

Währungen

Langfristiges Szenario für Schwellenländer- währungen

Schwellenländerwährungen dürften
in den kommenden Jahren aufwerten.

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.



Inhalt

- 4 **Langfristiges Szenario für Schwellenländerwährungen**
- 6 **Kaufkraftparität als Maßstab für die relative Bewertung von Währungen**
- 6 **Wie notieren Schwellenländerwährungen derzeit im Vergleich zur Kaufkraftparität?**
- 8 **Schätzung der künftigen, realen Aufwertung mit Hilfe des Balassa-Samuelson-Effekts**
- 9 **Wie stark und wie rasch werten die Schwellenländerwährungen tatsächlich auf, wenn die entsprechenden Volkswirtschaften aufholen?**
- 13 **Von der realen zur nominalen Wechselkursaufwertung**
- 16 **Verstehen.**

Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Capital Markets & Thematic Research
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse
Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter



Langfristiges Szenario für Schwellenländerwährungen

Im vergangenen Jahrzehnt haben die Währungen zahlreicher Schwellenländer deutlich gegenüber Industrieländerwährungen aufgewertet.



Stefan Hofrichter ist Leiter der Abteilung Volkswirtschaft und Strategie bei Allianz Global Investors. Er zeichnet sich für die Analyse volkswirtschaftlicher Entwicklungen verantwortlich und ist Mitglied im Global Policy Committee, das die Leitlinien für die Anlagestrategien bei Allianz Global Investors entwickelt.

So notierte der chinesische Renminbi (RMB) zu Beginn des Jahrtausends bei 8,28 gegenüber dem US-Dollar (USD). Ende August 2012 lag er dagegen bei rund 6,35 RMB/USD. Bei anderen asiatischen Währungen war eine ähnliche Entwicklung zu verzeichnen. Einige Beispiele: Der Singapur-Dollar hat von einem Stand von rund 1,85 vor zehn Jahren bis August 2012 auf 1,25 aufgewertet, der koreanische Won von etwa 1300 auf etwa 1100, der thailändische Baht, der während der Asien-Krise 1997 deutlich abwertete, von etwa 45 auf rund 31. Und die Aufwertung der Schwellenländerwährungen ist nicht auf Asien beschränkt. So notierte der brasilianische Real im Jahr 2002 bei rund 3,7 gegenüber dem USD, im August 2012 dagegen bei knapp über 2.

Auch der chilenische und der kolumbianische Peso haben im vergangenen Jahrzehnt beträchtlich aufgewertet. In Europa ist der polnische Zloty im selben Zeitraum gegenüber dem USD von rund 4,6 auf rund 3,25 und gegenüber dem Euro von etwa 4,9 auf knapp über 4 geklettert. Bei der tschechischen Krone fand eine ähnliche Entwicklung statt. Zugegebenermaßen haben nicht alle Schwellenländerwährungen aufgewertet. Der russische Rubel handelt im August 2012 etwa auf demselben Niveau gegenüber dem USD wie vor zehn Jahren, da eine erneute Abwertung in den vergangenen vier Jahren die bis 2008 verzeichneten Kursgewinne wieder zunichte machte. Die indische Rupee wertete zu Beginn des Jahrtausends bis zur Finanzkrise im Jahr 2007 auf, hat aber ihre Gewinne mehr als verloren und notiert derzeit etwa 10% schwächer gegenüber dem USD als vor zehn Jahren. Auch der ungarische Forint oder der mexikanische oder argentinische Peso haben

an Wert verloren. Aber die Mehrheit der von uns beobachteten Schwellenländerwährungen hat seit etwa 2003/2004 gegenüber dem USD und dem Euro aufgewertet (der Euro hat sich seither seitwärts gegenüber dem USD bewegt).

Wie sehen unsere Prognosen für die Schwellenländerwährungen aus? In diesem Artikel befassen wir uns mit den langfristigen Tendenzen, nicht mit möglichen Trends in den kommenden Monaten oder Quartalen.

Die hier genannten Währungen wurden i.d.R. mit dem international gebräuchlichen ISO-Code bezeichnet. „USD“ steht für US-Dollar, „JPY“ für den japanischen Yen und „RMB“ für den chinesischen Renminbi.

Tabelle 1: Schwellenländerwährungen ggü. USD

	USD/Devisen (nominal)*				
	29.12.2000	30.12.2002	31.12.2007	31.12.2010	17.08.2012
Brasilien	1,95	3,54	1,78	1,66	2,02
China	8,28	8,28	7,30	6,61	6,37
Hongkong	7,80	7,80	7,80	7,77	7,76
Indien	46,68	47,98	39,41	44,71	55,75
Indonesien	9.675	8.950	9.393	8.996	9.519
Republik Korea	1.265	1.186	935	1.126	1.134
Russland	28,16	31,96	24,60	30,54	32,04
Singapur	1,73	1,73	1,44	1,28	1,25
Taiwan	33,08	34,64	32,43	29,30	30,00
Malaysia	3,80	3,80	3,31	3,06	3,13
Philippinen	50,00	53,60	41,25	43,80	42,36
Thailand	43,39	43,11	33,72	30,06	31,51

* Quelle: Bloomberg

Kaufkraftparität als Maßstab für die relative Bewertung von Währungen

Die Bewertung ist wohl der wichtigste Faktor, wenn man den Ausblick für die künftige Bewertung einer Assetklasse beurteilen will. Dies gilt auch für Währungen. Nun stellt sich die Frage: Wo liegt der wahre und faire Wert einer Währung? Normalerweise wird der langfristige „faire“ Wechselkurs für zwei Währungen ermittelt, indem der Kurs an den Devisenmärkten mit der Kaufkraftparität verglichen wird. Die Kaufkraftparität ist der implizite Wechselkurs, bei dem dieselbe Menge an Geld benötigt wird, um in zwei unterschiedlichen Ländern dieselben Güter und Dienstleistungen zu erwerben. Das Konzept basiert auf dem Gesetz des einheitlichen Preises, dem zufolge der Preis für identische Güter und Dienstleistungen unter Berücksichtigung des Wechselkurses gleich sein sollte, sofern keine Handelsbarrieren und Transaktionskosten vorhanden sind. Es sei noch einmal betont, dass die Kaufkraftparität den realen Wert einer Währung misst.

Ein Beispiel: Wenn das inländische Preisniveau im Vergleich zum Ausland ansteigt (sinkt), wertet die inländische Währung real auf (ab), weil mehr (weniger) **Einheiten** der ausländischen Währung benötigt werden, um denselben Korb mit Gütern zu erwerben. Nur wenn die Währung am Markt gegenüber der ausländischen Währung teurer (billiger) wird, wertet die inländische Währung auch nominal auf (ab).

Es ist alles andere als einfach, die Kaufkraftparität zu schätzen, und die beobachteten Wechselkurse entsprechen aus verschiedenen Gründen sicher nicht immer der Kaufkraftparität: Die Messung des Preisniveaus kann von Land zu Land unterschiedlich sein; nicht alle Güter sind handelbar (dies gilt vor allem für Dienstleistungen), so dass nicht alle Güter direkt vergleichbar sind; Handelsbarrieren und Transaktionskosten sowie Marktverzerrungen können eine Preiskonvergenz verhindern. Dennoch wird die Kaufkraftparität weithin als nützlicher Maßstab für die relative Bewertung von Währungen angesehen.

Wie notieren Schwellenländerwährungen derzeit im Vergleich zur Kaufkraftparität?

Wir konzentrieren uns hier auf eine Auswahl wichtiger Schwellenländerwährungen gegenüber dem USD.

Daten der University of Pennsylvania zufolge („Penn World Table“) waren die von uns ausgewählten 12 Schwellenländerwährungen im Jahr 2000 im einfachen Durchschnitt gegenüber dem USD aus Sicht der Kaufkraftparität um rund 50% unterbewertet. Anders ausgedrückt: Wenn ein US-Amerikaner einen US-Dollar in eine Schwellenländerwährung tauschte, konnte er in den Schwellenländern doppelt so viele Güter kaufen wie ein Einheimischer.

Bis 2010 verringerte sich die Unterbewertung auf rund 35%. Das heißt: Real, nicht unbedingt nominal, werteten die Schwellenländerwährungen um rund 15% auf. Bis zum August 2012 ist die Unterbewertung unseren Berechnungen zufolge in den vergangenen beiden Jahren auf gut 32% zurückgegangen.

Wie bereits erläutert, ist es wichtig, zwischen einer realen und einer nominalen Wechselkursaufwertung zu unterscheiden. Die reale Aufwertung kann im vergangenen Jahrzehnt auf verschiedene Arten stattgefunden haben. Theoretisch ist es möglich, dass der nominale Wechselkurs aufwertete, während das relative Preisniveau in einem Schwellenland gegenüber den USA unverändert blieb. Ebenso könnte die kumulierte Inflation in einem Schwellenland im Durchschnitt um rund 15% höher ausgefallen sein als in den USA, während sich der nominale Wechselkurs nicht bewegte. Oder – was am wahrscheinlichsten ist – es war eine Kombination aus unterschiedlichen relativen Inflationsraten und nominalen Wechselkursbewegungen zu verzeichnen. Es ist auch möglich, dass die Inflation in einem Schwellenland niedriger (höher) als in den USA war, was durch die Aufwertung (Abwertung) der Schwellenlandwährung gegenüber dem USD mehr als kompensiert wurde. Tabelle 1 zeigt jedoch, dass Brasilien, Indien, Indonesien, Russland und Thailand im Zeitraum zwischen dem Jahr

2000 und August 2012 tatsächlich eine nominale Wechselkursabwertung gegenüber dem USD verzeichneten, obwohl sich die Unterbewertung gegenüber der Kaufkraftparität real verringert hat.

Eine Betrachtung der einzelnen Länder zeigt, dass 11 der von uns ausgewählten 12 Währungen weiterhin unterbewertet sind. Brasilien notiert als einzige Ausnahme leicht überbewertet. China ist um 40%, Indien um 65% und Russland um 33% unterbewertet, um nur die BRIC-Länder zu nennen. Nebenbei bemerkt: Mit einem sehr beliebten Ansatz zur Berechnung der Kaufkraftparität, der auf einem Korb mit nur einem Produkt basiert

(dem Big Mac von McDonald's), gelangen wir zu einem ganz ähnlichen Ergebnis: Brasilien ist leicht teuer, China und Russland sind um 43% bzw. 46% unterbewertet, und im Durchschnitt sind die von uns ausgewählten Länder derzeit um rund 33% unterbewertet (für Indien sind keine Daten verfügbar). Es gibt auch einen Starbucks Tall Caffé Latte-Index, der weniger bekannt ist, aber ebenfalls zu ähnlichen Ergebnissen führt.

Fassen wir unsere bisherigen Ergebnisse zusammen: a) Gemessen an der Kaufkraftparität sind Schwellenländerwährungen unterbewertet, und b) diese Unterbewertung hat sich im Zeitablauf verringert.

Tabelle 2: Über- bzw. Unterbewertung gegenüber dem USD auf der Grundlage der Kaufkraftparität

	Über-/Unterbewertung ggü. Kaufkraftparität			Kaufkraftparität auf der Grundlage des Big-Mac-Index
	2000	2010	2012	2012
Brasilien	-39,3%	6,5%	1,0%	14,9%
China	-61,3%	-46,1%	-40,0%	-43,3%
Hongkong	-1,9%	-24,5%	-20,8%	-50,8%
Indien	-73,0%	-63,2%	-65,3%	
Indonesien	-69,4%	-32,6%	-31,7%	-41,5%
Republik Korea	-33,7%	-27,7%	-25,2%	-25,4%
Russland	-76,7%	-36,0%	-32,5%	-46,4%
Singapur	-29,6%	-20,1%	-7,9%	-18,7%
Taiwan	-32,8%	-42,2%	-39,9%	
Malaysia	-48,8%	-39,9%	-38,5%	-45,6%
Philippinen	-54,9%	-44,4%	-38,3%	-36,0%
Thailand	-62,1%	-47,8%	-45,9%	-39,8%
Durchschnitt	-48,6%	-34,8%	-32,1%	-33,3%

Quelle: Penn World Table 7.1, Bloomberg, Datastream, Allianz Global Investors;
Stand: 17.08.2012



Schätzung der künftigen, realen Aufwertung mit Hilfe des Balassa-Samuelson-Effekts

Ist dies ein reiner Zufall? Nein. Dieses Ergebnis wird von dem wirtschaftstheoretischen Konzept des so genannten Balassa-Samuelson-Effekts gedeckt, das wir anhand eines Beispiels kurz erläutern wollen.

Nehmen wir einmal an, dass eine Volkswirtschaft nur aus zwei Sektoren besteht: Einer stellt handelbare Güter – z.B. Industriegüter – her, der andere nicht handelbare Güter (z.B. Friseurleistungen). Die Produktivität im Industriegütersektor – in dem Schwellenländer gewöhnlich die Marktpreise akzeptieren müssen – ist in Schwellenländern in der Regel geringer als in Industrieländern, weil z.B. die verwendete Technologie älteren Datums ist als in den Industrieländern. Bei Friseurleistungen ist die Produktivität jedoch ähnlich hoch wie in den Industrieländern. Da der Industriegütersektor jedoch als wichtig für die Wirtschaft angesehen wird, wird das Lohnniveau in der Gesamtwirtschaft vom Industriegütersektor bestimmt. Dies ist für die Löhne insofern von Bedeutung, als Arbeitskräfte entsprechend der Grenzproduktivität im Industriegütersektor bezahlt werden. Dementsprechend sind die Löhne für Friseurleistungen und logischerweise auch im Schwellenland insgesamt niedriger als in den Industrieländern. Das insgesamt niedrigere

Lohnniveau wirkt sich wiederum auf das Preisniveau aus. Die Preise für handelbare Güter entsprechen internationalen Niveau (die geringere Produktivität in den Schwellenländern wird durch niedrigere Löhne kompensiert), wohingegen nicht handelbare Güter in Schwellenländern billiger sind als in Industrieländern, weil die Löhne niedriger sind. Dementsprechend ist das Preisniveau in Schwellenländern systematisch niedriger als in Industrieländern. Und die Währung ist systematisch unterbewertet, da der Wechselkurs lediglich auf handelbare und nicht auf nicht-handelbare Güter abstellt. Unsere oben dargestellten Ergebnisse, denen zufolge die Währungen von Schwellenländern unterbewertet sind, stehen damit vollständig mit den wirtschaftstheoretischen Postulaten im Einklang.

Auch unser zweites Ergebnis – eine reale Aufwertung der Schwellenländerwährungen im Zeitablauf – wird vom Balassa-Samuelson-Effekt bestätigt: Im Zeitablauf holen die Schwellenländer auf und die Produktivität im Sektor für handelbare Güter steigt an. Die Produktivitätszuwächse sind dabei höher als in den Industrieländern, weil die Schwellenländer aufschließen. Die Löhne legen daher im Sektor für handelbare Güter stärker zu als in den Industrieländern, so dass infolgedessen auch das Lohn- und Preisniveau in den Schwellenländern insgesamt ansteigt. Real werten die Schwellenländerwährungen auf.

Wie stark und wie rasch werten die Schwellenländerwährungen tatsächlich auf, wenn die entsprechenden Volkswirtschaften aufholen?

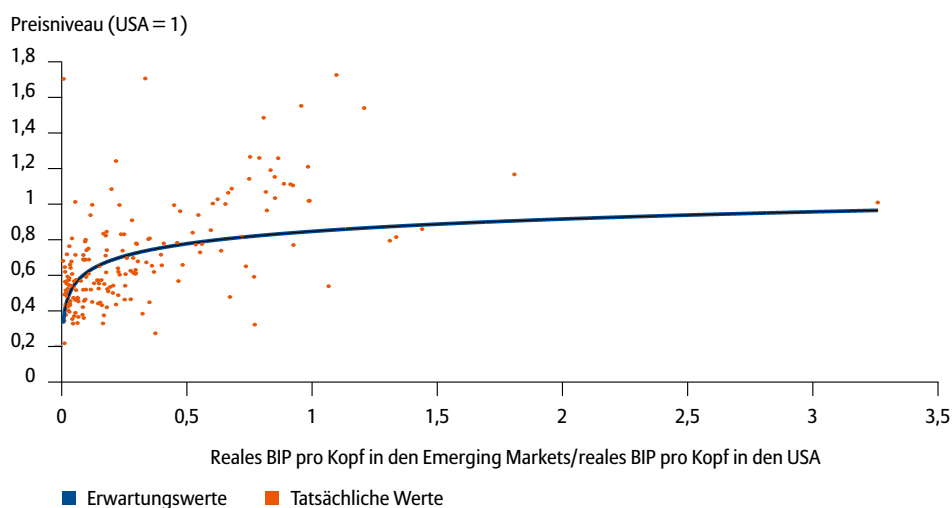
Wie kann der Balassa-Samuelson-Effekt quantifiziert werden? Zur Beantwortung dieser Fragen haben wir zwei Regressionsanalysen durchgeführt und dabei einen Ansatz verfolgt, den bereits K. Rogoff und J. Frankel angewendet haben.

Im ersten Schritt haben wir eine Regression des (logarithmierten) Preisniveaus von 190 Ländern gegenüber den USA auf ihr (logarithmiertes) BIP pro Kopf gegenüber den USA durchgeführt, wobei wir die Penn World-Daten für das Jahr 2010 verwendet haben. Unserer Regressionsgleichung zufolge steigt das relative Preisniveau bei einer Erhöhung des relativen BIP pro Kopf um 1% jeweils um rund 0,2% an (der Koeffizient ist statistisch signifikant; der Determinationskoeffizient lautet $R^2 = 0,3$). Diese Sensibilität liegt etwas unter den Ergebnissen von Rogoff bzw. Frenkel, die Daten aus dem Jahr 2000 ver-

wendeten. Damals führte ein Anstieg des BIP pro Kopf um 1% zu einem relativen Preisanstieg um rund 0,3 – 0,4% (R^2 war mit 0,4 etwas höher).

Danach haben wir das beobachtete relative Preisniveau mit unserer Regressionsgleichung – der „Balassa-Samuelson-Linie“ – verglichen und bemerkt, dass zwei unserer 12 Länder, nämlich Brasilien und Indonesien, teurer sind als es nach der Regressionsgleichung zu vermuten wäre. Anders ausgedrückt: Ihre Preisniveaus „laufen der Kurve voraus“ und entsprechen im Vergleich zu den USA dem Preisniveau, das in einer Volkswirtschaft mit einem höheren relativen BIP pro Kopf zu erwarten wäre. Dennoch ist Brasilien im Vergleich zur Kaufkraftparität nur leicht teuer. Indonesien ist sogar unterbewertet (Tabelle 2). Alle anderen von uns untersuchten Länder liegen unter dem Niveau, das sich aus der Regressionsanalyse ergibt. (Zahlreiche andere Länder, für die wir Regressionen durchgeführt haben, deren Einzelheiten wir hier aber nicht ausführen, haben wiederum überbewertete Währungen.)

Grafik 1: Preisniveau im Vergleich zu den USA und BIP pro Kopf im Vergleich zu den USA (nicht logarithmiert)



Quelle: Penn World Table 7.1 , Allianz Global Investors Economics & Strategy; Stand Juli 2012

Tabelle 3: Abweichung des Wechselkurses von der Regressionslinie (Abweichung von der „Balassa-Samuelson-Linie“)

	2010
Brasilien	61,5%
China	-16,3%
Hongkong	-10,1%
Indien	-35,9%
Indonesien	14,8%
Republik Korea	-8,7%
Russland	-11,5%
Singapur	-10,2%
Taiwan	-29,0%
Malaysia	-13,9%
Philippinen	-2,0%
Thailand	-20,4%
Durchschnitt	-6,8%

Quelle: Penn World Table 7.1, Allianz Global Investors;
Stand: Juli 2012

Unsere zweite Regressionsanalyse soll Aufschluss über das Anpassungstempo geben. Wir haben daher für alle Märkte eine Regression des tatsächlich beobachteten, relativen Preisniveaus im Jahr 2010 gegenüber zwei erklärenden Variablen durchgeführt: der Abweichung von der Balassa-Samuelson-Linie

im Jahr 2000, d.h. ein Jahrzehnt früher, und unserem berechneten Wert für 2010. Dabei sollte die letztgenannte Variable als Ankerwert für 2010 dienen, und der Regressionskoeffizient für die Abweichung vom fairen Wert vor zehn Jahren sollte Aufschluss über das Anpassungstempo geben. Unsere Ergebnisse bestätigen unsere Erwartungen: Der berechnete Wert ist in der Tat ein guter Erklärungsfaktor für den beobachteten Wert. Interessanterweise liegt der geschätzte Regressionskoeffizient für die Abweichung im Jahr 2000 bei rund 0,5. Dies impliziert, dass die Abweichung von der Balassa-Samuelson-Linie über zehn Jahre hinweg etwa zur Hälfte korrigiert wird. Selbst unter der Annahme, dass es bei den von uns ausgewählten Ländern nicht zu einer Konvergenz der Produktivitätsgewinne und des BIP pro Kopf gegenüber den USA kommt, dürfte der reale effektive Wechselkurs von 2010 bis 2020 im Fall Chinas um rund 8% ($0,5 \cdot 16,3\%$), im Fall Indiens um rund 18% ($0,5 \cdot 35,9\%$) und im Fall Thailands um rund 10% ($0,5 \cdot 20,4\%$) aufwerten. Eine Rückkehr zum Mittelwert würde gleichzeitig implizieren, dass der brasilianische Real real um rund 31% ($0,5 \cdot (-61,5\%)$) abwerten sollte.

Die Annahme, dass es in den Schwellenländern nicht zu Produktivitätszuwächsen und einer Konvergenz des BIP gegenüber den USA kommt, ist ganz klar nicht realistisch. Die Daten des Conference Board zeigen, dass die Arbeitsproduktivität in den meisten Schwellenländern stetig höher war als in den Industrieländern. Da Produktivitätszuwächse die



Tabelle 4: Arbeitsproduktivität pro Beschäftigtem

	seit 2000	seit 1990	seit 1980
Deutschland	0,7%	1,1%	1,3%
Großbritannien	0,8%	1,5%	1,7%
USA	1,4%	1,7%	1,6%
Polen	3,0%	3,9%	2,7%
Russland	4,3%	1,1%	NA
UdSSR	4,8%	1,0%	1,0%
China	10,7%	8,5%	7,2%
Hongkong	3,4%	2,8%	3,3%
Indien	5,3%	4,5%	4,0%
Indonesien	3,5%	3,0%	2,4%
Philippinen	2,0%	1,4%	0,5%
Singapur	1,8%	2,8%	3,0%
Südkorea	2,8%	3,8%	4,5%
Taiwan	2,9%	3,8%	4,3%
Thailand	2,3%	3,1%	3,7%
Brasilien	1,1%	1,3%	0,3%

Quelle: Conference Board, Allianz Global Investors; Stand: August 2012

wichtigste Ursache für den Anstieg des BIP pro Kopf sind (in der neoklassischen Wachstumstheorie von Solow sind sie sogar die einzige Ursache) und die Produktivitätszuwächse in den Schwellenländern, die gegenüber den Industrieländern aufholen, höher sein dürften, ist auch ein kräftigerer Zuwachs des BIP pro Kopf in den Schwellenländern zu erwarten.

Selbstverständlich ist es außerordentlich schwierig, das Wachstum des BIP pro Kopf im kommenden Jahrzehnt zu schätzen. In Tabelle 5 sind unsere Schätzungen für die nächsten zehn Jahre aufgeführt. Die Zahlen liegen leicht unter dem Anstieg des BIP pro Kopf im vergangenen Jahrzehnt. Diese Annahme ist sinnvoll: Da die Konvergenz der Schwellenländer bereits begonnen hat, dürften die künftigen Produktivitätszuwächse – und damit auch der Zuwachs des BIP pro Kopf – etwas schwächer ausfallen als in der Vergangenheit. Dennoch halten wir unsere Prognosen für recht konservativ kombinieren

Tabelle 5: Prognosen für den Anstieg des BIP pro Kopf p.a., 2010 – 2020

Brasilien	3,5%
China	8,0%
Hongkong	3,5%
Indien	4,5%
Indonesien	4,0%
Republik Korea	3,0%
Russland	4,0%
Singapur	4,0%
Taiwan	4,0%
Malaysia	4,0%
Philippinen	4,0%
Thailand	4,0%
USA	1,3%

Quelle: Allianz Global Investors Conference Board; Stand: August 2012

Tabelle 6: Erwartete reale Aufwertung

Prognosen für 2010 – 2020	Jährliches BIP pro Kopf im Vergleich zu den USA	Kumulierte 10j. Wachstumsüberschüsse ggü. USA	Implizite reale Aufwertung Faktor (0,2)	Reale Aufwertung aufgrund von Rückkehr zur B-S-Linie	Gesamte reale Aufwertung	Reale Aufwertung p.a
Brasilien	2,3%	24,9%	5,0%	-30,8%	-25,8%	-2,9%
China	6,8%	92,2%	18,4%	8,1%	26,6%	2,4%
Hongkong	2,3%	24,9%	5,0%	5,0%	10,0%	1,0%
Indien	3,3%	37,7%	7,5%	18,0%	25,5%	2,3%
Indonesien	2,8%	31,2%	6,2%	-7,4%	-1,2%	-0,1%
Republik Korea	1,8%	18,9%	3,8%	4,3%	8,1%	0,8%
Russland	2,8%	31,2%	6,2%	5,8%	12,0%	1,1%
Singapur	2,8%	31,2%	6,2%	5,1%	11,3%	1,1%
Taiwan	2,8%	31,2%	6,2%	14,5%	20,8%	1,9%
Malaysia	2,8%	31,2%	6,2%	6,9%	13,2%	1,2%
Philippinen	2,8%	31,2%	6,2%	1,0%	7,2%	0,7%
Thailand	2,8%	31,2%	6,2%	10,2%	16,4%	1,5%
Durchschnitt					10,3%	0,9%

Quelle: Allianz Global Investors Conference Board; Stand: August 2012

wir nunmehr die beiden oben erläuterten Effekte: die Rückkehr zum Mittelwert (d.h. der „Balassa-Samuelson-Linie“) und die Auswirkungen des kräftigeren BIP-Wachstums als in den USA. Der erste Effekt ist in Tabelle 6 in den Spalten 1 – 3, der zweite in Spalte 4 dargestellt.

Wir kommen zu dem Ergebnis, dass alle Schwellenländerwährungen mit Ausnahme von Brasilien und Indonesien im kommenden Jahrzehnt real langsam aufwerten dürften. China dürfte wohl real die stärkste Aufwertung verzeichnen: insgesamt um rund 26% bzw. um rund 2,4% p.a. Im Durchschnitt

dürfte sich die kumulierte reale Aufwertung in den 12 von uns ausgewählten Ländern auf rund 10% insgesamt bzw. 1% p.a. belaufen. Damit wäre sie schwächer als in den Jahren 2000 – 2010, was darauf zurückzuführen ist, dass die Schwellenländer bereits aufgeholt haben. Die Produktivität und damit auch das Wachstum dürften daher im Vergleich zu den Industrieländern nicht mehr so stark überschießen wie zuvor. Die reale Aufwertung dürfte sich auch nach dem Jahr 2020 noch fortsetzen, sofern die ausgewählten Länder weiterhin ein kräftigeres Wachstum des BIP pro Kopf verzeichnen als die Industrieländer – was sehr wahrscheinlich ist.

Von der realen zur nominalen Wechselkursaufwertung

Für Anleger in Schwellenländer-Vermögenswerten ist jedoch die zu erwartende nominale Aufwertung von größerer Bedeutung als die Reale. Anders ausgedrückt: Wenn z.B. der RMB gegenüber dem USD oder dem EUR abwertet, aber real wegen einer höheren Inflationsrate aufwertet, verlieren internationale Anleger Geld. Wie die obigen Daten zeigen, ist genau dies in einigen Ländern im vergangenen Jahrzehnt geschehen. Langfristig ist es jedoch unseres Erachtens sehr wahrscheinlich, dass sich die reale Aufwertung zu einem großen Teil auch in einer nominalen Aufwertung niederschlägt. Warum? Wenn die reale Aufwertung dauerhaft nur zu höheren Inflationsraten führt, ist damit zu rechnen, dass der wirtschaftliche, politische und soziale Druck in den Schwellenländern zunimmt. Eine nominale Aufwertung trägt dazu bei, Inflationsdruck zu verringern und eine wahrscheinliche Kon-

junkturüberhitzung zu vermeiden. Genau dies war in China im vergangenen Jahrzehnt zu beobachten. Eine nominale Aufwertung von Schwellenländerwährungen findet unseres Erachtens über sehr lange Zeiträume hinweg statt.

Eine solche Entwicklung wird auch vom Konsens erwartet. Laut Consensus Economics könnten die von uns ausgewählten Schwellenländerwährungen bis 2018 (maximaler Prognosehorizont) im Durchschnitt nominal kumuliert um rund 5% aufwerten; wir erwarten ca. 10% bis 2020. Unseres Erachtens sind die Konsensprognosen zu konservativ, und die nominale Aufwertung könnte realer höher ausfallen, da a) unsere Annahmen zum realen Wachstum wie bereits oben erläutert zu konservativ sein könnten und b) die Schwellenländer mehr Gewicht auf eine Eindämmung der Inflation legen könnten, was zu einer realen Aufwertung und einer kräftigeren nominalen Wechselkursaufwertung statt Inflation führen könnte.

Tabelle 7: Geschätzte nominale und reale Aufwertung der Schwellenländerwährungen ggü. dem USD

	Reale Aufwertung kommende 10 Jahre	Konsens: nominale Aufwertung bis 2018	Delta
Brasilien	-25,8%	-4,0%	-21,8%
China	26,6%	18,3%	8,2%
Hongkong	10,0%	-0,2%	10,2%
Indien	25,5%	9,3%	16,2%
Indonesien	-1,2%	1,2%	-2,4%
Republik Korea	8,1%	12,2%	-4,1%
Russland	12,0%	-5,8%	17,8%
Singapur	11,3%	9,0%	2,3%
Taiwan	20,8%	8,7%	12,1%
Malaysia	13,2%	6,7%	6,5%
Philippinen	7,2%	2,3%	5,0%
Thailand	16,4%	7,1%	9,3%
Durchschnitt	10,3%	5,4%	4,9%

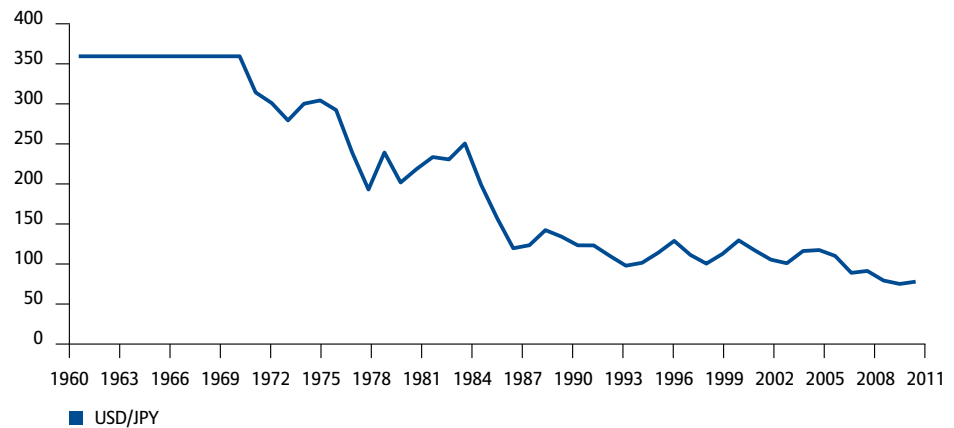
Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Economics & Strategy, Consensus Economics; Stand August 2012

Unsere Erwartung, dass die Schwellenländerwährungen nominal aufwerten dürften, erhärtet sich, wenn man die Entwicklung des Yen seit dem zweiten Weltkrieg, d.h. seit der Industrialisierung Japans, betrachtet.

Bis zum Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems zu Beginn der Siebzigerjahre war der Yen vs. US-Dollar-Wechselkurs bei

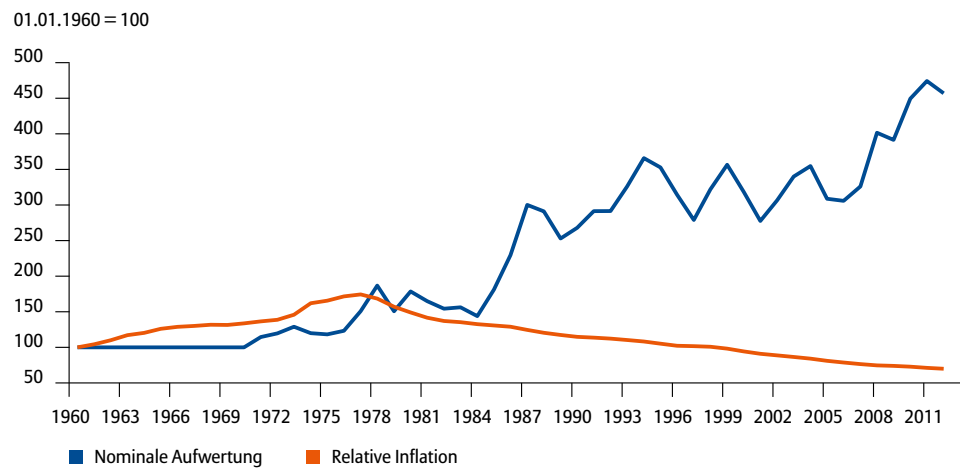
360 fix. Der Yen hatte jedoch real bereits während des Bretton-Woods-Systems beträchtlich aufgewertet, da die Inflation in Japan bis zum Ende der Siebzigerjahre höher war als in den USA. Als der Wechselkurs zu Beginn der Siebzigerjahre freigegeben wurde, begann der Yen unverzüglich auch nominal aufzuwerten, wenngleich es zu Anfang der Achtzigerjahre zu einer Schwächephase kam.

Grafik 2: US-Dollar und japanische Yen (USD/JPY)



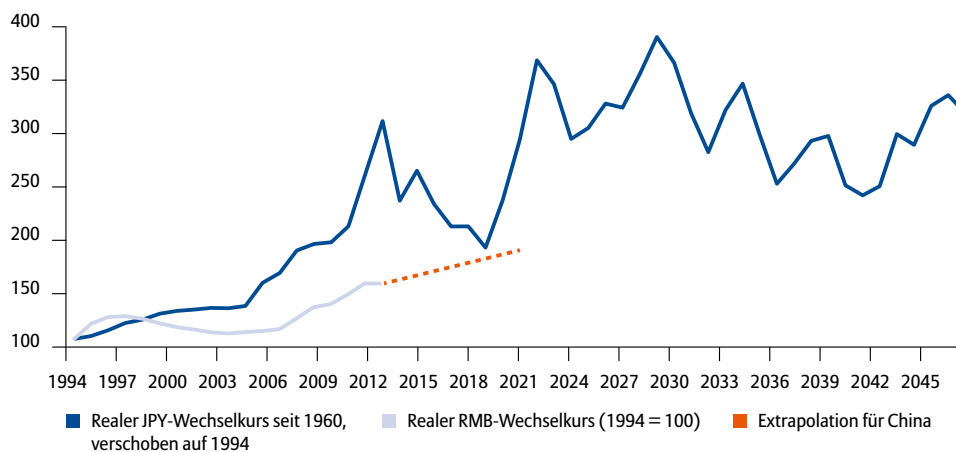
Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Economics & Strategy; Stand: August 2012

Grafik 3: USD/JPY-Wechselkurs und jeweilige Inflationsraten (indexiert)



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Economics & Strategy; Stand: August 2012

Grafik 4: Realer Wechselkurs Yen & Renminbi ggü. USD



Quelle: Allianz Global Investors Economics & Strategy; Stand: August 2012

Unseres Erachtens kann die Entwicklung des Yen gegenüber dem US-Dollar etwa seit 1960 auch als Blaupause für China's Renminbi ab Mitte der Neunzigerjahre dienen. Mitte der Neunzigerjahre hatte China 10 – 15 Jahre zuvor mit der Umstrukturierung seines Wirtschaftsmodells begonnen. In ähnlicher Weise lag der Anfang des Wiederaufbaus der japanischen Wirtschaft nach dem zweiten Weltkrieg im Jahr 1960 fünfzehn Jahre zurück. Wenn unser Vergleich zutrifft, wäre der RMB heute in etwa mit dem Yen Mitte bis Ende der Siebzigerjahre vergleichbar.

Wenn wir die reale Aufwertung des RMB bis 2020 mit unserer geschätzten Rate von knapp 2,5% p.a. extrapolieren, wäre die kumulierte reale Aufwertung des RMB gegenüber dem USD seit 1994 ganz ähnlich wie diejenige des Yen gegenüber dem USD von 1960 bis Mitte der Achtzigerjahre. Wenn sich der RMB tatsächlich ähnlich wie der Yen entwickelt, könnte er bis 2030 real gegenüber dem USD aufwerten.

Verstehen.

Weder die reale noch die nominale Aufwertung dürfte linear stattfinden.

Genau wie der Yen jahrelang nominal gegenüber dem USD abgewertet hat – vor allem Anfang der Achtzigerjahre – und gleichzeitig langfristig insgesamt aufwertete, hat der RMB in jüngster Zeit leicht gegenüber dem USD abgewertet, und verschiedene andere Schwellenländerwährungen haben seit Beginn der Finanzkrise beträchtlich an Wert gegenüber dem USD verloren. Dafür gibt es mehrere Gründe: Eine steigende Risikoaversion nach der Finanzkrise führte dazu, dass Mittel aus als riskant geltenden Schwellenländern repatriiert wurden; Zinssenkungen in den Schwellenländern machten Carry-Investitionen in Schwellenländern weniger

attraktiv; Einwohner der Schwellenländer nutzten die Liberalisierung bzw. Internationalisierung ihrer Finanzmärkte zum Transfer von Vermögenswerten ins Ausland. All diese Faktoren spielten in den vergangenen Jahren in unterschiedlichem Maße eine Rolle. Außerdem können inflationäre und deflationäre Preisschocks in den Schwellenländern leicht das inländische Preisniveau und die nominalen Wechselkurse beeinflussen.

Dennoch sind wir der Auffassung, dass sowohl wirtschaftstheoretische Überlegungen als auch empirische Daten für unsere Erwartung sprechen, dass die Schwellenländerwährungen in den kommenden Jahren sowohl real als auch nominal aufwerten werden.

Stefan Hofrichter

Literatur

Alan Heston, Robert Summers und Bettina Aten, Oktober 2002, Penn World Table Version 6.1, Center for International Comparisons of Production, Income and Prices at the University of Pennsylvania

Alan Heston, Robert Summers und Bettina Aten, Juli 2012, Penn World Table Version 7.1, Center for International Comparisons of Production, Income and Prices at the University of Pennsylvania

Bela Balassa, 1964, "The purchasing power parity doctrine: A reappraisal". *Journal of Political Economy* 72:584-96

Kenneth Rogoff, 1996, "The Purchasing Power Parity Puzzle", *J. Economic Literature*, 34: (2) Juni 1996, 647-68

J. Frankel, 2005, "On the renminbi: the choice between adjustment under a fixed exchange rate and adjustment under a flexible rate", NBER Working paper, Nr.11274

Paul A. Samuelson, 1964. "Theoretical notes on trade problems", *Review of Economics and Statistics* 46 (Mai): 145-54

Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, 2003, "International Economics: Theory and Policy", 6. Ausgabe (Boston: Addison Wesley, 2003), Kapitel 15

Weitere Analysen von Global Capital Markets & Thematic Research

Finanzielle Repression

- Finanzielle Repression findet bereits statt
- Globaler Strategie & Macro-Ausblick
- Finanzielle Repression: Die lautlose Entschuldung.
- Zeitenwende

Anleihen

- Schwellenländerwährungen
- Asia Bonds
- High Yields
- Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Anleihen aus den Wachstumsländern
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Bond Basics
- Unternehmensanleihen
- Wandelanleihen: Das beste aus zwei Welten
- Warum asiatische Anleihen?

Risikomanagement

- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage

Chinas neue Epoche des Wachstums

- Der chinesische Renminbi – die neue Weltwährung
- Die zaghafte Öffnung des chinesischen Kapitalmarkts
- China Fokus – In den Fußstapfen Japans
- Tiger und Drache
- China Fokus – Arbeitskräftemangel
- China Fokus – Die Internationalisierung des Renminbi nimmt Fahrt auf

bAV – Zukunftssicherung

- Grundwissen zur IFRS-Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen
- Kompendium Insolvenzversicherung
- Kompendium Zeitwertkonten
- Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und Versorgungsverpflichtungen
- Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung
- Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen

SRI – Sustainability – ESG

- Rendite ohne Reue
- Rendite ohne Reue reloaded
- Nachhaltig – verantwortungsvoll – themenbasiert

Europäische Währungsunion (EWU)

- SMP, EFSF und ESM – eine Momentaufnahme
- Nord-Süd-Gefälle
- Europäische Währungsunion (EWU): Auseinanderbrechen oder stärkere Integration?

Dividenden

- Dividendentitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation
- Dividenden auf dem Weg zu einem Comeback im Stil der 1980er-Jahre
- Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Überliste Dich Selbst: Die Odysseus-Strategie
- Überliste Dich selbst – oder: Wie Anleger die „Lähmung“ überwinden können
- Überliste Dich selbst – oder: Vom „intuitiven“ und „reflexiven“ Verstand
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise
- Aktives Management
- Erkenne Dich selbst!

Welt im Wandel

- Entscheidende Einblicke in eine Welt im Wandel
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts
- Der „grüne“ Kondratieff – oder warum Krisen gut sind
- Krisen – oder: die schöpferische Kraft der Zerstörung

Demographie

- Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:
<http://www.allianzglobalinvestors.de>

FOLLOW US ON 

www.twitter.com/allianzgi_view

Verpassen Sie auch unsere Podcasts nicht:
www.allianzgi.de/podcast

Notizen

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Europe GmbH (www.allianzglobalinvestors.eu), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Mainzer Landstraße 11–13, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

www.allianzglobalinvestors.de

Allianz Global Investors
Europe GmbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main



Stand: September 2012

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.

