

Die Theorie der Kaufkraftparität ...

Viele Volkswirte teilen die Auffassung, dass identische Güter in unterschiedlichen Ländern gleich viel kosten sollten. Als Referenz hierzu wird oft auf den Big-Mac-Index verwiesen, den die Zeitschrift „The Economist“ 1986 eingeführt hat. Demnach ist der sinnvollste Devisenkurs derjenige, der einen einheitlichen Preis für den Big Mac in unterschiedlichen Ländern sicherstellt. Die dazugehörige Theorie ist die der Kaufkraftparität (KKP): Sind Güter in einem Land teurer, so ergibt sich in einer offenen Volkswirtschaft eine Arbitragemöglichkeit, die zu höheren Importen des relativ teuren Landes führt, was wiederum dessen Devisenkurs unter Druck setzt und so die Preise angleicht. Ist also das Preisniveau in Land A deutlich höher als in Land B, würde sich ein Handelsüberschuss von Land B gegenüber Land A ergeben. Dies würde wiederum den Devisenkurs von Land A unter Druck setzen und so die Preise (in einer gemeinsamen Währung umgerechnet) angleichen bzw. die Handelsbilanz ins Gleichgewicht bringen.

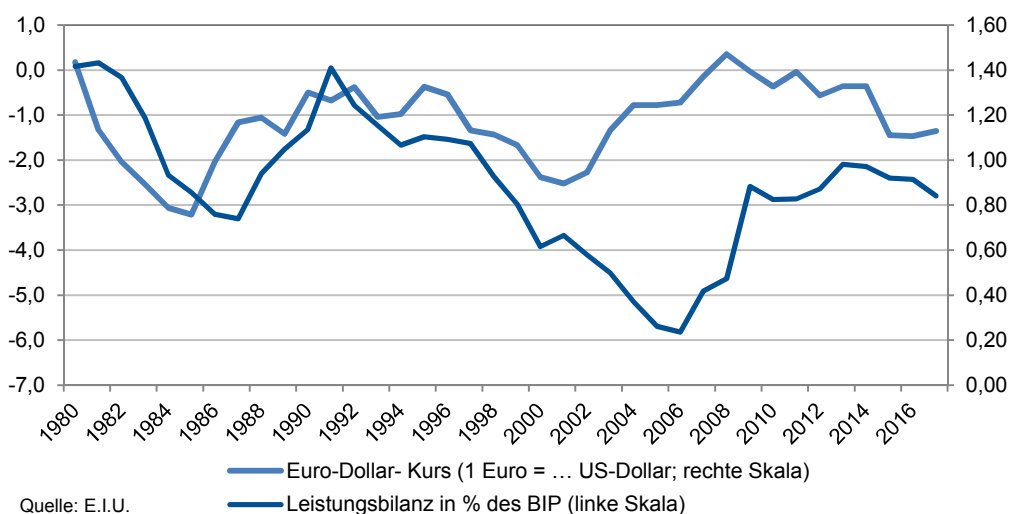
Eine abgeschwächte Form der KKP beruht auf dem Unterschied von Inflationsraten. Ist die Inflationsrate in Land A höher als in Land B, so wird die Währung von Land A gegenüber Land B abwerten. Wie bei den absoluten Preisen ist auch in diesem Fall die Grundlage der Devisenkurskorrektur ein preislicher Wettbewerbsverlust, der zu einem sich ausweitenden Handelsbilanzdefizit führt.

Doch bestätigt die Empirie den KKP, bzw. wie sinnvoll und effizient sind Einschätzungen künftiger Devisenkursentwicklungen auf Basis dieses Konzeptes?

... ist nicht unbedingt ein verlässlicher Indikator für die Entwicklung von Devisenkursen, ...

Handelsströme und Ungleichgewichte, die sich auf Grundlage von Preis- bzw. Wettbewerbsunterschieden ergeben, scheinen die Entwicklung von Devisenkursen nur eingeschränkt zu determinieren. Dies wird besonders offensichtlich am Beispiel der USA, die nun schon seit Jahrzehnten ein Leistungsbilanzdefizit ausweisen, ohne, dass eine anhaltende Abwertung des US-Dollar erfolgt. Ein Vergleich zwischen dem Transaktionsvolumen des internationalen Handels und dem des Kapitalmarktes zeigt, dass dies nicht überraschend ist. Weltweit dominieren Finanztransaktionen die Devisenmärkte, was die Bedeutung von Zinsen unterstreicht, während relative Preisunterschiede bei Gütern als Bestimmungsgröße für Wechselkurse weniger bedeutend sind. Gemäß der BIZ werden jeden Tag Devisen direkt oder in Form von Derivaten mit einem Volumen von über 5 Billion US-Dollar gehandelt. Hingegen betrug der Welthandel im gesamten Jahr 2017 nur knapp über 17 Billionen US-\$. So sind Devisen schon lange nicht mehr nur ein Zahlungsmittel für den Güterhandel. Geld bzw. Devisenkurse sind ein eigenes Handelsgut geworden.

Abb. 1: US-Leistungsbilanz in % des BIP und Euro-Dollar-Kurs



Die Modellierung von Devisenkursen und die daraus resultierenden Einschätzungen über das „richtige“ oder fundamentale Devisenkursniveau erweist sich als schwierige Übung. Anders als zum Beispiel bei den Leitzinsen der Notenbanken, für die

Inflations- und Wachstumserwartungen bestimmende Treiber darstellen, sind die Treiber für Devisenkurse weniger eindeutig zu benennen. Hier mag zwar die KKP aus theoretischer Sicht als sinnvolle Referenz gelten. Doch nur, wenn der Devisenkurs auf Veränderungen der Inflationsrate eines Landes ausreichend stark reagiert, kann die KKP als Grundlage für derartige Einschätzungen angesehen werden. Hieran scheidet es jedoch oftmals. Denn um ein sinnvoller und effizienter Anker für Devisenkursenerwartungen zu sein, sollte der eigentliche Devisenkurs nur wenig von seinem Referenzwert abweichen. Anders gesagt: Die Abweichung des tatsächlichen vom „richtigen“ Wert sollte sich langfristig aufheben. Systematische oder lang anhaltende Abweichungen weisen darauf hin, dass weitere Treiber von Bedeutung sind und die KKP nicht als alleiniger und relevanter Anker angesehen werden kann.

Wechselkursbewegungen über relative Preisentwicklungen hinaus zeigen eine Veränderung im realen oder preisbereinigten effektiven Wechselkurs (REEX). Dieser Wechselkurs ist ein handelsgewichteter Index von Wechselkursen eines Landes, der die relative Preisentwicklung berücksichtigt. Ein nachhaltig niedrigeres oder höheres Niveau des REEX (ein Anstieg des REEX-Index bedeutet eine Aufwertung) zeigt eine nachhaltige Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. **Damit das Konzept der Kaufkraftparität zumindest für langfristig relevant ist, muss sich der REEX als stabil erweisen. Devisenkursveränderungen spiegeln also die relative Preisentwicklung. Vereinfacht gesagt: Hat Land A eine Inflation von 2 % und Land B hat eine Inflation von 4 %, muss der Devisenkurs von Land A gegenüber dem von Land B um 2 % aufwerten, damit der REEX stabil ist.** Ist dies der Fall, dann ist der Durchschnitts-REEX ein geeigneter Erwartungswert, und der historische Verlauf kann in die Beurteilung einer möglichen Über- oder Unterbewertung einfließen. Zeigt REEX zudem nur eine geringe Volatilität um einen Durchschnittswert, könnte das Konzept auch kurzfristig als relevanter Anker der Entwicklungen gesehen werden, da Abweichungen vom KKP-Fundamentalwert dann nur von kurzer Dauer wären bzw. eine Indikation für eine Korrektur signalisieren würden. Grundsätzlich ist das Konzept der KKP jedoch eher langfristig zu sehen, was sich statistisch in einer stabilen (oder stationären) Zeitreihe vom REEX zeigt.

Deutliche Inflationsunterschiede können sehr wohl zu Wechselkursveränderungen führen, was oftmals bei Schwellenländern der Fall ist. Hier muss eine Abwertung stattfinden, um die Wettbewerbsfähigkeit des Landes zumindest kurzfristig zu verbessern. **Vor allem für Länder mit einer relativ hohen Inflation ist dann eine tendenzielle Abwertung notwendig, was die Relevanz von KKP in solchen Fällen erhöht.** Doch ohne Reformen und Lohnzurückhaltung führt solch eine Abwertung erneut zu Inflationsdruck, sodass die preislichen Wettbewerbsvorteile einer Abwertung häufig nur kurzfristig anhalten. Auch kann ein strukturelles Leistungsbilanzdefizit vor allem für Schwellenländer einen Risikofaktor darstellen, da die Finanzierung auf ausländisches Kapital angewiesen ist. In solchen Fällen sind zwar die Zinsen von hoher Bedeutung, allerdings beruhen die Risikoeinschätzung und die Risikoprämie in solchen Fällen häufig auf der Leistungsbilanzdynamik.

... was sich empirisch beweisen lässt

Im Folgenden wurden die realen effektiven Wechselkurse (REEX) – wie sie von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berechnet werden – für ausgewählte Schwellen- und Industrieländer analysiert. Die untersuchte Zeitspanne betrifft die Jahre 1994 bis 2018 und umfasst damit fast 25 Jahre. Tabelle 1 veranschaulicht die Stabilität und damit die grundsätzliche Sinnhaftigkeit der KKP. Generell zeigen die empirischen Ergebnisse, dass die preisbereinigten Wechselkurse alles andere als stabil zu sein scheinen. Ein Vergleich der Kaufkraft als Grundlage der Bewertung ist somit in den meisten Fällen wenig zielführend. Zwar kann in einen oder anderen Fall eine gewisse Stabilität dadurch nachgewiesen werden, dass bestimmte Ereignisse wie die Finanzkrise ignoriert werden. Dagegen erweist es sich als problematisch, nur Zeitphasen in Betracht zu ziehen, die eine gewisse These bzw. Stabilität stützen.

Empirische Ergebnisse deuten allerdings an, dass auch eine höhere Inflationsrate zur höheren Relevanz des KKP führen kann, da eine Volkswirtschaft durch die hohe Inflationsrate relativ schnell preisliche Wettbewerbsnachteile erfährt und somit Druck auf die Leistungsbilanz aufbaut bzw. die Glaubwürdigkeit ihrer Finanzierung hinterfragt. So hat die KKP gerade für Länder wie Südafrika, die Türkei oder Indien eine höhere Relevanz. Denn die drei Staaten weisen eine relativ hohe Inflation und ein strukturelles Leistungsbilanzdefizit auf, das finanziert werden muss. Eine Verschlechterung der Bilanz in Folge einer durch Inflation induzierten realen Aufwertung würde zu Vertrauensverlusten und somit Kapitalabflüssen führen, was die Währung unter Druck setzt. Auch mögen in diesen Ländern deutliche Abwertungen in Folge von zum Beispiel politischen Unruhen ein wichtiger Treiber einer höheren Inflationsrate sein. Ein ansteigender Offenheitsgrad kann die Relevanz von KKP ebenfalls erhöhen, da der Einfluss des Devisenkurses auf die lokale Inflationsentwicklung ansteigt.

Die Inflationsrate in Südafrika ist infolge des Endes der Apartheid zurückgegangen und hält sich verhältnismäßig stabil. Auch der südafrikanische REEX erweist sich als statistisch stabil. Eine Abwertung führt mangels Reformen relativ schnell zu höherer Inflation, was die Entwicklung des preisbereinigten Wechselkurses stabilisiert bzw. die gewonnenen preislichen Wettbewerbsvorteile langfristig neutralisiert. Auch wenn sich der REEX für Südafrika als stabil erweist, zeigt er dennoch aufgrund der politischen Unruhen eine hohe Volatilität. Dies gilt auch für Brasilien, das wie Südafrika eine relativ hohe Inflationsrate und ein strukturelles Leistungsbilanzdefizit aufweist. Dennoch ist der REEX im Falle Brasiliens grundsätzlich instabil. Volatile Kapitalbewegungen – auch in Folge politischer Unruhen – scheinen stärkeren Einfluss auf den Real zu haben als auf den

Rand. Auch Mexiko zeigt einen instabilen REEX. Hier scheint die Finanzierbarkeit des Defizits nur wenig im Fokus der Kapitalmärkte zu stehen.

Für Staaten mit guter Bonität sind Sorgen über die Finanzierung des Defizits und der Kaufkraftparität weniger ein Thema. Kapitalbewegungen bzw. Risikoeinschätzungen der Finanzmärkte werden nicht von Wettbewerbsfähigkeit und nachhaltiger Finanzierungbarkeit getrieben, sondern eher von der relativen Geldpolitik. Dies ist der Fall zum Beispiel bei Kanada, Australien, den USA und Großbritannien. Für alle diese Staaten erweist sich der REEX als nicht stabil, und die KKP spielt selbst langfristig kaum eine Rolle.

Tabelle 1: Ausgesuchte Daten und Ergebnisse für 1994 - 2017 (Durchschnitte)

	Leistungsbilanz in % des BIP	Inflationsrate in %	Dynamik des preisbereinigten effektiven Devisenkurses
Länder mit strukturellem Leistungsbilanzüberschuss			
China	2,2	2,6	Aufwertungs-trend, nicht stabil um Trend
Euro-Zone	2,6	1,3	Nicht stabil, auch nach 2000 nicht
Japan	2,4	0,4	Stabil um den Abwertungs-trend
Russland	3,3	7,6	Nicht stabil
Schweiz	10,4	-0,1	Nicht stabil
Malaysia	5,3	2,5	Nicht stabil
Bonitätsschwache Länder mit hoher Inflation und strukturellem Leistungsbilanzdefizit			
Südafrika	-3,8	5,4	Seit 1996 stabil
Türkei	-5,6	8,4	Seit 2008 stabil um den Abwertungs-trend
Indien	-2,4	7,2	Stabil
Brasilien	-2,7	6,4	Nicht stabil
Mexiko	-1,7	3,9	Nicht stabil, seit 2004 Abwertungs-trend, aber weiterhin instabil
Bonitätsstarke Länder mit niedriger Inflation und strukturellem Leistungsbilanzdefizit			
Australien	-3,2	2,2	Nicht stabil
Kanada	-3,2	1,6	Nicht stabil
Großbritannien	-4,6	2,1	Nicht stabil, seit Finanzkrise möglicherweise stabil
USA	-2,5	1,7	Nicht stabil

Quelle: E.I.U; BIZ; IKB-Berechnung und –Einschätzung

Für Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen gilt – ähnlich wie für Länder mit guter Bonität –, dass die KKP grundsätzlich kein geeigneter Indikator für Entwicklungen ist. Für diese Länder ist kein Portfoliokapital zur Finanzierung eines Defizits erforderlich, Kapitalbewegungen resultieren weniger aus Wettbewerbs- und Finanzierungsgründen. Zu diesen Staaten oder Staatengruppen gehören die Euro-Zone, die Schweiz, Malaysia, aber auch Russland. Dieses Land hat zwar eine relativ hohe Inflationsrate, sein Leistungsbilanzüberschuss verhindert allerdings Kapitalbewegungen aus Sorge über die Wettbewerbsfähigkeit Russlands. Auch führen politische Unruhen dort zu erhöhter Volatilität, die die Relevanz von KKP weiter reduziert. Dies ist selbst dann der Fall, wenn die Krise von 1998 in den statistischen Tests ignoriert wird.

Der seit 2008 statistisch bedeutende Aufwertungs-trend in China ist auf Devisenkontrollen und anhaltende Interventionen der chinesischen Notenbank zurückzuführen. Allerdings ist der Yuan trotzdem nicht stabil, sodass der Aufwertungs-trend als Grundlage von Erwartungen nicht zielführend zu nutzen ist. Obwohl Japan neben der Schweiz die niedrigste Inflationsrate und einen Leistungsbilanzüberschuss aufweist, zeigt sein REEX in jüngerer Zeit einen stabilen Abwertungs-trend. Dieser Trend ist jedoch im Kontext einer lang anhaltenden Aufwertung (seit den 60er Jahren bis Mitte der 90er Jahre) zu sehen. Über den gesamten Zeitraum (1964 bis 2017) war auch der japanische REEX alles andere als stabil, was angesichts des Inflations-niveaus und der Leistungsbilanz nicht überrascht.

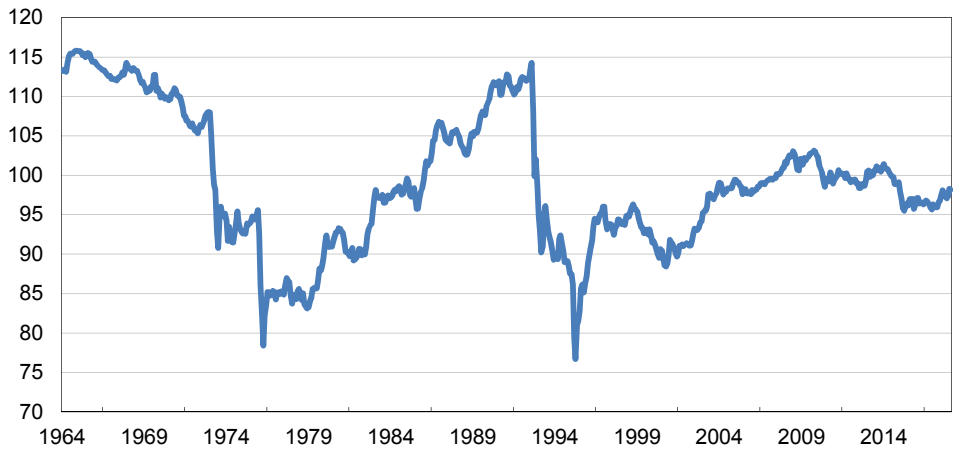
Italien – Abwertungen und Wettbewerbsfähigkeit

Bei Italien wird häufig darauf verwiesen, dass die lokale Währung vor dem Euro-Beitritt regelmäßig abwertete, um die durch eine höhere Inflation induzierten Wettbewerbsverluste wieder zu korrigieren. Doch war der reale Wechselkurs vor Euro-Einführung für Italien stabil bzw. auf einem niedrigeren Niveau, und wie hat sich diese Dynamik möglicherweise seit dem Euro-Eintritt verändert? Empirische Ergebnisse deuten darauf hin, dass der reale Wechselkurs über die gesamte Zeitperiode 1964 – 2018 sowie für die Periode vor Euro-Einführung nicht stabil war. Die höhere italienische Inflation wurde somit nicht automatisch

durch eine abwertende Lira kompensiert und, wie Abb. 2 zeigt, es gab lang anhaltende Veränderungen bei Italiens internationaler Wettbewerbsfähigkeit. So konnte sich der durch eine Abwertung (Rückgang von REEX) erreichte Wettbewerbsvorteil mangels Reformen nie permanent halten.

Seit der Euro-Einführung scheint sich die hohe Volatilität des preisbereinigten Wechselkurses deutlich gelegt zu haben. So hat Italien seitdem keine Gelegenheit für eine Abwertung seines Devisenkurses. Da dieser jedoch auch vor Euro-Einführung nicht stabil war, kann nicht argumentiert werden, dass Italien durch die Euro-Einführung nachhaltige internationale Wettbewerbsnachteile erfahren hat. Abb. 2 zeigt, dass die italienische Wettbewerbsfähigkeit seit Euro-Einführung weniger Schwankungen ausgesetzt ist, und dass der preisbereinigte Wechselkurs im historischen Vergleich auf keinem hohen Niveau verweilt, was ansonsten auf einen anhaltenden Wettbewerbsverlust hindeuten würde.

Abb. 2: Italien: preisbereinigter effektiver Wechselkurs



Quelle: Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

Fazit: Immer wieder wird die Theorie der Kaufkraftparität (KKP) als Referenz für das „ideale“ Kursniveau von Devisen beschrieben. Daraus lässt sich dann ableiten, angesichts welcher Inflationsdynamiken Auf- oder Abwertungen notwendig sind. Für die Entwicklung von Devisenkursen sind Inflationsdynamiken zwar wichtige Treiber – allerdings nicht die einzigen. Empirische Ergebnisse deuten vielmehr darauf hin, dass die KKP selbst langfristig für Devisenkursprognosen nur sehr eingeschränkt geeignet ist.

Allein bei bonitätsschwachen Ländern mit hoher Inflationsrate scheint die KKP vereinzelt relevant zu sein, vor allem in Kombination mit einem strukturellen Leistungsbilanzdefizit. Dies ergibt sich unter anderem daraus, dass eine hohe Inflation schnell zu internationalen Wettbewerbsverlusten führt und damit ein größeres Leistungsbilanzdefizit zur Folge hat. Das stimmt Kapitalgeber skeptisch und sorgt für Kapitalabflüsse, was eine Abwertung einleitet und somit einen gewissen Gleichlauf zwischen Inflation und Devisenkursdynamik sicherstellt.

Für bonitätsstarke Länder oder Länder mit Leistungsbilanzüberschuss bzw. niedriger Inflation ist eine Einschätzung der Devisenkursentwicklung auf Grundlage von relativen Inflationsdynamiken hingegen nicht zielführend, da kein empirischer Zusammenhang nachweisbar ist. Es gibt also keinen Grund, angesichts des unverkennbar höheren Big Mac-Preisniveaus in der Schweiz eine bedeutende Abwertung des Franken zu erwarten.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkies-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

18. April 2018
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz