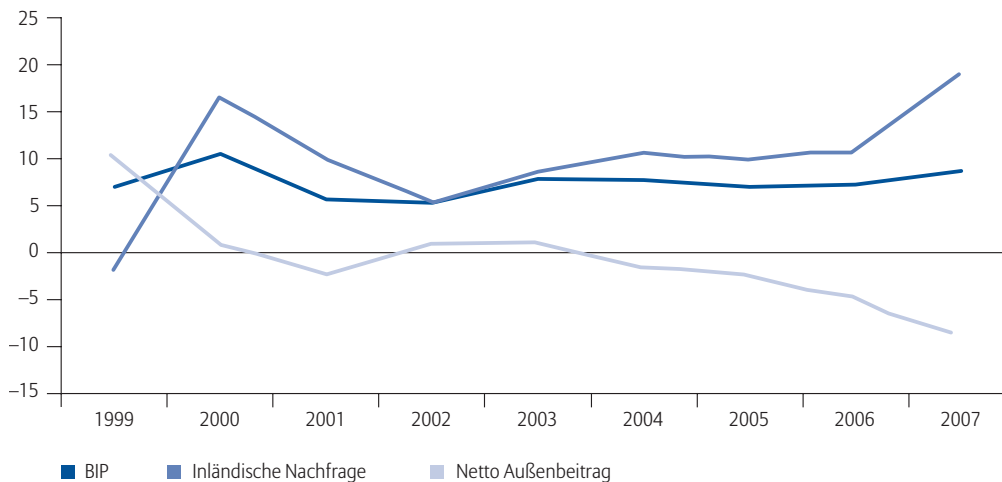
Politischer Wille und die Umsetzung müssen natürlich nicht Hand in Hand gehen, schon gar nicht bei einer derart langfristigen angelegten Planung. Positiv ist aber, dass die jetzige politische Konstellation mit Medwedew als Präsident und Putin als Ministerpräsident für ein gewisses Maß an Kontinuität spricht.

## Neue Wirtschaftsentwicklung

Hohe Rohstoffpreise und der verbesserte Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten bescheren Russland seit Jahren äußerst **vorteilhafte ökonomische Rahmenbedingungen**. Dies zeigte sich nicht nur in hohen Wachstumsraten, sondern wirkte sich auch auf die **Struktur des BIP** aus. Der Anteil des privaten Konsums, der 2000 noch bei lediglich 46% des BIP gelegen hatte, ist in den letzten Jahren deutlich auf knapp 63% gestiegen. Zu dem Konsumboom trug außer dem höheren verfügbaren Einkommen auch der einfachere Zugang der privaten Haushalte zu Konsumentenkrediten bei.

<sup>1</sup> Speech at Expanded Meeting of the State Council on Russia's Development Strategy through to 2020, February 8, 2008; The Kremlin, Moscow: [http://www.kremlin.ru/eng/speeches/2008/02/08/1137\\_type82912type82913\\_159643.shtml](http://www.kremlin.ru/eng/speeches/2008/02/08/1137_type82912type82913_159643.shtml)

Schaubild 1: Reales BIP und seine Komponenten %, J/J



Quelle: Federal State Statistics Service

Der Konsum alleine kann jedoch gerade in einer Volkswirtschaft, deren Kapitalstock mittlerweile veraltet ist und in der die heimische Industrieproduktion sich kaum gegen Importprodukte durchsetzen kann, das Wachstum längerfristig nicht sichern, zumal die Zunahme des Exportvolumens von Jahr zu Jahr geringer ausgefallen war und 2007 nur noch bei 6,4% lag. Die abflauende Exportdynamik konnte man vor allem im Rohstoffsektor beobachten. In der Produktion und im Pipelinesystem kommt es zu erheblichen Engpässen, weil hier in den letzten Jahren sehr wenig investiert wurde. Die Importe hingegen – getrieben von der hohen Konsumnachfrage – legten stolze 27% zu. Der Nettobeitrag der Exporte reduzierte sich deshalb in den letzten Jahren massiv und war 2007 sogar erstmals negativ. Positiv ist, dass Russland neben Konsumwaren mittlerweile verstärkt auch Investitionsgüter importiert, um den Kapitalstock zu modernisieren. Tatsächlich ziehen auch die Investitionen deutlich an. Ihr Anteil am BIP stieg von 19,4% im Jahr 2000 auf knapp 30% im letzten Jahr.

## Der neue Haushaltsplan

Russischen Industrieprodukten fällt es schwer, auf dem Inlandsmarkt mit Importgütern zu konkurrieren und im Billiglohnsegment wird Russland auch in Zukunft verglichen mit China keine Chancen haben. Die Regierung möchte deshalb im Rahmen der **Agenda 2020** Hightech-Industrien im Land

etablieren. Beispiele finden sich im Flugzeugbau, Aluminiumsektor, der Petrochemischen Industrie und der Kernenergie. Dafür investiert die politische Führung intensiv in Bildung, Forschung und Entwicklung. Neben zahlreichen staatlichen Projekten ist auch geplant, die **Rahmenbedingungen für den privaten Sektor zu verbessern**. Weitere Schritte sind der Kampf gegen die ausufernde Korruption sowie die Vereinfachung der schwerfälligen Bürokratie; Maßnahmen, die aber auch noch nie in einem Wirtschaftsprogramm fehlten. Nach wie vor steht es hier in Russland nicht zum besten, wie auch der „Corruption Perception Index“ von Transparency International bestätigt. Seit Jahren erhält Russland hier lediglich knapp über 2 von 10 möglichen Punkten und ist im letzten Jahr im weltweiten Vergleich sogar von Platz 121 auf 143 abgerutscht. Einfacher als hier etwas zu ändern dürfte es sein, Engpässe in der Infrastruktur – vor allem im Straßenbau, Güterverkehr und bei den Elektrizitätsnetzwerken – mit Kapital zu beheben. Auch Reformen im Finanzsektor und die Weiterführung der Steuerreform erscheinen realisierbar. Mit der bereits eingeleiteten Reduktion der Steuerbelastung des Ölsektors schafft die Regierung beispielsweise erste Investitionsanreize. Die mittelfristige Umsetzung und Finanzierung der Agenda 2020 ist im **dreijährigen Haushaltsplan** festgelegt, wobei die Finanzierung der Projekte kein Problem darstellen sollte. Die Staatsverschuldung liegt in Relation zum BIP deutlich unter 10%. Um den Haushalt von Schwankungen des Öl- und

Agenda 2020:  
Etablierung von Hightech-Industrien

Gaspreises zu isolieren, hatte Russland bereits 2004 einen **Ölstabilisierungsfonds** eingerichtet. Die Einnahmen aus den Exportsteuern und Lizenzgebühren aus dem Ölsektor waren nur bis zu einem Preis von 27 USD pro Barrel direkt in den Haushalt geflossen. Alles über diesem Preis war in den Fonds gegangen, den die Zentralbank als Teil der Devisenreserven verwaltete. Deshalb galt auch die gleiche konservative Investitionsstrategie für den Fonds wie für die Reserven. Die Zentralbank legte die Mittel ausschließlich in USD, EUR oder GBP denominatede ausländische Staatspapiere mit AAA-Rating an. Zusätzlich reduzierte die Regierung ihre Auslandsverschuldung massiv, indem sie den Fonds nutzte, um Auslandsschulden vorzeitig zu begleichen.

Der Ölpreis erklomm neue Höchststände und das Fondsvolumen erreichte im Januar 2007 157 Mrd. USD. Indem man die Einnahmen aus dem Ölsektor größtenteils in Auslandskapital konvertierte, profitierte weder die Wirtschaft noch die Bevölkerung stark von dem hohen Ölpreis. Deshalb gewannen Stimmen in der Politik zunehmend die Oberhand, die forderten, die Investitionsmöglichkeiten des Fonds auszuweiten und einen Teil der Einnahmen über Budgetausgaben an die Bevölkerung weiterzureichen. Die Regierung machte sich dies zu eigen und plant zusätzlich mit diesen Mitteln Projekte zur Verbesserung der Wirtschaftsstruktur zu finanzieren.

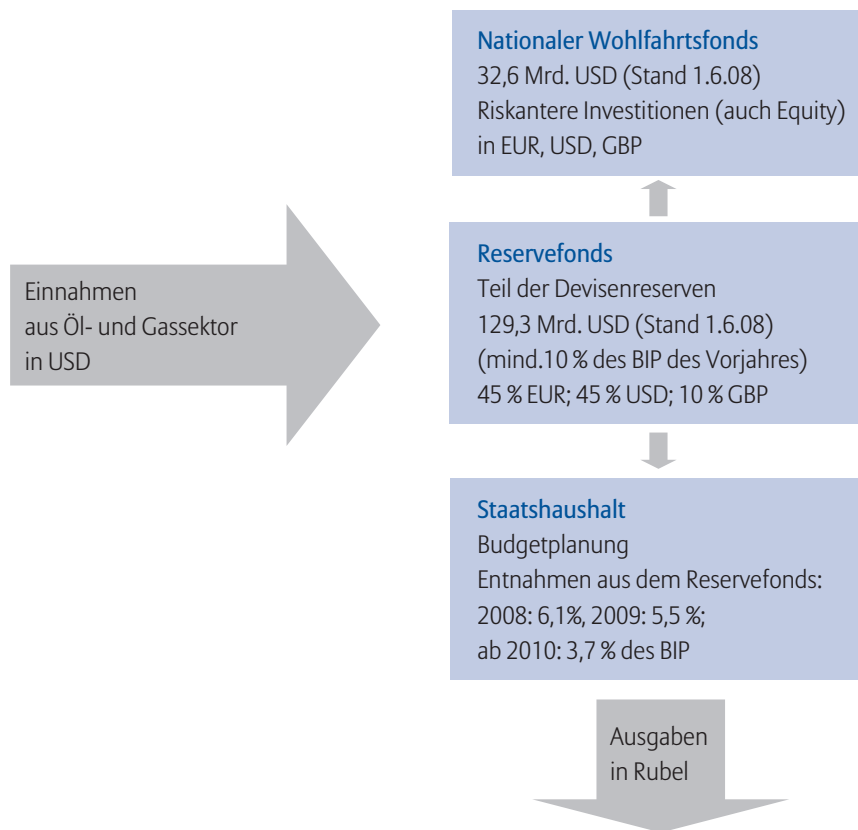
Im Februar teilte sie deshalb den Fonds in einen **Reservefonds** und einen sogenannten **„Nationalen Wohlfahrtsfonds“** auf. Zusätzlich gründete sie eine russische Entwicklungsbank, die sich schwerpunktmäßig um die strukturelle Entwicklung vor allem in den Regionen kümmern soll. Der Nationale Wohlfahrtsfonds investiert von nun an auch in spekulativere Anlagen, um höhere Renditen erzielen zu können. Die Idee ist hier, die Einnahmen aus nichterneuerbaren Ressourcen für zukünftige Generationen optimal – also mit dem höchstmöglichen Ertrag – anzulegen. Der Reservefonds übernimmt dagegen die Funktion des bisherigen Ölstabilisierungsfonds und wird mindestens Einlagen in Höhe von 10% des BIP des Vorjahres halten. Dadurch will die Regierung sicherstellen, dass ausreichend Devisenreserven vorhanden sind, um auf kurzfristige Preisschwankungen auf dem Ölmarkt reagieren zu können. Zusätzlich fließen in Zukunft alle Abgaben und Steuereinnahmen aus dem Öl- und neu auch dem Gasgeschäft komplett in die neuen Fonds und nicht mehr direkt in den Haushalt.

Die Regierung macht damit den **Haushalt unabhängig von Ölpreisschwankungen**, solange sich genügend Mittel im Reservefonds befinden. Für 2008 erwartet sie ein Haushaltsdefizit ohne die Transferzahlungen aus dem Reservefonds von 6% des BIP. Dieser Wert stimmt auch in etwa mit den Schätzungen des IWF überein, der für 2008 ein Defizit ohne



Die Regierung möchte im Rahmen der Agenda 2020 Hightech-Industrien im Land etablieren. Beispiele finden sich im Flugzeugbau, Aluminiumsektor, der Petrochemischen Industrie und der Kernenergie.

Schaubild 2: Stabilisierungsfonds



Quelle: Eigene Berechnung, Ministry of Finance of the Russian Federation

Rohstoffeinnahmen von 6,6% prognostiziert<sup>2</sup>. In den nächsten Jahren stellt die Finanzierung des Fehlbetrags kein Problem dar: Denn bis 2011 kann die Regierung Nachtragshaushalte mit höheren Ausgaben durch Rückgriff auf die Mittel des Reservefonds finanzieren. Allerdings muss der Fonds – wie erwähnt – immer mindestens Reserven in Höhe von 10% des BIP des Vorjahres vorhalten. Dies sollte in Anbetracht der gegenwärtig rekordhohen Ölpreise und einem damit verbundenen starken Zufluss in den Reservefonds kein Problem darstellen.

## Strukturprobleme der Geldpolitik

Preissubventionen und der starke Rubel senkten die Inflation 2007 kurzfristig auf unter 8%. Mit dem Anstieg der Inflation auf 15,1% im Juni hat sich der **Preisauftrieb** zu

einem der **drängendsten Probleme** Russlands entwickelt. Wie überall auf der Welt nähren steigende Energie- und vor allem Nahrungsmittelpreise den Preisauftrieb auch in Russland. Darüber hinaus spielt hier aber eine geldpolitische Komponente eine wichtige Rolle.

Der hohe Leistungsbilanzüberschuss sowie starke Nettokapitalimporte begründen am russischen Devisenmarkt ein Überangebot an Devisen, was den Rubel unter Aufwertungsdruck setzt. Um die von einer Aufwertung zu befürchtenden Einbußen an Wettbewerbsfähigkeit zu begrenzen, interveniert die Zentralbank und weitet damit die Inlandsliquidität aus, was wiederum über eine steigende Nachfrage den Preisdruck verschärft. Inzwischen ist die Inflationsrate weit über die Rubel-Zinsraten gestiegen, was negative Realzinsen hervorruft und das Inflationsschwungrad zusätzlich beschleunigt. Auf

<sup>2</sup> Hier werden nur die Einnahmen aus den Exportzöllen und Lizenzgebühren aus dem Öl- und Gassektor berücksichtigt. Das IIF (Institute of International Finance) erwartet sogar ein Defizit ohne Rohstoffeinnahmen von 13 % des BIP für 2008. Es bezieht zusätzlich die Einkommenssteuer der Öl- und Gasunternehmen in seine Rechnung ein. Diese Steuern fließen aber weiterhin in den Haushalt als reguläre Unternehmenssteuereinnahmen.

dem Weg zu mehr **Preisstabilität** sieht sich die **Notenbank** mit folgenden **Problemen** konfrontiert:

- Im Umfeld einer **expansiven Geldpolitik** müsste die **Fiskalpolitik restriktiv** gestaltet sein. Das Gegenteil ist aber der Fall. Die Regierung plant ja, zusätzliche Ausgaben aus dem Nationalen Wohlfahrtsfonds zu finanzieren. Die darin enthaltenen Mittel sind aber im Ausland, also in Fremdwährung angelegt. Ihre Inanspruchnahme würde eine Konversion in Rubel bedeuten, was den Wechselkurs noch stärker unter Aufwertungsdruck setzen würde.
- Nach wie vor ist der **russische Bankenmarkt mit Strukturproblemen** konfrontiert. Der Interbankenmarkt ist unterentwickelt und die Zinsreagibilität der Anleger gering, sodass geldpolitische Impulse leicht verpuffen. Die Zentralbank hob bereits mehrfach die Zinsen und die Mindestreserveanforderungen an, was aber weitgehend ohne Auswirkungen blieb.

Um die aus den Interventionen stammende überschüssige Liquidität am Geldmarkt einzusammeln, könnte die Notenbank natürlich kurz- oder längerfristige Staatsanleihen emittieren. China geht diesen Weg mit der Emission sogenannter „Sterilisationspapiere“, schon lange. In der Volksrepublik hat sicherlich der Umlauf dieser Obligationen längst das Wünschenswerte überschritten, da er zunehmend die Kreditvergabe der

Banken behindert. In Russland wäre dies allerdings mit weniger Problemen behaftet. Denn der Kapitalmarkt ist hier durch die Budgetüberschüsse der Vergangenheit und den damit weitgehend fehlenden Regierungsanleihen instrumental stark ausgedünnt.

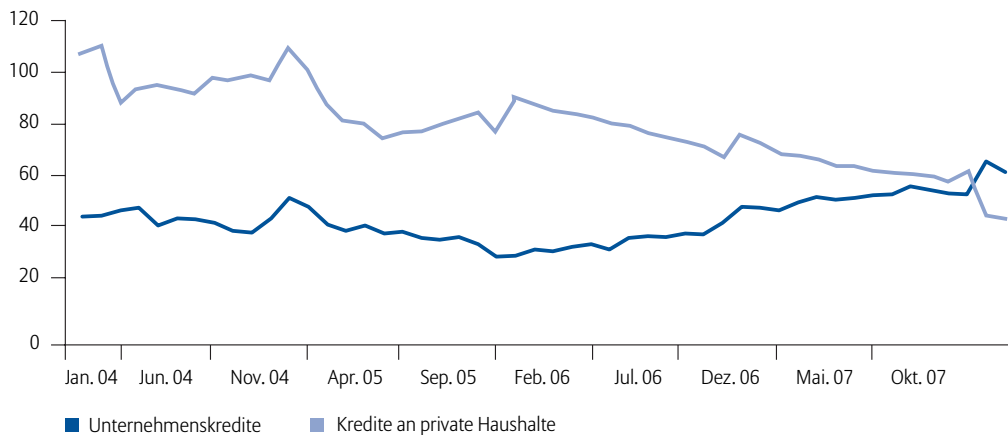
Der **Königsweg** wäre sicher, **mehr Investitionsgüter zu importieren**, was zu einer ausgeglicheneren Zahlungsbilanz und einem wettbewerbsfähigeren Realkapitalstock führen könnte. In der Vergangenheit scheiterte dies oft an der zurückhaltenden Unternehmenskreditvergabe der Banken – sicher auch mit eine Folge der Finanzkrise von 1998, die weite Teile der russischen Bankenlandschaft in den Abgrund gerissen hatte.

Erfreulicherweise hat sich die Unternehmenskreditvergabe aber in den letzten Jahren deutlich belebt. Immerhin stellten sich die neu gewährten Darlehen an Firmen im letzten Jahr bereits auf 28% des BIP, gegenüber nur 10% im Jahr 2000. In diesem Jahr wachsen die Unternehmensdarlehen sogar erstmals rascher als die in den letzten Jahren boomenden Konsumentenkredite. Hinzu kommt der rasch expandierende Kapitalmarkt für russische Unternehmensanleihen, deren ausstehendes Volumen sich inzwischen auf umgerechnet 60 Mrd. USD beläuft. Dieser Markt bietet vor allem auch kleineren und mittleren Unternehmen die Möglichkeit, Investitionen zu finanzieren.



Mit dem Anstieg der Inflation auf 15,1 % im Juni hat sich der Preisauftrieb zu einem der drängendsten Probleme Russlands entwickelt.

Schaubild 3: Kreditvergabein %, J/J



Quelle: Eigene Berechnung, Zentralbank

Der verbesserte Zugang der Unternehmen zum Banken- und Kapitalmarkt stimuliert Investitionen und Importe, die beide derzeit kräftig zulegen und ändert zudem die Importstruktur: Der Anteil der Maschinen und Betriebsanlagen an den gesamten Einfuhren dürfte im letzten Jahr bereits bei über 50% gelegen haben. Genügend Kapital für die rege Investitionstätigkeit ist in Russland jedenfalls vorhanden. Die gesamtwirtschaftliche Sparquote stellte sich in den letzten Jahren auf über 30% des BIP, was fernöstlichem Niveau entspricht.

### Ausländische Direktinvestitionen: Russland vor China

Russland hat nicht die beste Reputation als Standort für ausländische Direktinvestitionen, nicht zuletzt wegen des fragilen Rechtssystems und der Eingriffe der Politik in die Wirtschaft. Nun unterzeichnete Putin als eine seiner letzten Amtshandlungen als Präsident ein entsprechendes Gesetz, das 42 Sektoren als „strategisch“ definiert<sup>3</sup>, was bedeutet, dass sie der besonderen Regulierung des Staates unterliegen. Dem entsprechend benötigen Unternehmensbeteiligungen von über 50% in diesen Bereichen der Genehmigung der Regierung<sup>4</sup>. Sollte der Investor ein ausländischer Staatsfonds oder ein Staatsunternehmen sein, so darf sein

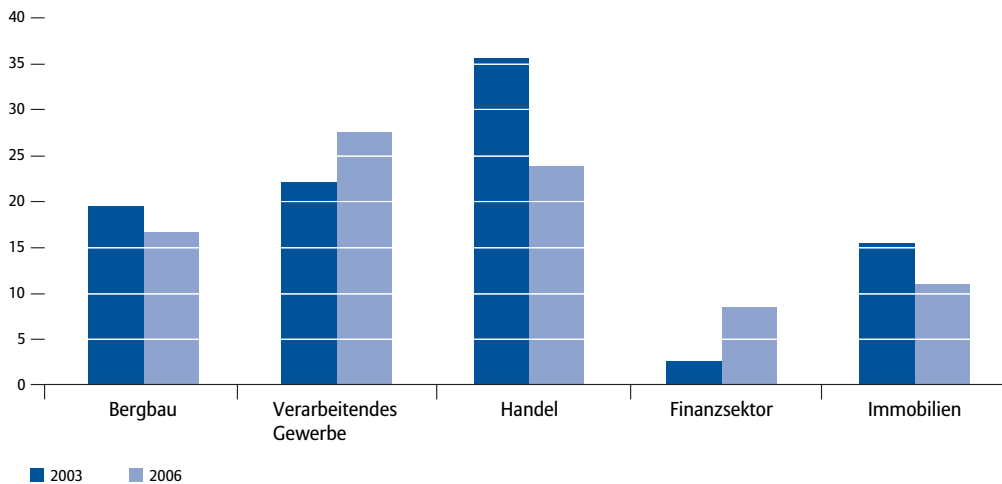
Anteil sogar 25% des Unternehmens nicht überschreiten. Für den Rohstoffsektor gelten noch schärfere Vorschriften. Hier sind bereits Beteiligungen von über 10% für private Unternehmen und 5% für Unternehmen mit Staatsbeteiligung nur mit dem Einverständnis der Regierung möglich. Für viele ausländische Investoren ändert sich durch die Verabschiedung des Gesetzes jedoch wenig. In den Branchen, in denen ausländische Investoren stark vertreten sind, gibt es auch weiterhin keine Einschränkungen. So sind beispielsweise weder der Einzelhandelssektor noch der Versicherungs- und Bankensektor betroffen.

Um die geringe Attraktivität Russlands bei ausländischen Investoren zu belegen, zitiert man oft den niedrigen Nettozufluss ausländischer Engagements, der 2007 bei knapp 7 Mrd. USD lag. Dieser ergibt sich als Saldo der Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen in Russland sowie der entsprechenden Engagements russischer Investoren im Ausland. Nun profitiert Russland als Nettoexporteur von Energie von den hohen Öl- und Gaspreisen, weshalb die russische Leistungsbilanz seit Jahren hohe Überschüsse aufweist. Und wer mehr exportiert, muss notgedrungen im Ausland investieren. Es darf deshalb nicht verwundern, dass die russischen Direktinvestitionen im Ausland 2007 immerhin bei gut

<sup>3</sup> Vgl. Alfa Bank: Strategic Investment Bill, April 8, 2008

<sup>4</sup> Die Antimonopolbehörde (FAS) ist für das Genehmigungsverfahren zuständig. Zusätzlich beschafft der FSB Informationen über den Investor und hat ebenfalls ein Mitspracherecht.

Schaubild 4: Zufluss ausländischer Direktinvestitionen nach Sektoren, in % der ges. Direktinvestitionen



Quelle: Zentralbank

45 Mrd. USD lagen. Als Indiz für das Vertrauen ausländischer Unternehmen in die russische Wirtschaft ist aber einzig der Bruttozufluss ausländischer Direktinvestitionen nach Russland sinnvoll. Und diese lagen im vergangenen Jahr bei gut 52 Mrd. USD oder 4,3% des BIP. Russland übertraf damit sogar leicht Polen (4,2%) und ließ China (3,5%), Brasilien (2,7%) und Indien (1,6%) deutlich hinter sich. Besonders dynamisch entwickeln sich die ausländischen Engagements im russischen verarbeitenden Gewerbe und im Finanzsektor. Den für Russland vorteilhaften Angaben tut es sicher keinen Abbruch, dass ein erheblicher Teil der Investitionen aus Fluchtkapital früherer Jahre, also eigentlich von russischen Investoren stammt.

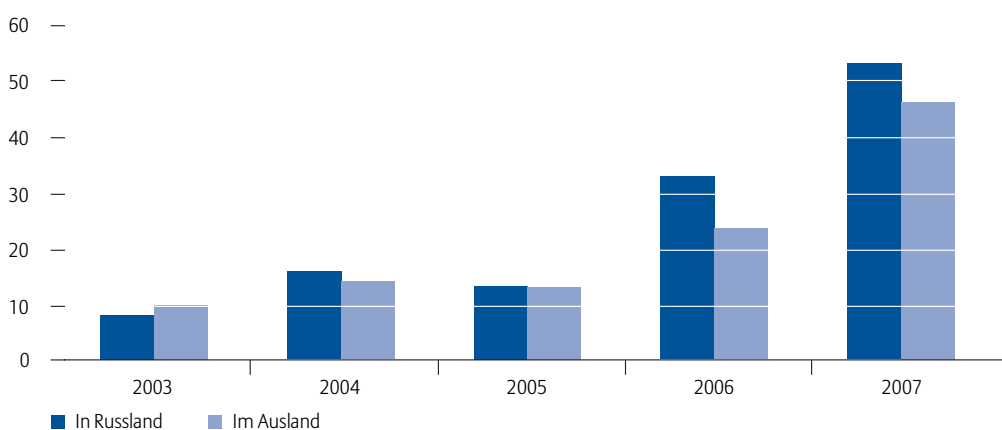
## Risiken und Wachstumsperspektiven

Der Blick in die Zukunft muss natürlich auch die Risiken im Auge behalten. Positiv ist, dass die Liste der Risiken in der Vergangenheit deutlich länger war, als sie es heute ist, was natürlich auch in Russlands gesteigener Kreditwürdigkeit am internationalen Finanzmarkt zum Ausdruck kommt. Für die weitere Wirtschaftsentwicklung sehen wir vor allem folgende Risiken:

1. Starker Fall der Rohstoffpreise
2. Politische Unsicherheit

In der gegenwärtigen Umgebung rekordhoher Ölpreise fällt es schwer sich einen so tiefen Fall der Rohstoffnotierungen vorzustellen, der Russlands wirtschaftliche Fortentwicklung ernsthaft in Frage stellen könnte, wenn es auch in der länger zurück

Schaubild 5: Ausländische Direktinvestitionen in Mrd. USD



Quelle: Zentralbank

RUSSLAND		2005	2006	2007	2008p	2009p
Binnenwirtschaft	Veränderung des BIP in % (real)	6,4	6,7	8,1	7,5	7,0
	BIP (in Mrd. USD)	764,2	979,8	1.227,3	1.629,6	1.977,0
	Inflationsrate in % (Jahresdurchschnitt)	12,5	9,8	9,1	14,0	10,5
	Öffentlicher Budgetsaldo in % des BIP	7,5	7,4	5,4	3,5	1,4
Außenwirtschaft (in Mrd. USD)	Export von Gütern	243,8	303,9	355,5	479,9	500,0
	Import von Gütern	125,4	164,7	223,4	312,8	397,2
	Leistungsbilanzsaldo	83,9	94,5	78,3	92,9	28,8
	Leistungsbilanzsaldo in % des BIP	11,0	9,6	6,4	5,7	1,5
	Ausländische Netto-Direktinvestitionen	0,0	10,8	6,8	7,5	6,0
	Brutto-Auslandsverschuldung	257,2	310,6	459,6	490,0	556,0
	Kurzfristige Auslandsverschuldung	62,6	76,9	105,3	110,0	120,0
	Auslandsverschuldung in % der Exporte*	90	86	105	85	90
	Auslandsschuldendienst in % der Exporte*	22	18	11	9	13
	Devisenreserven zum Jahresende exkl. Gold	175,9	295,5	464,4	609,0	645,0
	Importdeckung in Monaten*	10,5	13,4	15,6	15,1	13,2
Zinsen	Kreditzins (bis zu 1 Jahr, gewichtet, Jahresdurchschnitt)	10,7	10,4	10,0	12,0	11,5
	Spread (EMBI+) (Basispunkte, Jahresende, 2008:22.07.)	118	109	147	161	
Börse	RTS Index (Jahresende, 2008: 22.07.)	1.126	1.642	2.291	2.123	
Wechselkurs	Jahresendkurs (RUB pro USD)	28,78	26,32	24,56	22,50	21,00
	Jahresdurchschnittskurs (RUB pro USD)	28,28	27,17	25,57	23,60	23,00

\* Güter, Dienstleistungen und Zinsen

p = Prognose

liegenden Vergangenheit sehr substanzielle Preisschwankungen gegeben hat. Natürlich hängt dieses Risiko auch stark von der Länge der Projektionsperiode ab. Langfristig kann mehr passieren, als auf kurze Sicht gesehen. Bis einschließlich 2010 halten wir dieses Risiko jedenfalls für sehr überschaubar, auch wegen der immensen Fremdwährungsliquiditätsreserven, die Russland aufgebaut hat und die als Puffer gegen solche externen Schocks dienen. Immerhin belaufen sich die russischen Devisenreserven auf über 500 Mrd. USD; dies übersteigt den Importwert eines ganzen Jahres deutlich und reicht fast an 40% des BIP heranreichen. Dazu kommt, dass die russische Auslandsverschuldung im internationalen Vergleich sehr niedrig ist.

Hinsichtlich des politischen Risikos sehen wir dies ähnlich. Die Tandemlösung Medwedew/Putin steht zunächst einmal für Gradualität und Kontinuität, was zumindest in naher Zukunft Stabilität verspricht. Mehr als in den Industriestaaten, aber auch als in den meisten Schwellenländern ist die russische politische Führungskultur auf Einzelpersonen und weniger auf institutionelle und transparente Institutionen ausgerichtet, was längerfristige Prognosen natürlich erschwert. Hinzu kommen weitere Probleme wie die unvorteilhafte demographische Entwicklung sowie das zahlenmäßig immer stärkere Gewicht der islamischen Volksgruppen und damit womöglich verbundenen Minderheitenprobleme.

Wir warnen indes, diese Risiken allzu stark zu betonen. Politische Stabilität steht in enger Symbiose mit wirtschaftlicher Prosperität. Aus anderen Ländern gewonnene Erfahrungen zeigen, dass hohes Wirtschaftswachstum das Selbstbewusstsein der politischen Führungsschicht stärkt und sie zum Aufbau von mehr Demokratie und stabilen politischer Institutionen ermuntert, was auch die Auswirkungen eines Machtwechsels auf die Wirtschaft gut abfedern kann. Es spricht mehr dafür als dagegen, dass auch Russland diesen Weg längerfristig gehen wird, zumal sich das Land im Außenhandel und in der Kapitalverflechtung derzeit rasch in die Weltwirtschaft integriert und dies politische Alleingänge sowie einen auf Isolation bedachten politischen Kurs erschwert.

Demzufolge sind unsere Prognosen durchaus von einem gewissen Grad an Optimismus geprägt. Wie aus der Tabelle ersichtlich ist, erwarten wir für dieses Jahr ein gegenü-

ber 2007 leicht auf 7,5% gedrosseltes Wachstumstempo. Dies auch deshalb, weil die sich gegenwärtig abkühlende Weltkonjunktur sicher auch nicht an Russland vorbeigehen wird. Für 2009 und 2010 erwarten wir Zunahmen des realen BIPs um 7,0% bzw. um 6,5%, die durchaus auch mit deutlich niedrigeren Ölpreisen, als sie gegenwärtig vorherrschen, vereinbar wären.

Über die nächsten Jahre hinausgehend erwarten wir ein jahresdurchschnittliches Wirtschaftswachstum von 5,5 bis 6%, was natürlich kräftige jährliche Schwankungen um diesen Mittelwert nicht ausschließt. Hinter dieser Wirtschaftsdynamik steht auch, dass sich der Wirtschaftsaufschwung, der sich abseits vom Rohstoffsektor bislang nur auf die größten Städte des Landes konzentrierte, auch andere urbane, nicht zu den großen Agglomerationen gehörende Regionen erfasst. Der Staat wird hierzu mit hohen Investitionen in die Infrastruktur beitragen.

Wachstumsprognosen mit „einem gewissen Grad an Optimismus“



Hinter dieser Wirtschaftsdynamik steht auch, dass sich der Wirtschaftsaufschwung auch auf andere urbane, nicht zu den großen Agglomerationen gehörende Regionen erfasst.

# Kennen Sie schon die anderen Publikationen aus der Werkstatt der Kapitalmarktanalyse?

Rubrik	Thema	Titel
Analysen & Trends	Zukunftssicherung	Fokus Demographie Zukunftssicherung: Globaler Trend – Demographie
	Branchen und Regionen	Hat sich Europa von der amerikanischen Konjunktur abgekoppelt? Innovation – Wachstum durch Mehrwert Welt im Wandel Richtig investieren
	Sparen	Sparen – aber richtig!
	Globalisierung 3.0	Überliste dich selbst! Emerging Markets: Die Folgen von Subprime Globale Investments in einer globalisierten Welt Chinas langfristige Wirtschaftsperspektiven BRIC – Die fantastischen vier?
	Megatrend: knappe Ressourcen	Knappe Ressourcen Investieren in knappe Ressourcen Agrartrends: (Saat-) Gut fürs Depot
PortfolioPraxis	Investieren in Aktien und Anleihen	Investieren in Aktien und Anleihen
	Portfoliooptimierung in der Praxis	Portfoliooptimierung in der Praxis
	Bonds mit Kick	Bonds mit Kick
	Akademie	Wissen: Von Alpha bis Vola Mit Geld richtig umgehen Konjunktur Konjunktur II: Branchen im Zyklus Internet-Guide zur finanziellen Bildung Size Dividendenpapiere – eine attraktive Ergänzung fürs Depot! Value oder Growth – mehr als nur eine Stilfrage Ökonomische Indikatoren kompetent nutzen
	Fondskonzepte	Fonds & Zertifikate „CPPI“ – dynamische Wertsicherung



Kapitalmarktanalyse:  
Geld anlegen – Vermögen  
aufbauen – Zukunft sichern.

# Investor's Corner

Wer auf aufstrebende Staaten setzen möchte, für den können folgende Fonds in Betracht kommen:

- **Allianz-dit Osteuropa - A - EUR**  
(ISIN IE0002715161; TER 1,99%;  
TER performanceabhängig 0,01%)<sup>2</sup>
- **Allianz-dit BRIC Stars - A - EUR**  
(ISIN LU0224575943; TER 2,16%;  
TER performanceabhängig 0,25%)<sup>2</sup>
- **Allianz RCM Global Emerging Markets Equity - A - EUR**  
(ISIN IE0000597124; TER 2,02%;  
TER performanceabhängig 0,36%)<sup>2</sup>
- **Allianz-dit Growing Markets Protect - AT - EUR**  
(ISIN LU0293293113, TER 0,52 %  
Rumpfgeschäftsjahr)<sup>2</sup>

Für den Anleihemarkt der Schwellenländer bietet sich folgendes Produkt an:

- **Allianz-dit Emerging Markets Bond Fund - A - EUR** (ISIN IE0032828273; TER 1,32%)<sup>2</sup>

Wer sich für globale Aktienfonds interessiert, für den können folgende Fonds interessant sein:

- **Allianz-dit Global DemographicTrends - A - EUR**  
(ISIN LU0281689694; TER 2,810 %,  
Verlängertes Geschäftsjahr)<sup>2</sup>
- **Allianz-dit Interglobal - A - EUR**  
(ISIN DE0008475070; TER 1,51 %)¹
- **Allianz-dit Vermögensbildung Global - A - EUR**  
(ISIN DE0008481847; TER 1,65%)¹

Die von uns genannten Fonds können sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstanden werden, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Risiko-Ertrags-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie bei Allianz Global Investors oder direkt bei Ihrem Anlageberater.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

<sup>1</sup> Die Volatilität (Wertschwankung) Fondsanteilwerts kann erhöht sein.

<sup>2</sup> Die Volatilität (Wertschwankung) des Fondsanteilwerts kann stark erhöht sein.

# Impressum

Allianz Global Investors  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main

## Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn),  
Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter  
[www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)

Für unsere Vertriebspartner wurde dieser  
Service auf  
[www.allianzglobalinvestors-partner.de](http://www.allianzglobalinvestors-partner.de)  
umfassend erweitert.  
Schnell erreichbar per Quick-Login.

Alle Publikationen sind abonnierbar unter  
[www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die  
Daten von Thomson Financial Datastream.

## Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen  
zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin ent-  
haltenen Einschätzungen entsprechen unserer best-  
möglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können  
sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern.

Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir  
keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient ledig-  
lich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die  
aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen ge-  
troffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.



## „Kapitalmarktanalyse“ – unser besonderer Service.

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt, informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe Analysen & Trends konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In PortfolioPraxis geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten & Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds von Allianz Global Investors.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf [www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de).

TIPP: Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: [www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)

### Kapitalmarktanalyse goes MP3 & iPod!

Jeder Kapitalmarktbrief ist Monat für Monat als Mp3-File erhältlich. Auch werden immer weitere Publikationen der Reihen „Analysen & Trends“ und „PortfolioPraxis“ als Audio-File zur Verfügung gestellt. Sie sind unter [www.allianzgi.de/podcast](http://www.allianzgi.de/podcast) direkt erhältlich und können z.B. über iTunes als PodCast abonniert werden.

**Hans-Jörg Nauer**  
Leiter Kapitalmarktanalyse  
Allianz Global Investors

[www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)

Allianz Global Investors  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main



Bei dieser Publikation handelt es sich um eine Information gem. § 31 Abs 2 WpHG.