



Autoren: Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Oleksiy Artin
oleksiy.artin@ikb.de

Editor: Patrick von der Ehe
patrick.ehe@ikb.de

Fazit: Die türkische Notenbank hat aktuell wieder die Zinsen erhöht, um den eskalierenden Abwertungsdruck der türkischen Lira zu stoppen. Und wie bei vorherigen Versuchen, wird auch diese Aktion außer kurzfristigen Marktreaktionen wenig bringen. Die Abwertungs dynamik der türkischen Lira ist zu fundamental, als dass ein kurzfristiger Zinsanstieg dies korrigieren könnte.

Denn die Entwicklung geht auf eine anhaltend hohe Inflation, niedrige Zinsen sowie strukturelle Ungleichgewichte in der Wirtschaft zurück. So ist die Inflation in der Türkei deutlich höher als die entscheidender Handelspartner. Das nährt Zweifel am Werterhalt der türkischen Währung.

Ein kurzfristiges Mittel gegen den Abwertungstrend wäre eine erneute und deutliche Abwertung der Lira, die weiteren Abwertungserwartungen entgegenwirkt. Um die Inflation entscheidend zu reduzieren, sind entweder langfristig hohe Zinsen erforderlich oder strukturelle Reformen, die das Potenzialwachstum steigern. Mit beidem ist aktuell nicht zu rechnen.

Einleitung

Chronisches Leistungsbilanzdefizit, Dollarisierung, Währungsrisiken, Abhängigkeit von ausländischem Kapital, hohe Inflationsraten und fehlende Unabhängigkeit der Notenbank sowie politische Turbulenzen sind Eigenschaften, die die Türkei in den letzten Jahren charakterisieren. Aktuell reduzieren die Coronakrise sowie anhaltende politische Konflikte im Inland sowie mit dem Ausland die Risikobereitschaft internationaler Investoren, das Handels- und Leistungsbilanzdefizit der Türkei weiter zu finanzieren. Die Türkische Lira, aufgrund struktureller Risiken schon länger unter Abwertungsdruck, hat nun die 9-Lira-Marke zum Euro unterschritten. Die Notenbank hat darauf wieder einmal mit Zinsanhebungen reagiert. Wie steht es um die weitere Entwicklung der Lira?

Pandemiebedingte Kontraktion durch großzügige Stabilisierungsmaßnahmen gedämpft

Im April und Mai 2020 stürzte die türkische Industrieproduktion im Vergleich zum Vorjahr um über 30 % ab. Die Einnahmen der Tourismusbranche waren ebenfalls eingebrochen. Dabei beträgt der statistisch ausgewiesene Anteil des Tourismussektors am Bruttoinlandsprodukt (BIP) rund 5 %, der effektive Beitrag wird aber auf 11 % geschätzt. Im ersten Quartal des laufenden Jahres schrumpfte die türkische Wirtschaft im Vergleich zum Vorquartal nur leicht um 0,1 %, im zweiten Vierteljahr kam es dann aber zu einem Rückgang zum Vorquartal um 11 %. Diese Zahlen sind im Kontext der Coronakrise nicht überraschend. Und wie die EU hat auch die Türkei auf diese Entwicklungen mit fiskalischen Maßnahmen reagiert.

Ende März 2020 wurde der Umfang der für mittelständische Unternehmen geltenden Kreditgarantien durch Garantiefonds von 250 Mrd. Lira auf 500 Mrd. Lira erhöht, was ca. 6 % des BIP entspricht. Weitere wichtige Stabilisierungsmaßnahmen der türkischen Regierung sind die Senkung der Mehrwertsteuer, Sozialbeiträge in einigen Sektoren, die Aussetzung der Steuerzahlungen von Bürgern über 65 Jahre, subventionierte Mindestlöhne, die Erhöhung der Mindestrente, Transfers an notdürftige Familien, die Stundung anstehender Zahlungen für Unternehmen mit Liquiditätsengpässen und subventionierte Kredite an Unternehmen, die auf Entlassungen verzichten.

Wie die EZB, hat auch die Türkische Notenbank Krisenmaßnahmen ergriffen. Sie hat unter anderem die Liste von zugelassenen Sicherheiten für Repo-Geschäfte ausgeweitet. Des Weiteren wurden die Limite für Liquiditätsfazilitäten erhöht sowie sechsmoatige Fremdwährungs- und Gold-Swaplinien eingeführt. Im Laufe des Kaufprogramms der Zentralbank stieg der Bestand an Staatsanleihen bereits auf die im Vorfeld angekündigte Obergrenze von 10 % der Zentralbankaktiva. Auch Anleihen des Arbeitslosenversicherungsfonds erwarb die Notenbank in großem Umfang.

Die Beendigung des Lockdowns hat zu einer Wiederbelebung der wirtschaftlichen Aktivitäten geführt. Die Anzahl der ausländischen Touristen lag im Juni und Juli 2020 allerdings lediglich bei 4 % bzw. 14 % des Vorjahresniveaus. Das Konsumentenvertrauen erholte sich vom Tiefpunkt im April, schwächte sich aber in den beiden nachfolgenden Monaten erneut leicht ab. Insgesamt wird für das Jahr 2020 von einem Rückgang des türkischen BIP von 3,6 % ausgegangen.

Außenwirtschaftliche Entwicklungen – abwertende Lira ist keine Lösung

Die Produktion der türkischen Industrie ist auf importierte Zwischenerzeugnisse sowie Energieträger angewiesen. Dieser strukturelle Nachteil wird auch nicht dadurch ausgeglichen, dass die Industrie besonders wettbewerbsfähig wäre. Experten verweisen auf geringen technischen Fortschritt in den letzten Jahren. Mit Ausnahme von Fahrzeugbau und Textilindustrie stagniert die Produktivität im Verarbeitenden Gewerbe.

Das Leistungsbilanzsaldo hatte sich in der zweiten Hälfte des Jahres 2019 ins Positive gedreht, fiel aber in den vergangenen Monaten rapide und lag saisonbereinigt zuletzt bei -6,6 % des BIP. Die aktuelle Verschlechterung der Warenhandelsbilanz ist vor allem auf die pandemiebedingt geringere Exportnachfrage zurückzuführen. Der Rückgang der Ausfuhren betrug im ersten Halbjahr 2020 12,8 Mrd. US-Dollar und der Rückgang der Importe 4,0 Mrd. US-Dollar. Die Erholung der Warenausfuhren wird sich kurzfristig positiv auf die Handelsbilanz auswirken. Zu den wichtigen Handelspartnern zählen Euro-Zone, Russland, China, USA und Großbritannien. Ökonometrische Schätzungen der IKB zeigen, dass die Abwertung der Türkischen Lira primär zu Rückgängen der Einfuhren führt, während die Ausfuhren einen geringen abwertungsbedingten Impuls erfahren. Eine Abwertung der Lira belastet somit eher die inländische Nachfrage und damit den lokalen Lebensstandard, als dass sie positive Impulse für die Angebotsseite liefert und damit zu einer höheren Wertschöpfung in der türkischen Wirtschaft führt.

Als Netto-Importeur von Energie profitiert die Türkei gegenwärtig vom niedrigen Ölpreis, das Defizit der Energiebilanz hat sich im zweiten Quartal zum Vorquartal um 4,9 Mrd. US-Dollar reduziert. Der Rückgang des Dienstleistungsbilanzsaldos – hauptsächlich getrieben durch den Tourismus – sollte die geschätzte Verbesserung des Energiehandelsbilanzsaldos im Jahr 2020 auf ca. 12 Mrd. US-Dollar jedoch übersteigen. In Summe dürfte sich der Handelssaldo mit Waren und Dienstleistungen in der zweiten Jahreshälfte zwar verbessern, aber negativ bleiben.

Externe Finanzierungsabhängigkeit belastet Vertrauen

Das Leistungsbilanzdefizit wurde im Zeitraum 2009 bis 2012 durch ausländische Portfolio- sowie Direktinvestitionen und andere Kapitalzuflüsse vollständig finanziert. Die Direktinvestitionen ausländischer Investoren waren aufgrund der abnehmenden Attraktivität des Landes gesunken. Denn die Portfolioinvestitionen aus dem Ausland benötigen politische Stabilität, transparente Rahmenbedingungen und eine auf Finanzstabilität ausgerichtete Wirtschaftspolitik. Seit 2013 lagen die Netto-Kapitalzuflüsse unter dem Fehlbetrag der Leistungsbilanz, wodurch eine Außenfinanzierungslücke aufklaffte. Der Umfang der ausländischen Direktinvestitionen ging im Jahr 2019 um 3,5 Mrd. US-Dollar und somit um 37,5 % zum Vorjahr zurück. Die erste Jahreshälfte 2020 zeigte eine ähnliche Entwicklung.

Die hohe Fremdwährungsverschuldung sorgt ebenfalls für Skepsis hinsichtlich des Werterhaltes der Türkischen Lira. Die in den kommenden 12 Monaten anstehenden Verbindlichkeiten in Fremdwährung betragen rund 170 Mrd. US-Dollar, was ca. 24 % des BIP ausmacht. Der jährliche externe Bruttofinanzierungsbedarf für die gesamte Ökonomie könnte aufgrund des Leistungsbilanzdefizites um einige Prozentpunkte höher liegen. Doch nicht alle in den nächsten 12 Monaten fälligen Fremdwährungsverbindlichkeiten sind als kritisch anzusehen. Die Prolongation der Währungseinlagen der affilierten ausländischen Banken und die Handelskredite an türkische Unternehmen dürften vorerst unproblematisch sein. Im letzten Quartal 2020 stehen für den Privatsektor allerdings deutlich höhere Tilgungen in Fremdwährung an als im laufenden Vierteljahr. Die Verschuldung von Zentralstaat und Zentralbank in Fremdwährung liegt zwar bei lediglich 15 % des BIP. In den kommenden 12 Monaten muss der öffentliche Sektor allerdings 15,3 Mrd. US-Dollar in Fremdwährung tilgen.

In der aktuellen Situation wären die „politischen Kosten“ einer restriktiven Geldpolitik für die türkische Führung sehr hoch. Wenn die Pandemie auch im kommenden Jahr die wichtigen Sektoren der türkischen Wirtschaft stark belastet, ist die Gefahr einer Währungs- und Zahlungsbilanzkrise sehr hoch.

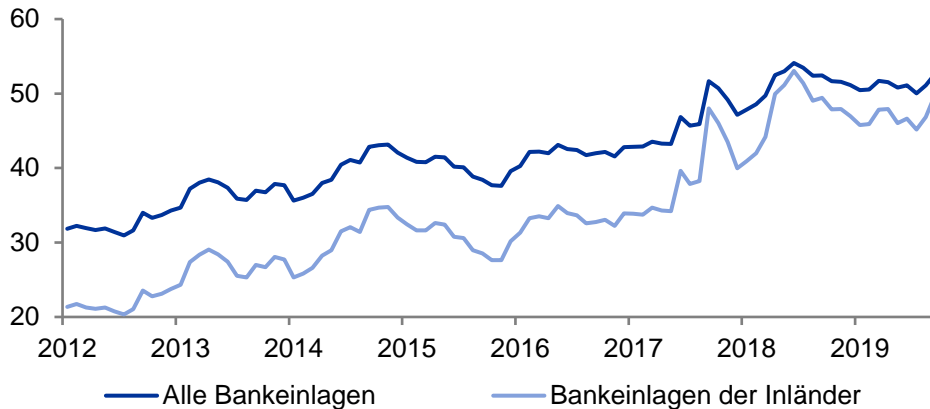
Zunehmende Dollarisierung bestätigt fehlendes Vertrauen

Die Dollarisierung der türkischen Wirtschaft zeugt vom schwindenden Vertrauen in die heimische Währung und schwächt die monetären Transmissionsmechanismen: Der Anteil der Fremdwährungseinlagen ist von durchschnittlich 31 % in der ersten Jahreshälfte 2013 auf rund 53 % im August 2020 gestiegen. Die zuständige Behörde hatte zuletzt erneut eine Reihe von administrativen Maßnahmen umgesetzt, um der voranschreitenden Dollarisierung entgegenzuwirken, darunter die Anhebung des Mindestreservesatzes für Kredite in Fremdwährung für alle Laufzeiten und eine Senkung der Verzinsung auf Fremdwährungseinlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Eine höhere Besteuerung der Zinserträge aus Fremdwährungseinlagen sowie eine Konvertierungssteuer für physische Personen wurden ebenfalls eingeführt.

Mit Ausnahme der Währungsverkäufe an staatliche Energieunternehmen werden keine offiziellen Statistiken zum Umfang der FX-Interventionen der Zentralbank veröffentlicht. Abgeleitet werden kann deren Umfang jedoch als Differenz zwischen den Netto-FX-Flüssen an die Zentralbank und Änderungen bei den Währungsreserven des Landes. Diese werden seit Anfang des Jahres auf über 60 Mrd. US-Dollar geschätzt. Im gesamten Jahr 2019 betrugen sie schätzungsweise rund 40 Mrd. US-Dollar. Im Jahr 2019 haben FX-Interventionen jedoch nur vorübergehend stattgefunden, während sie im Jahr 2020 permanent eingesetzt

wurden, um den Außenwert der Lira zu stützen. Doch dies wird wenig helfen. Denn die türkische Zentralbank verfügt über nur sehr eingeschränkte Mittel, um sich gegen spekulative Attacken nachhaltig zu wehren.

Abb. 1: Türkei – Anteil der Fremdwährungseinlagen an Bankeinlagen in %



Quelle: Türkische Zentralbank; IKB

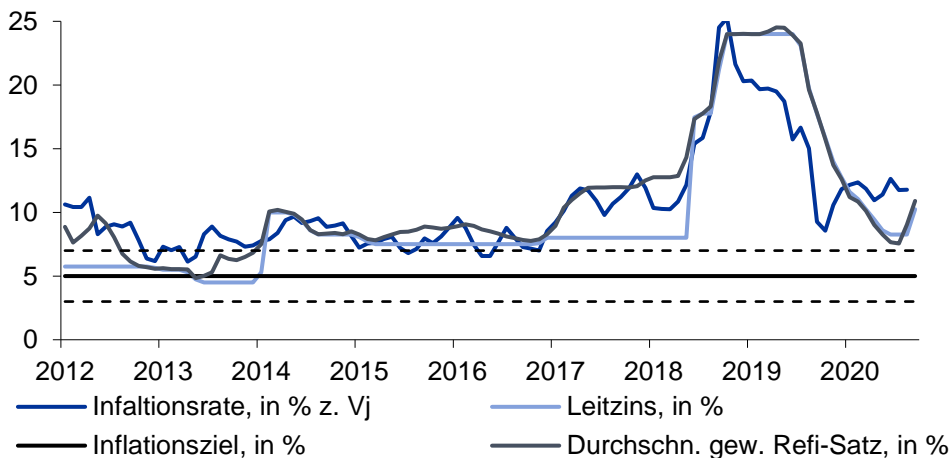
Aktuelle Notenbankpolitik festigt Lira-Schwäche

In früheren Abwertungsperioden der Lira hatte die Zentralbank eine Reihe von Stützungsmaßnahmen umgesetzt. Darunter fielen verbale Interventionen, eine vorsichtige Straffung der Liquiditätsversorgung sowie Währungsverkäufe. Doch erst mit einer drastischen Zinsanhebung war es der Türkischen Zentralbank in der Regel gelungen, den Teufelskreis aus Lira-Abwertung und höherer Inflation kurzfristig zu brechen. Auch aktuell versucht die Notenbank die Lira durch ihre jüngste Anhebung des Leitzinses auf nun 10,25 % zu stützen. Eine nachhaltige Lösung ist dies jedoch nicht.

Angesichts der wirtschaftlichen Lage und des fehlenden Vertrauens gibt es für eine temporäre Stabilität der Lira nur ein Mittel – eine deutliche Abwertung, die Erwartungen einer Überreaktion weckt und so ein Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage schafft. Mittelfristig ist in erster Linie die Inflationsbekämpfung entscheidend. Die im Vergleich zu wichtigen Handelspartnern anhaltend höhere Inflation verursacht einen stabilen und absehbaren Abwertungstrend, der einseitige Erwartungen festigt und in Kombination mit weiteren strukturellen Themen wie Dollarisierung und Fremdverschuldung einen eskalierenden Abwertungsdruck verursacht, der über das Inflationsdifferenzial hinausgeht.

Dem schwindenden Vertrauen in die Währung kann nur durch eine unabhängige Notenbank bzw. einer fundamental niedrigeren Inflation und geringen Risikobewertung entgegengewirkt werden. Dies ist jedoch ein Thema von Strukturreformen und keines von höheren Zinsen. Denn die Hochzinspolitik, die zur Stützung des Außenwertes der Lira dauerhaft notwendig wäre, würde zu einer Rezession und steigenden Arbeitslosenzahlen führen und die innenpolitische Lage weiter strapazieren – und damit die Glaubwürdigkeit über die Nachhaltigkeit solch einer Politik ebenso wie die Unabhängigkeit der Notenbank in Zweifel ziehen.

Abb. 2: Inflationsrate, Leitzins und durchschnittlicher Refinanzierungssatz in %

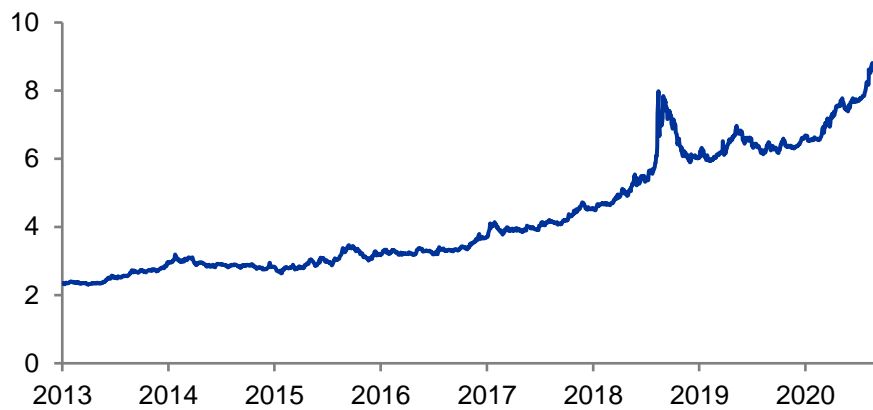


Quelle: Türkische Zentralbank; Bloomberg; IKB

In der gesamten letzten Dekade fokussierte sich die türkische Zentralbank auf Wachstum. Doch Wachstum wird nicht allein durch niedrige Zinsen erreicht, sondern vor allem durch eine darauf reagierende Angebotsseite, die für steigende Produktivität und zu hohen realen Investitionen führt. Seit dem Jahr 2011 lag der reale durchschnittliche Leitzins in der Türkei größtenteils unter der Nullschwelle und damit deutlich unter dem Niveau vieler Schwellenländer. Die starke Betonung der Wachstumsziele führte jedoch mangels einer ausreichenden Reaktion der Angebotsseite zur Überhitzung der Wirtschaft. Die türkische Zentralbank hat das seit 2012 offiziell geltende mittelfristige Inflationsziel von 5 % nie erreicht.

So kann sicherlich argumentiert werden, dass es grundsätzlich zu niedrige Zinsen waren, die die Lira unter Druck setzten. Nachhaltig höhere reale Zinsen würden die Inflation senken und den Abwertungstrend abflachen. Fundamental ist jedoch festzuhalten, dass es das Ungleichgewicht zwischen den Ansprüchen der Bevölkerung auf der einen Seite und dem Wachstumspotenzial auf der anderen Seite ist, das die Inflation in der Türkei – wie in vielen anderen Schwellenländer – treibt. Wünschenswert wären ein größeres Potenzialwachstum oder anhaltend höhere Zinsen. Kurzfristige und womöglich übertriebene Zinsanhebungen sind sicherlich keine Lösung. Sie werden weder die grundsätzlichen Abwertungserwartungen bremsen noch das Ungleichgewicht der türkischen Wirtschaft nachhaltig lösen. Hierfür wären strukturelle Reformen notwendig, die allerdings wenig Unterstützung durch die aktuelle türkische Regierung erfahren. Denn diese sieht die wirtschaftlichen Probleme und die Abwertung der Lira weiterhin lediglich als temporäres Problem.

Abb. 3: Türkische Lira je Euro



Quelle: Bloomberg

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

Dr. Klaus Bauknecht
Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118

1. Oktober 2020
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorstand: Dr. Michael H. Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg