ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Matthes, Jürgen

Research Report

Währungskrise in der Türkei: Ursachen und Gefahren

IW-Report, No. 31/2018

Provided in Cooperation with:
German Economic Institute (IW), Cologne

Suggested Citation: Matthes, Jürgen (2018) : Währungskrise in der Türkei: Ursachen und Gefahren, IW-Report, No. 31/2018, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/182002

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Wirtschaftliche Untersuchungen,
Berichte und Sachverhalte

IW-Report 31/18

Währungskrise in der Türkei

Ursachen und Gefahren

Jürgen Matthes

Köln, 27.08.2018

INSTITUT DER DEUTSCHEN WIRTSCHAFT

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung **3**

1 Einleitung **4**

2 Konjunkturüberhitzung durch expansive Wirtschaftspolitik **4**

2.1 Deutliche Anzeichen für konjunkturelle Überhitzung 4

2.2 Fiskalpolitik 6

2.3 Geld- und Zinspolitik 8

2.4 Staatlich gestützte Kreditvergabe 9

3 Anzeichen und Ursachen für erhöhte Krisenanfälligkeit **10**

3.1 Konkrete Krisengefahren im Überblick 10

3.2 Geringe und sinkende Devisenreserven 12

3.3 Anstieg der Auslandsverschuldung 14

3.4 Kurzfristige Finanzierungsrisiken 17

3.5 Anfälligkeit von Banken und nicht-finanziellen Unternehmen 18

4 Fazit **21**

Literaturverzeichnis **23**

Abstract **25**

Abbildungsverzeichnis **26**

JEL-Klassifikation:
E63 – Vergleichende Analyse der Fiskal- und Geldpolitik, Konjunkturpolitik
F34 – Internationale Kreditvergabe und Schuldenprobleme
F31 – Devisen

Zusammenfassung

Die Krise in der Türkei ist überwiegend selbst verschuldet und hat nur oberflächlich mit den verschärften US-Handelssanktionen zu tun. Zahlreiche expansive wirtschaftspolitische Maßnahmen trugen zwar dazu bei, einen anhaltenden Wirtschaftseinbruch nach dem Putschversuch im Juli 2016 abzuwenden. Jedoch hielt die türkische Regierung die starke Konjunkturstimulierung vor wichtigen Wahlen zu lange aufrecht und verteilte vor allem vor der Präsidentschaftswahl im Juni 2018 umfangreiche Wahlgeschenke. Dies führte zu einer Überhitzung der Wirtschaft mit steigender Inflation und höheren Leistungsbilanzdefiziten. Problematisch ist zudem, dass es zu einem starken Anstieg der Verschuldung von Banken und nicht-finanziellen Unternehmen kam.

Diese von politischem Wahlkalkül getriebene Konjunkturpolitik auf Pump und auf Kosten der Zukunft rächt sich nun. Denn mit der privaten Verschuldung wuchs auch die Auslandsverschuldung von Banken und nicht-finanziellen Unternehmen deutlich, sodass Solvenzrisiken drohen. Besorgnis erregt in dieser Hinsicht vor allem der sehr hohe Fremdwährungsanteil an der Auslandsverschuldung. Damit ist die Türkei äußerst anfällig für Währungsabwertungen, weil mit jeder Abwertung die Auslandsverschuldung in inländischer Währung steigt. Im Vergleich zum Jahresdurchschnitt 2017 hat die Abwertung der türkischen Lira gegenüber dem Euro bis zum 22. August 2018 die Fremdwährungsschulden ceteris paribus um über 70 Prozent erhöht. Im Gegensatz zu den Banken sind nicht-finanzielle Unternehmen gegen dieses Risiko bislang kaum abgesichert, hatten aber Ende Mai 2018 Fremdwährungsschulden von knapp 340 Milliarden US-Dollar (teils auch bei inländischen Gläubigern). Allein aufgrund der Wechselkursveränderung seit Ende Mai hat sich deren Gegenwert um rund 500 Milliarden türkische Lira auf gut 2.000 Milliarden türkische Lira erhöht. Es drohen zudem Liquiditätsrisiken. Denn die private Verschuldung von Banken und nicht-finanziellen Unternehmen ist zu knapp einem Drittel mit kurzfristigen und daher schnell reversiblen Kapitalzuflüssen aus dem Ausland finanziert. Bei einer Vertrauenskrise kann es daher schnell zu einem Versiegen dieser Finanzquellen und einer Liquiditätskrise („sudden stop“) kommen, die bis hin zur Zahlungsunfähigkeit gehen kann. Dieses Risiko ist umso relevanter, weil die offiziellen Devisenreserven im internationalen Vergleich relativ gering sind und nur rund die Hälfte der kurzfristigen Auslandsverschuldung decken.

Die türkische Regierung scheint bislang das Primat der Politik über die Erfordernisse der wirtschaftlichen Stabilität zu stellen. Die jüngsten Rating-Herabstufungen zeigen, dass vor allem deshalb das Vertrauen der Investoren im Ausland zu schwinden beginnt. Um dem entgegenzuwirken, muss die türkische Regierung die Unabhängigkeit der Zentralbank wieder garantieren und die Inflation konsequent bekämpfen lassen. In der Fiskalpolitik ist mehr Transparenz und Disziplin mit Blick auf die versteckten fiskalischen Risiken ebenso nötig wie eine baldige Beschneidung der ausgeuferten Subventionen und sonstigen Fiskalstimuli. Zentral ist auch die Sicherung der makrofinanziellen Stabilität angesichts der erheblichen Risiken, die sich aus dem Kreditboom und der gestiegenen Verschuldung ergeben. Eine restriktivere Geld-, Fiskal- und makroprudenzielle Politik wird die türkische Wirtschaft abbremsen und wohl auch zu einem Anstieg der ohnehin schon hohen Arbeitslosigkeit führen. Diese Anpassung muss die Politik hinnehmen, da sie unumgänglich ist, um die Überhitzung und die resultierenden Anfälligkeit aufgrund der hohen Auslands- und Fremdwährungsschuldenlast zu bekämpfen. Sollte es zu einer deutlichen Krisenverschärfung kommen, wird kein Weg daran vorbeiführen, den IWF zu Hilfe zu rufen.

1 Einleitung

Die ökonomischen Turbulenzen in der Türkei geben Anlass, die wirtschaftliche Lage des Landes genauer zu betrachten. Vor allem stellt sich die Frage, wie die Kapitalabflüsse und der zwischenzeitlich starke Verfall des Wechselkurses der türkischen Lira zu interpretieren sind. Sind sie in erster Linie kurzfristige Übertreibungen des Finanzmarktes in Reaktion auf die verschärften US-Strafzölle auf Stahl- und Aluminiumimporte aus der Türkei? Oder lassen fundamentale Faktoren berechtigte Sorgen aufkommen, dass in der Türkei eine länger anhaltende Finanz- und Wirtschaftskrise bevorsteht?

Dazu wird zunächst ein Blick auf die konjunkturelle Lage und die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik gelegt (Kapitel 2). Dabei wird auch ein Zusammenhang zu politischen Hintergründen hergestellt. Daraufhin werden in Kapitel 3 die Anzeichen und Ursachen für eine erhöhte Krisenanfälligkeit dargestellt und erörtert. In Kapitel 4 werden die Ergebnisse dieses IW-Reports zusammengefasst und wirtschaftspolitische Empfehlungen gegeben.

2 Konjunkturüberhitzung durch expansive Wirtschaftspolitik

2.1 Deutliche Anzeichen für konjunkturelle Überhitzung

Im Jahr 2016 war das Wirtschaftswachstum – auch infolge der Unsicherheit nach dem Putschversuch im Juli 2016 – auf nur 3,2 Prozent gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen – nach rund 5 Prozent und meist deutlich mehr in den Jahren nach 2010 (Abbildung 2-1). Im Jahr 2017 gewann die türkische Wirtschaft dann aber wieder deutlich an Dynamik und erreichte einen Zuwachs des realen BIP von 7,4 Prozent. Damit gehörte die Türkei zu den am schnellsten wachsenden Ländern weltweit. Zu diesem hohen Tempo trugen sowohl steigende Exporte bei, die von einer Abwertung der türkischen Lira im Jahr 2017 um rund 19 Prozent (Abbildung 3-1) profitierten, wie auch eine deutlich höhere Binnennachfrage, die durch ein starkes Kreditwachstum angetrieben wurde.

Dabei zeigte die türkische Wirtschaft deutliche Anzeichen einer Überhitzung. Auch wenn eine Bestimmung der Outputlücke und des dazu nötigen Potenzialwachstums schwierig ist (OECD, 2018), deutet eine stark gestiegene Inflation eindeutig in diese Richtung. Der Anstieg der Verbraucherpreise betrug im Jahr 2011 noch rund 6 Prozent gegenüber dem Vorjahr und lag damit schon damals knapp über dem offiziellen Inflationsziel von 5 Prozent (TCMB, 2017). Im Jahr 2017 überschritt die offiziell ausgewiesene Inflation wie auch die Kerninflation (ohne Energie, Nahrungsmittel, Tabak und Alkohol) bereits die Schwelle von 10 Prozent (OECD, 2018, 16). Schon im Durchschnitt der Jahre 2013 bis 2017 lag die offizielle Inflationsrate damit deutlich höher als bei vergleichbaren Ländern (OECD, 2018, 44).

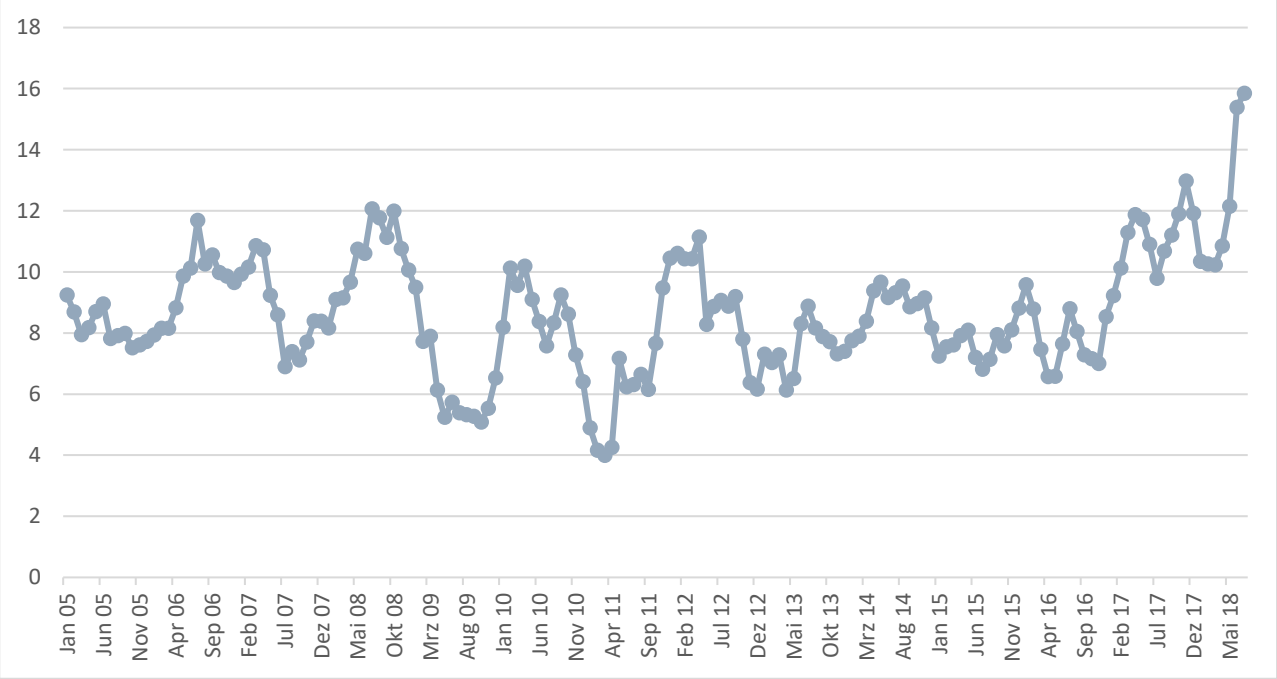
Abbildung 2-1: Wirtschaftswachstum in der Türkei

Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahr in Prozent

Quelle: OECD

Abbildung 2-2: Inflation in der Türkei

Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr in Prozent



Quelle: TCMB, 2018a

Im Jahr 2018 nahm der Kaufkraftverfall noch weiter zu und die Inflationsrate stieg auf fast 16 Prozent im Juli 2018 nach Angaben der türkischen Zentralbank (Abbildung 2-2). Dazu trugen nicht nur höhere Energiepreise bei, sondern auch ein starker Nachfragedruck und vor allem die sich in den vergangenen Wochen verschärfende Abwertung der türkischen Lira (Abbildung 3-1). So zeigen Studien, dass die Inflation in der Türkei besonders stark auf Währungsabwertungen reagiert (Kara et al., 2017; Atuk, 2018, zitiert nach OECD, 2018, 42). Sorgen bereitet vor allem, dass neben der Kerninflation auch die Inflationserwartungen (auf ein Jahr) auf über 10 Prozent gestiegen sind und sich somit deutlich vom Inflationsziel von 5 Prozent gelöst haben.

Auch das Leistungsbilanzdefizit der Türkei erhöhte sich von 3,8 Prozent des nominalen BIP im Jahr 2016 auf rund 5,5 Prozent des BIP im Jahr 2017. Für das Jahr 2018 geht die Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) von einem weiteren Anstieg auf rund 6,5 Prozent aus. Dieser Tatbestand untermauert die Überhitzungsthese weiter. Dies gilt vor allem, weil angesichts der starken Abwertung im Jahr 2017 und der guten Exportentwicklung eigentlich ein Rückgang des Leistungsbilanzdefizits zu erwarten gewesen wäre. Eine hohe Importnachfrage, die vor allem von der starken Binnendynamik angetrieben wurde, hat dies jedoch verhindert und den Exportanstieg sogar noch überwogen.

Auf eine Überhitzung deutet auch ein anderer Blick auf die Ursachen des Leistungsbilanzungleichgewichts hin. Der Leistungsbilanzsaldo ergibt sich aufgrund ökonomischer Zusammenhänge auch aus der Differenz von gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und Investitionen (Busch et al., 2011). In der Türkei sind die Investitionen kreditgetrieben stark gestiegen und übertreffen die Ersparnis deutlich.

Zu diesen makroökonomischen Ungleichgewichten kommt noch hinzu, dass die Investitionen (wie auch Beschäftigung und Produktion) mit rund 17 Prozent des BIP stark auf den Bausektor konzentriert sind (OECD, 2018, 17). Dieser Investitionsfokus ist deutlich größer als bei anderen OECD-Ländern – der OECD-Durchschnitt beträgt weniger als 11 Prozent des BIP.

Die konjunkturelle Überhitzung wurde von der Wirtschaftspolitik angeheizt, wie die folgenden Kapitel zeigen.

2.2 Fiskalpolitik

Nach dem Putschversuch im Juli 2016 verringerte das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 2016 auf nur 0,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr. In Reaktion auf diesen Einbruch – und auch schon mit Blick auf das bevorstehende Verfassungsreferendum zur Stärkung des Präsidentenamtes Mitte April 2017 – schlug die türkische Regierung ab der zweiten Jahreshälfte 2016 einen starken fiskalischen Expansionskurs ein. Dabei spielten auch Impulse aus Schattenhaushalten eine wichtige Rolle. Der Internationale Währungsfonds (IWF) schätzt für das Jahr 2017 einen erheblichen Fiskalimpuls von rund 1 Prozent des BIP, bei dem die staatliche Kreditförderung (Kapitel 2.4) noch nicht mit eingeschlossen ist (IMF, 2018, 6).

Vor den vorgezogenen Präsidentschaftswahlen am 24. Juni 2018 ergriff die Regierung weitere Maßnahmen zur Stimulierung von privatem Konsum und Investitionen, auch um eine deutliche Wachstumsverlangsamung zu verhindern, die anderenfalls im Zuge von Zinserhöhungen drohte. Nach Angaben der OECD gehören dazu unter anderem folgende Subventionen (OECD, 2018, 35), die zumindest teilweise auch als Wahlgeschenke interpretiert werden können:

- die Umwidmung von 750.000 Stellen im öffentlichen Dienst von temporären in permanente Beschäftigungsverhältnisse,
- ein doppelter Rentenbonus von je 1.000 türkischen Lira – was zusammen immerhin rund 0,7 Prozent des BIP entspricht,
- Zinsvergünstigungen bei Immobilienkrediten von Staatsbanken (und eine Fortführung von staatlichen Kreditgarantien (Kapitel 2.4)),
- eine Deckelung der Energiepreise auf dem Niveau von Mitte Mai 2018 sowie
- neue zusätzliche Subventionen für Beschäftigung und Investitionen, unter anderem eine Fortschreibung einer Mindestlohnsubvention, die eigentlich Ende 2017 auslaufen sollte.

Mit dem Versuch, ein positives Wahlklima zu schaffen und den Konjunkturboom zu erhalten, betreibt die türkische Regierung eine Politik auf Kosten der Zukunft. Zwar beträgt das öffentliche Haushaltsdefizit nicht deutlich mehr als rund 3 Prozent des BIP und die Staatsverschuldung nur rund 28,5 Prozent des BIP (EU-Definition). Doch laut IWF (2018, 11) ist ein wachsender Teil der Staatsverschuldung und damit der fiskalischen Risiken in Schattenhaushalten versteckt, die außerhalb der üblichen fiskalischen Überwachungssysteme angesiedelt sind. Dazu zählen Kreditrisiken von Staatsbanken, ein neuer Staatsfonds, staatliche Kreditgarantiesysteme (Kapitel 2.4) und die verstärkte Nutzung von Öffentlich-privaten Partnerschaften (Public-Private Partnerships – PPPs) bei der Bereitstellung von Infrastruktur. Die Transparenz über PPP-Projekte, die in zahlreichen Bereichen und unter unterschiedlichen Zuständigkeiten durchgeführt werden, ist sehr gering. Die OECD (2018, 35) schätzt das Gesamtvolumen der PPP-Projekte auf rund 45 Milliarden US-Dollar. Der IWF (IMF, 2018, 22, Box 3) geht sogar von über 61 Milliarden US-Dollar aus, was rund 7 Prozent des BIP entspricht. Innerhalb von zehn Jahren ist das Volumen demnach auf rund das 6-Fache gestiegen.

Relevante versteckte fiskalische Risiken von PPP-Projekten schlummern nach Angaben von IWF und OECD an verschiedenen Stellen: zum Beispiel bei staatlichen Kreditgarantien, Vertragsbeendigungsklauseln für private Partner oder in staatlichen Einnahmegarantien für private Betreiber, die der Staat teilweise in Auslandswährung gegeben hat. Gemäß der OECD zeigt sich teilweise bereits, dass Infrastrukturprojekte weniger genutzt werden als geplant und daher weniger Einnahmen generieren. Wenn es hier zu staatlichen Zahlungen im Rahmen der gegebenen Garantien kommen sollte, würden diese in heimischer Währung umso höher ausfallen, je stärker die türkische Lira abwertet.

Das Problem expansiver Fiskalpolitik liegt darin, dass sie konjunkturell nur vorübergehende Strohfeuer generieren kann. Wenn die Regierung nicht immer neue Fiskalimpulse gibt, verringert sich das Wirtschaftswachstum in absehbarer Zeit. Irgendwann werden die fiskalischen Lasten zu groß, sodass keine neuen Impulse mehr möglich sind. Dann und vor allem wenn eine Konsolidierung nötig wird, wirkt der Entzug von Fiskalstimuli bremsend auf das Wirtschaftswachstum. Diese Phase steht der Türkei nun bald bevor, sei es aus Gründen der beginnenden fiskalischen Überlastung oder weil die Regierung das Vertrauen der Investoren wieder zurückgewinnen muss.

2.3 Geld- und Zinspolitik

Auch die Geldpolitik war lange Zeit sehr expansiv angelegt. In Reaktion auf den anhaltenden Anstieg der Inflation erhöhte die türkische Zentralbank die Finanzierungskosten der Wirtschaft zwar schon seit Ende 2016 und vor allem im Verlauf von 2017 um insgesamt fast 500 Basispunkte. Doch reichte dies nicht aus, den starken Preisauftrieb zu bremsen. Im Gegenteil, die Inflation nahm vor allem abwertungsbedingt weiter zu. Damit lagen die kurzfristigen Realzinsen noch bis ins erste Quartal 2018 bei nahe null und die Geldpolitik wirkte weiter expansiv statt restriktiv. Der starke Anstieg der Inflationserwartungen verwundert daher nicht und zeigt, dass die türkische Zentralbank ein erhebliches Glaubwürdigkeitsproblem aufgebaut hat.

Auch hier wurden Lasten lange Zeit in die Zukunft verschoben, die sich in Kürze realisieren und in ökonomischen Kosten niederschlagen werden. So hat die türkische Notenbank zwischen April und Juni 2018 (also noch vor den Präsidentschaftswahlen) die Finanzierungskosten der Wirtschaft erneut um rund 500 Basispunkte erhöht, um die überbordende gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu bremsen. Die OECD (2018, 9) sieht darin in ihrem Mitte Juli 2018 publizierten Länderbericht die überfällige Normalisierung der Geldpolitik. Doch angesichts der jüngsten Entwicklung lassen sich daran Zweifel äußern. Sollte die starke Abwertung der vergangenen Wochen anhalten, dürfte dies kurzfristig zu einem weiteren Inflationsschub führen und die Realzinsen erneut wieder zurückfallen lassen. Dann würde neuer Handlungsbedarf für die Geldpolitik entstehen – und die Zinsen weiter steigen.

Die Erfahrung zeigt, dass eine längere Phase hoher Zinsen und restriktiver Geldpolitik nötig ist, damit eine Zentralbank ihre verlorene Glaubwürdigkeit wieder zurückgewinnen kann. Wenn es tatsächlich dazu kommt und die Realzinsen deutlich steigen, wird dies die türkische Wirtschaft deutlich abbremsen. Die trotz Konjunkturboom mit 11 Prozent weiterhin hohe Arbeitslosigkeit dürfte in diesem Fall erheblich steigen.

Ein solches Szenario fürchtet die Regierung zweifellos. Daher hat der türkische Staatspräsident die Zentralbank mehrfach zu Zinssenkungen aufgefordert. Darüber hinaus hat er die Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank untergraben, indem er sich per Dekret die Möglichkeit einräumt, den Präsidenten der Zentralbank zu ernennen (o. V. 2018a). Eine Stabilisierung der türkischen Währung wird ohne eine konsequente Geldpolitik jedoch kaum möglich sein.

2.4 Staatlich gestützte Kreditvergabe

Die Bremswirkung der Zinsanstiege im Jahr 2017 wurde auch durch eine sehr expansive staatliche Kreditvergabepolitik untergraben, die ebenfalls kurz nach dem Putschversuch im zweiten Halbjahr 2016 begann und weiter anhält. Dazu gehörten umfangreiche staatliche Kreditgarantien ebenso wie eine erhöhte Kredite von Staatsbanken an die Wirtschaft und die Lockerung makroprudenzieller Anforderungen für Banken und Kreditvergabe. Beispielsweise mussten Banken weniger Risikovorsorge für Kredite betreiben und es wurden die Rückzahlungsfristen von Verbraucherkrediten und Kreditkartendarlehen verlängert sowie die Eigenkapitalanforderungen bei der Immobilienfinanzierung von 25 auf 20 Prozent des Kreditbetrags gesenkt (IMF, 2018, 5; OECD, 2018, 32). Diese verschiedenen staatlichen Kreditimpulse trugen maßgeblich zur konjunkturellen Überhitzung bei.

Vor allem die staatlichen Kreditgarantien hatten einen sehr deutlichen stimulierenden Effekt auf die türkische Wirtschaft (IMF, 2018, 14, Box 5; OECD, 2018, 9). Dazu wurde ein schon bestehender Kreditgarantiefond (KGF) für Firmen- und Exportkredite genutzt, der einen Fokus auf kleine und mittlere Unternehmen hat und bei dem der Staat zwischen 85 und 100 Prozent der von den Banken vergebenen Kredite garantiert. Das Volumen des KGF wurde im Jahr 2017 auf rund das 10-Fache erhöht, was einer Größenordnung von rund 7 Prozent des BIP entspricht. Im Jahr 2018 rechnet der IWF noch mit einem Volumen von knapp 4 Prozent des BIP. Mit diesem Umfang ist der KGF auch im internationalen Vergleich groß – zum Beispiel in Relation zu ähnlichen Fonds in China und Südkorea. Zudem sind seine Nutzungsgebühren relativ gering.

Die staatlichen Kreditgarantien wurden sehr stark genutzt, nicht zuletzt weil Banken für den Teil mit Staatsgarantie keine Risikovorsorge betreiben müssen. Im Laufe des Jahres 2017 verdoppelte sich die Wachstumsrate von kommerziellen Bankkrediten nach einer Verlangsamung in der zweiten Jahreshälfte 2016 (IMF, 2018, 5). Zum Zuwachs bei Firmenkrediten insgesamt trug der KGF rund die Hälfte bei, bei Firmenkrediten in heimischer Währung waren es sogar rund drei Viertel; nach Angaben des IWF schätzen Experten aus dem Privatsektor die Wachstumswirkung auf rund 1 ½ Prozentpunkte des BIP (IMF, 2018, 24, Box 5).

Wenngleich die massive Nutzung der staatlichen Kreditgarantien mit zur Abwendung des Wachstumseinbruchs in der zweiten Jahreshälfte 2016 beitrug, hielten die Kreditgarantien jedoch so lange an, dass sie im Jahresverlauf 2017 und danach prozyklisch wirkten und ebenfalls die Konjunktur übermäßig anheizten. Zudem führten sie zu einem Überangebot an Krediten in der Größenordnung von 10 bis 20 Prozent des BIP nach Schätzungen des IWF (IMF, 2018, 8) und zu einem starken Anstieg der Verschuldung der nicht-finanziellen Unternehmen.

Fiskalische Kosten entstehen in erster Linie nur dann, wenn Kredite ausfallen. Angesichts der guten Konjunkturlage ist das bislang kaum der Fall. Allerdings deutet sich gleichwohl eine Verschlechterung der Kreditqualität an (Kapitel 3.5). Wenn es tatsächlich in naher Zukunft im Zuge einer zurückhaltenderen Fiskal- und Geldpolitik zu einer deutlichen Wachstumsverlangsamung oder sogar einer Währungs- und Verschuldungskrise kommt, werden die Kreditausfälle stark zunehmen – und damit die Kostenbelastung für den Staatshaushalt.

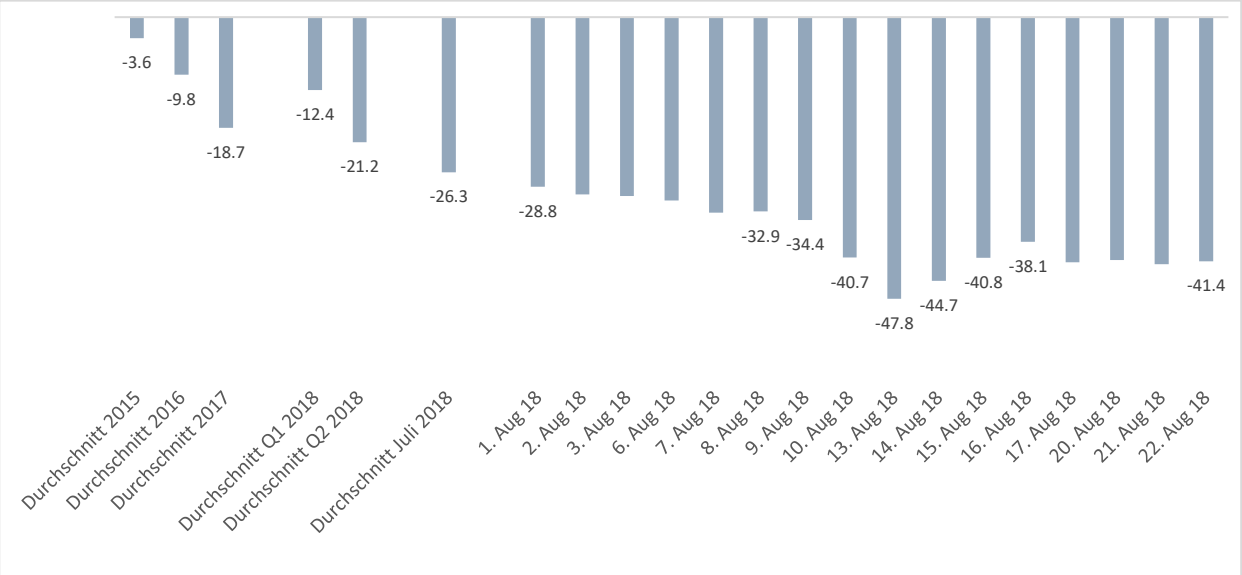
3 Anzeichen und Ursachen für erhöhte Krisenanfälligkeit

3.1 Konkrete Krisengefahren im Überblick

Die konjunkturelle Überhitzung, die höhere kreditgetriebene private Verschuldung und die teils impliziten potenziellen Belastungen des Staatshaushalts bilden eine bedrohliche Gemengelage. Dieses Gefahrenpotenzial hat sich mit den jüngsten krisenhaften Entwicklungen schon teilweise realisiert. So kam es im Verlauf des Augusts 2018 zu einem zwischenzeitlich rapiden Verfall der türkischen Lira gegenüber dem Euro, der auf einen einsetzenden Kapitalabzug hindeutet. Auch wenn sich die Lage am aktuellen Rand wieder etwas beruhigte, ist diese Episode ein deutliches Warnzeichen.

Abbildung 3-1: Wechselkurs der türkischen Lira gegenüber dem Euro

Abwertung gegenüber dem durchschnittlichen Wechselkurs des Vorjahres in Prozent



Quellen: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft

Ausgelöst wurde die Zuspitzung durch die Ankündigung des US-Präsidenten am 10. August 2018, die schon bestehenden Strafzölle auf Stahl- und Aluminiumimporte aus der Türkei zu verdoppeln. Tatsächlich kam es an diesem und dem folgenden Werktag zu einer Abwertung von insgesamt über 20 Prozent gegenüber dem 9. August 2018. Doch sprechen wichtige Argumente dafür, dass die Strafzollverschärfung nur das schon hoch gefüllte Fass zum Überlaufen brachte. Zum einen dürften die realwirtschaftlichen Wirkungen der erhöhten Strafzölle begrenzt bleiben. Noch wichtiger ist, dass der Abwertungstrend der türkischen Lira schon zuvor bestand und sich im Verlauf des Jahres 2018 bereits verschärft hatte (Abbildung 3-1). Schon Anfang August betrug die Abwertung gegenüber dem Durchschnittswert des Vorjahres über 30 Prozent und lag selbst nach einer gewissen Beruhigung am aktuellen Rand noch bei rund 40 Prozent. Das ist deutlich

mehr als im Jahr 2017, als eine Abwertung von knapp 19 Prozent gegenüber dem Vorjahresdurchschnitt zu verzeichnen war. Die wirklichen Krisenursachen liegen tiefer und haben zu einem partiellen Vertrauensverlust in die türkische Wirtschaft und Politik geführt.

Daraus erwachsen konkrete Gefahren. So könnte es bei einer möglichen erneuten Verschärfung der Währungskrise aufgrund der hohen Auslandsverschuldung auch zu einer Solvenzkrise kommen. Oder im Zuge eines Sudden Stop der Kapitalzuflüsse könnte eine Liquiditätskrise entstehen, bei der auch ein Rollover von bestehenden Schulden nicht mehr möglich ist. Wenn sich eine solche Entwicklung andeuten sollte, ist die Gefahr einer plötzlichen Verschärfung groß. Denn Investoren agieren dann in einem Herdentrieb, weil sie in einem Wettlauf zum Ausgang („run for exit“) möglichst weit vorn in der Reihe stehen wollen, bevor die Preise zu sehr einbrechen oder sie sogar einen Teil ihrer Forderungen nicht mehr einlösen können. In einem solchen Szenario würde es vor allem aufgrund hoher Auslandsverschuldung auch zu einer Banken- und breiten Wirtschaftskrise kommen. Dabei könnte möglicherweise selbst die Exportwirtschaft durch Kreditverknappung betroffen sein, die eigentlich von einer starken Abwertung profitieren sollte.

Ein solches Schreckensszenario ist typisch für den Verlauf von Schwellenländerkrisen, wie sie vor allem in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre in Asien, Russland und Lateinamerika und Anfang des vorigen Jahrzehnts auch in der Türkei auftraten. Die entscheidende Frage ist, wie weit die Türkei vom diesem Abgrund entfernt ist.

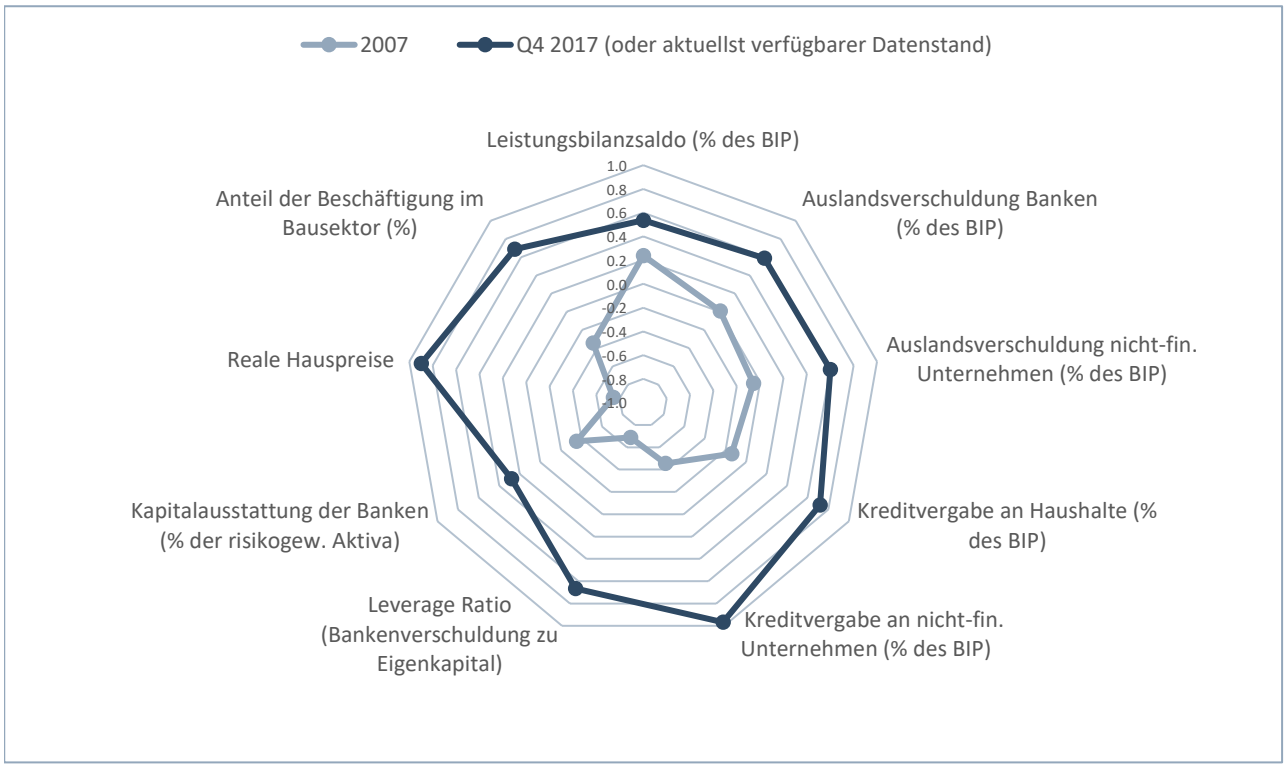
Entscheidend ist das Vertrauen der Investoren in die Verlässlichkeit der Politik und in die wirtschaftliche Stabilität. Hier gibt es erheblichen Grund für Zweifel und Unsicherheit:

- Die türkische Regierung scheint das Primat der Politik über die Erfordernisse der wirtschaftlichen Stabilität zu stellen. Darauf deutet die massive Nutzung der Wirtschaftspolitik vor den Wahlen hin, die wie aufgezeigt blauäugig ökonomische Risiken in die Zukunft verschiebt. Zudem sind die Attacken auf die Unabhängigkeit der Notenbank in dieser Hinsicht ebenso kontraproduktiv wie die handelspolitische Eskalation gegenüber den USA.

- Mit Blick auf die wirtschaftliche und finanzielle Stabilität hat die Anfälligkeit in den vergangenen zehn Jahren stark zugenommen, vor allem durch den Kreditboom (OECD, 2018, 30). Die finanziellen Verwundbarkeiten liegen demnach vor allem bei außenwirtschaftlichen Schwächen, bei der hohen Privatverschuldung von Firmen und Haushalten, im Bankensektor und auf dem Immobilienmarkt (Abbildung 3-2).

Abbildung 3-2: Makrofinanzielle Anfälligkeit in der Türkei

Bewertung der OECD mittels eines Indexes auf einer Skala von –1 (geringste Anfälligkeit) bis +1 (höchste Anfälligkeit) mit Referenzwert von null als langfristigem Durchschnitt seit dem Jahr 2000



Lesehilfe: Werte weiter außen bedeuten eine höhere Anfälligkeit.
Reale Hauspreise und Anteil der Beschäftigung im Bausektor: 2010 statt 2007 als Vergleichszeitpunkt.

Quellen: Institut der deutschen Wirtschaft in enger Anlehnung an und auf Basis ausgewählter Daten von OECD (2018)

Im Weiteren wird der Fokus gelegt auf wesentliche außenwirtschaftliche Risiken bei Devisenreserven, Auslandsverschuldung und Liquiditätsrisiken.

3.2 Geringe und sinkende Devisenreserven

Die Devisenreserven einer Zentralbank, also deren Bestand an ausländischer Währung und kurzfristig verfügbaren Anlagen in Auslandswährung, dienen vor allem dazu, die heimische Währung im Fall einer als zu stark empfundenen Abwertung stützen zu können. Dazu kauft die Zentralbank am Devisenmarkt eigene Währung gegen Devisen an. Die höhere Nachfrage nach der heimischen Währung erhöht deren Preis, das heißt, sie stabilisiert deren Wechselkurs gegenüber der verkauften Auslandswährung.

Ein hoher Bestand an Devisenreserven wirkt folglich wie ein Sicherheitspolster gegen Währungskrisen. Daher haben viele Schwellenländer nach den Finanzkrisen Asien, Lateinamerika und Russland seit Mitte der 1990er Jahre ihre Devisenreserven deutlich aufgestockt. Demgegenüber deutet eine starke Abnahme von Devisenreserven in der Regel auf einen Abfluss von Kapital hin. Ausländische Anleger können nervös werden und ihre Anlagen abziehen und auch

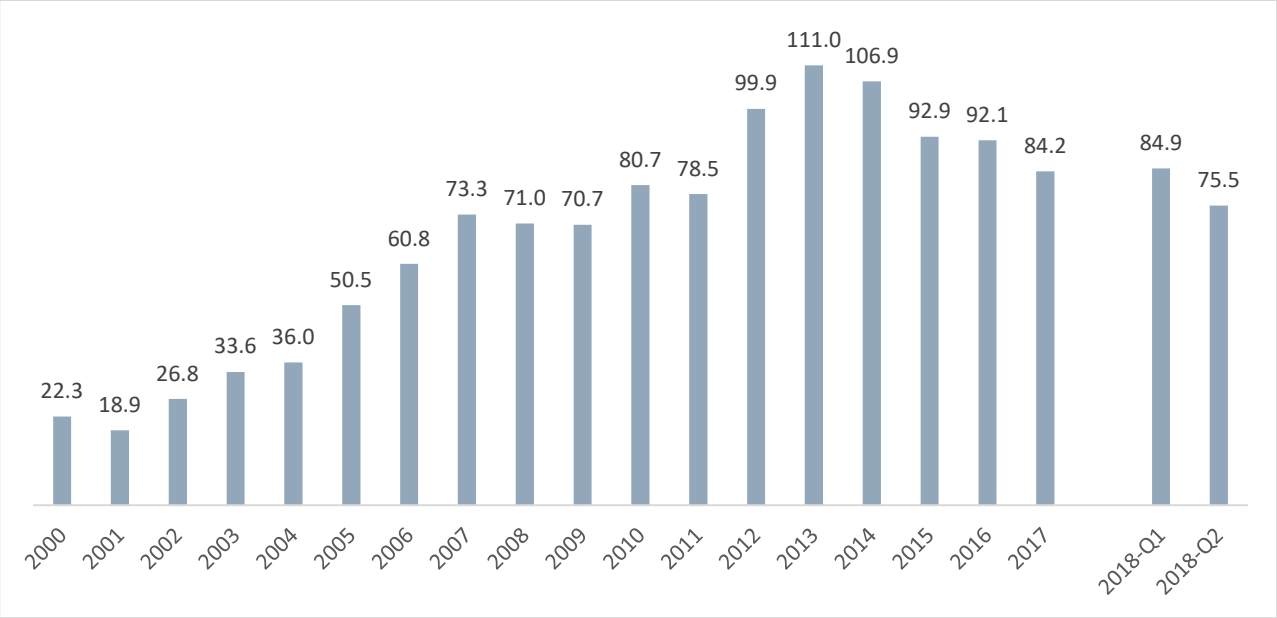
inländische Anleger mögen im Zuge einer Kapitalflucht ihr Vermögen im Ausland in Sicherheit bringen wollen.

Bestand und Entwicklung von Devisenreserven sind also ein wichtiger Indikator für die Beurteilung, ob ein Land für eine Krise gerüstet oder einer solchen ausgesetzt ist. In der Türkei zeigen sich in dieser Hinsicht gewisse Warnsignale:

- Der Bestand an verfügbaren Devisenreserven ist im internationalen Vergleich eher niedrig (IMF, 2018, 18 ff., Box 1) und begrenzt damit die Fähigkeit der türkischen Notenbank zur Stabilisierung der türkischen Lira.

Abbildung 3-3: Entwicklung der Devisenreserven der türkischen Zentralbank

Angaben in Milliarden US-Dollar



Devisenreserven einschließlich Sonderziehungsrechte und IWF-Reserveposition, aber ohne Goldreserven von 22,8 Milliarden US-Dollar zum Ende des zweiten Quartals 2018

Quellen: TCMB, 2018b; Institut der deutschen Wirtschaft

- Der IWF stellt eine Orientierungsmarke für die angemessene Höhe von Devisenreserven in Schwellenländern zur Verfügung (IMF, 2013). Die ARA-Metrik (Assessing Reserve Adequacy) wird berechnet als gewichteter Durchschnitt von vier Indikatoren, die relevant sind für die Angemessenheit der Devisenreserven. Dies sind die kurzfristige Auslandsverschuldung, die übrige Auslandsverschuldung, die Geldmenge M2 (als Potenzial für Kapitalflucht heimischer Akteure) und die Exporteinnahmen (als Indikator für bei Exporteinbrüchen verringerte Deviseneinnahmemöglichkeiten). Die jeweiligen Gewichte dieser vier Quoten werden bestimmt durch die Krisenerfahrung von Schwellenländern in der Vergangenheit. Daraus ergibt sich der ARA-Wert, für den der IWF eine Größenordnung von 100 bis 150 Prozent als angemessen

ansieht. Die Devisenreserven der türkischen Notenbank erreichen nur etwas über 80 Prozent dieses Orientierungsniveaus und sind vor allem im Vergleich zur kurzfristigen Auslandsverschuldung gering (Kapitel 3.4). Setser (2016) hält das ARA-Orientierungsmaß für die Türkei zudem noch für zu niedrig, weil die Türkei im Schwellenländervergleich überproportionale Risiken bei der kurzfristigen Auslandsverschuldung hat.

- Die Devisenreserven sind im Zuge des anhaltenden Währungsverfalls der vergangenen Jahre (Abbildung 3-1) kontinuierlich gesunken (Abbildung 3-3). Vor allem am aktuellen Rand zeigt sich ein weiterer Rückgang. Der Datenstand reicht allerdings nur bis Juni 2018 und umfasst damit die jüngste Verschärfung der Währungskrise im Juli/August noch nicht.

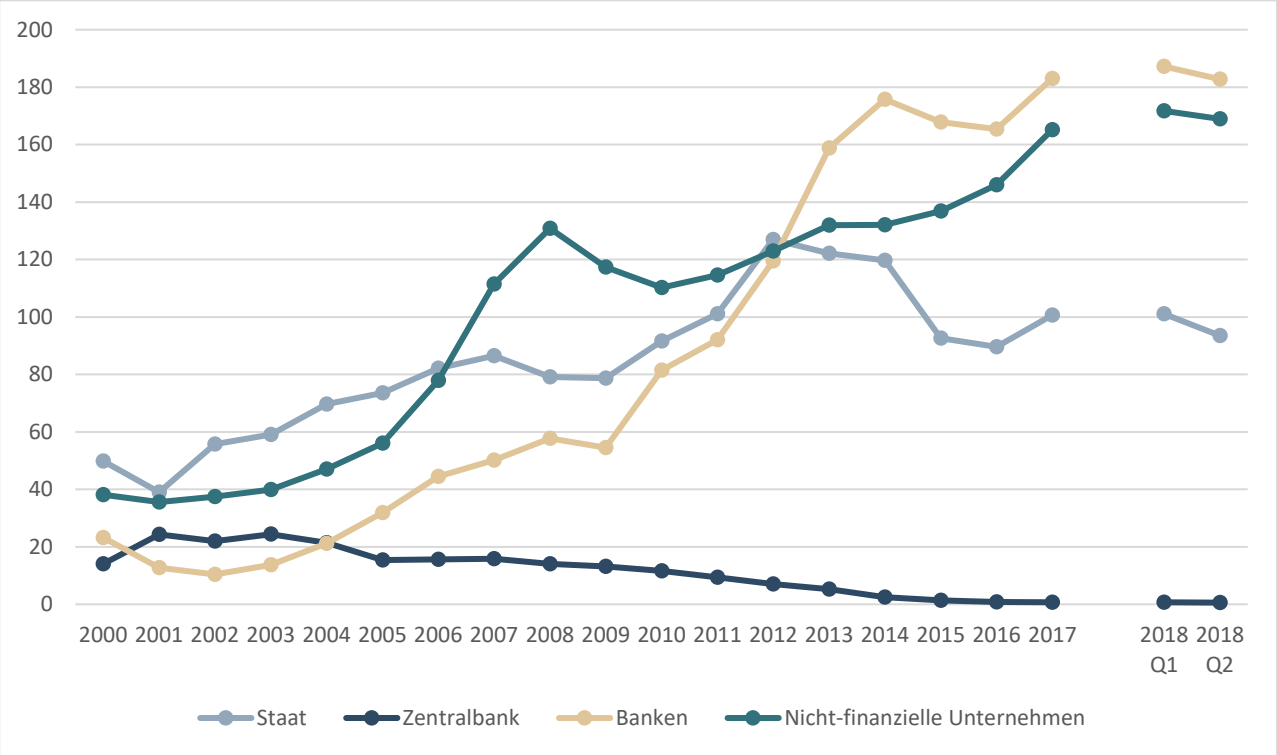
3.3 Anstieg der Auslandsverschuldung

Die wirtschaftspolitisch getriebene Ankurbelung der türkischen Wirtschaft (Kapitel 2) und der damit einhergehende Kreditboom und Verschuldungsanstieg im Privatsektor haben auch zu einer zunehmenden Auslandsverschuldung geführt. Sie beträgt zum Ende des zweiten Quartals 2018 rund 450 Milliarden US-Dollar. Das entspricht schätzungsweise rund 53 Prozent des BIP, wobei eine genaue Quote derzeit schwer zu bestimmen ist, weil die starken Wechselkursbewegungen auch den Wert des türkischen BIPs in US-Dollar beeinflussen. Mit dieser Größenordnung ist die Türkei in Relation zu anderen vergleichbaren Schwellenländern relativ stark, aber nicht übermäßig im Ausland verschuldet. Die OECD (2018, 28) verweist allerdings darauf, dass die Auslandsverschuldung (und auch der darauf fällige Schuldendienst) im Vergleich zu den türkischen Exporten und Primäreinkommen im internationalen Vergleich hoch ausfällt. Dieser Bezug ist relevant, weil die Bedienung der Auslandsschuld letztlich über diese Komponenten finanziert werden muss.

Sorgen bereitet im Schwellenländervergleich vor allem der deutliche Anstieg der Auslandsverschuldung, der in erster Linie auf die beträchtlichen Leistungsbilanzdefizite zurückzuführen ist (IMF, 2018, 40, 18). Abbildung 3-4 macht deutlich: Während der türkische Staat seine Auslandsverschuldung von recht hohem Niveau aus schon seit 2013 abgebaut hat, haben sich Banken und nach 2015 vor allem auch nicht-finanzielle Unternehmen immer stärker im Ausland verschuldet. Dies ist ein zentraler Aspekt mit Blick auf die Anfälligkeit der türkischen Wirtschaft. Zwar kam es im Jahr 2018 nicht zu einem weiteren Verschuldungsanstieg, der leichte Rückgang könnte allerdings auch auf einem Abzug von Kapital hindeuten.

Abbildung 3-4: Auslandverschuldung in der Türkei

Angaben in Milliarden US-Dollar



Stand: jeweils zum Ende des Zeitraums

Quellen: TCMB, 2018b; Institut der deutschen Wirtschaft

Entscheidend ist jedoch die Frage, ob und unter welchen Umständen die Auslandsverschuldung aktuell und dauerhaft tragfähig ist. Dabei sind mögliche Solvenz- und Liquiditätsrisiken in den Blick zu nehmen.

Die **Solvenz** der Auslandsverschuldung hängt stark von dem Ausmaß des Fremdwährungsanteils ab. Denn der Verfall der eigenen Währung erhöht die Last der Auslandsverschuldung, wenn Letztere in Fremdwährung aufgenommen wurde und bedient werden muss. Denn nach einer Abwertung muss mehr heimische Währung für ausländische Währung bezahlt werden. In heimischer Währung gerechnet steigen Schuld und Zinskosten, obwohl sie in Fremdwährung gerechnet gleich bleiben.

Eine starke Abwertung kann also auch bei einer eigentlich tragfähigen Auslandsverschuldung die Solvenz gefährden. Dies ist eine relevante Gefahr für die Türkei, da sie sehr stark in Auslandswährung verschuldet ist. Nach Angaben der türkischen Zentralbank beträgt der Anteil von Fremdwährungsschulden an den Auslandsschulden rund 94 Prozent und liegt schon seit Längerem auf diesem Niveau.

IWF und OECD haben jeweils kürzlich analysiert, wie die Tragfähigkeit der türkischen Auslandsschuld zu bewerten ist. Gemäß der IWF-Studie, die im April 2018 publiziert wurde (IMF, 2018,

Anhang V), war die Schuldentragfähigkeit zum Jahresanfang 2018 nicht akut gefährdet. Die Sensitivität der Auslandsschuldenquote gegenüber kleineren Annahmeänderungen bei Zinsen und Wachstum seien begrenzt. Dies gilt für einen moderaten Zinsanstieg (von 3,3 Prozent im Basisszenario auf 4,1 Prozent) und einen überschaubaren Wachstumseinbruch (von 3,8 Prozent im Basisszenario auf 1,6 Prozent). Allerdings verweist auch der IWF auf die große Anfälligkeit gegenüber Währungsabwertungen. Gemäß seinen Berechnungen würde eine dauerhafte 30-prozentige Abwertung das Niveau der Auslandsverschuldung von derzeit gut 50 Prozent des BIP innerhalb kurzer Zeit auf über 80 Prozent des BIP erhöhen.

Auch die Schuldentragfähigkeitsanalyse der OECD, deren Bericht im Juli 2018 publiziert wurde, verweist auf zahlreiche Risikofaktoren. Dazu gehören neben einem Anstieg des weltweiten Zinsniveaus, einem Anstieg der Risikoprämien auf türkische Auslandsschulden und einem Wachstumseinbruch vor allem ein umfangreicher Kapitalabzug und eine starke Wechselkursabwertung.

Die weitere Abwertung im August 2018 erhöht das Risiko deutlich. Um es genauer zu bemessen, ist nicht der Wechselkurs der türkischen Lira in Euro, sondern der Wechselkurs des Euro in türkischer Lira nötig. Zum Stand 20. August 2018 war eine türkische Lira rund 0,143 Euro wert und ein Euro rund 7 türkische Lira. Der Jahresdurchschnitt 2017 beträgt 0,243 Euro pro Lira und 4,1 Lira pro Euro. Damit hat die türkische Lira wie Abbildung 3-1 darstellt um über 41 Prozent gegenüber dem Jahresdurchschnitt 2017 abgewertet (von 0,243 auf 0,143 Euro). Umgekehrt hat der Euro gegenüber der Lira aber um über 70 Prozent aufgewertet (von 4,1 auf 7 türkische Lira). Die Fremdwährungsschulden gerechnet in türkischer Lira haben sich also durch die Abwertung um über 70 Prozent erhöht, wenn sie auf Euro lauten. Für den US-Dollar gelten ähnliche Relationen. Es ist daher fraglich, ob die Auslandsverschuldung bei diesem Wechselkursniveau wirklich noch dauerhaft tragfähig ist.

Jenseits der Solvenz stellt sich auch die Frage nach dem **Liquiditätsrisiko**, also ob die Türkei weiterhin kurzfristig ohne größere Probleme neue Finanzmittel im Ausland aufnehmen kann. Dies ist nicht nur nötig, wenn die Auslandsverschuldung steigt, was zumindest zuletzt nicht mehr der Fall war. Es ist auch notwendig, um auslaufende Schulden durch neue Schulden zu refinanzieren. Die Neuaufnahme von Schulden im Ausland hängt letztlich von dem Vertrauen der Finanzmärkte in die Türkei und deren politischer Führung ab.

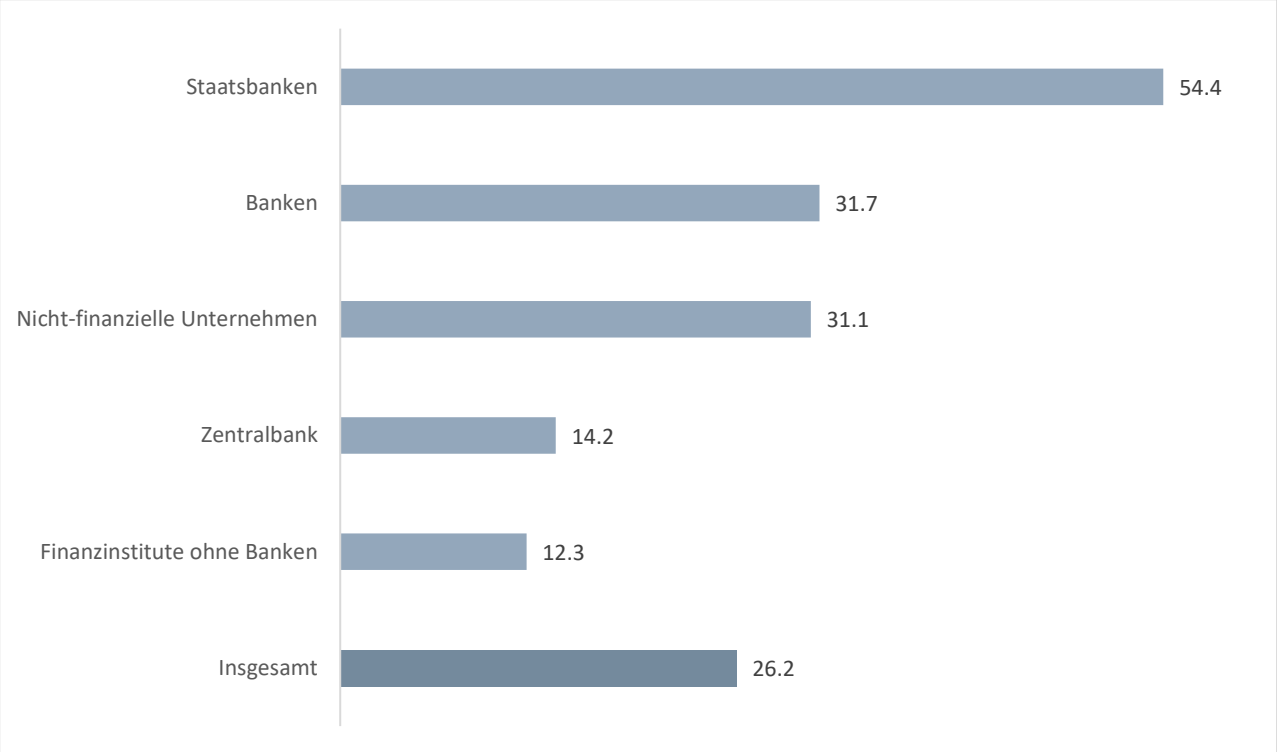
Selbst wenn die Solvenz formell noch gegeben ist, kann es bei einem Vertrauensverlust zu einer Liquiditätskrise kommen, bei der internationale Investoren den Zugang zu neuen ausländischen Finanzmitteln verweigern oder sehr stark verteuern. Wenn auslaufende Schulden deshalb nicht zurückgezahlt werden können, kann daraus sogar eine Zahlungsunfähigkeit resultieren. Die jüngsten Rating-Herabstufungen der Türkei, die vor allem mit einem erodierenden Vertrauen in die türkischen Institutionen (besonders die Unabhängigkeit der Zentralbank) begründet werden, erhöhen dieses Risiko.

3.4 Kurzfristige Finanzierungsrisiken

Die Liquiditätsrisiken sind besonders relevant mit Blick auf kurzfristig nötige Refinanzierungen. Mit rund 120 Milliarden US-Dollar ist die Türkei kurzfristig (mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr) im Ausland verschuldet. Das entspricht einem Anteil von deutlich über einem Viertel an den gesamten Auslandsschulden. Im Jahr 2007, das auch in Abbildung 3-2 als Vergleich herangezogen wurde, lag der Kurzfrist-Anteil noch bei rund 17 Prozent. Abbildung 3-5 zeigt, dass diese Quote bei privaten Banken und nicht-finanziellen Unternehmen mit fast einem Drittel noch höher liegt. Bei Staatsbanken beträgt sie sogar 54 Prozent.

Abbildung 3-5: Kurzfristige Auslandsverschuldung in der Türkei

Anteil an der gesamten Auslandsverschuldung in Prozent am Ende des ersten Quartals 2018



Kurzfristige Verschuldung: Schulden mit einer ursprünglichen Laufzeit von weniger als einem Jahr.

Quelle: TCMB, 2018b

Wenn man auch die in Kürze auslaufenden Schulden mit ursprünglich längerer Laufzeit einbezieht, ist die Angewiesenheit auf kurzfristige Auslandsfinanzierung noch um knapp die Hälfte größer, zumal der Nettozufluss an Direktinvestitionen zuletzt deutlich zurückging. Kurzfristige Auslandsschulden mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr betragen nach Angaben des IWF (IMF, 2018, Table 1) rund 21 Prozent des BIP – mit steigender Tendenz. Dies entspricht aktuell ungefähr 180 Milliarden US-Dollar. Dieser Wert ist um mehr als das Doppelte höher als die offiziellen Devisenreserven, die Ende Juni nur noch knapp 76 Milliarden US-Dollar betrugen (einschließlich Sonderziehungsrechte und IWF-Position, aber ohne Goldreserven in Höhe von knapp 23 Milliarden US-Dollar, s. Kapitel 3-2).

Den gesamten Bruttofinanzierungsbedarf im Ausland („gross external financing requirement“, einschließlich der Finanzierung des Leistungsbilanzüberschusses etwa durch Direktinvestitionen) schätzt der IWF auf knapp 230 Milliarden US-Dollar im Jahr 2018. Dies entspricht rund 25 Prozent des BIP, eine Größenordnung die der IWF auch in den nächsten Jahren ansetzt. Dieser Wert ist relativ hoch, wie ein Vergleich mit Griechenland zeigt. So hat die Eurogruppe als Obergrenze für den Bruttofinanzierungsbedarf einen Grenzwert von 20 Prozent des BIP festgelegt.

Insgesamt ist die Höhe der kurzfristigen Auslandsverschuldung neben dem hohen Fremdwährungsanteil die zweite große offene Flanke der türkischen Wirtschaft.

3.5 Anfälligkeit von Banken und nicht-finanziellen Unternehmen

Vor allem Banken und nicht-finanzielle Unternehmen haben ihre Auslandsverschuldung erhöht (Abbildung 3-4; s. auch OECD, 2018, 31). Daher wird im Folgenden ein kurzer Blick auf die Anfälligkeit dieser Schuldner für die geschilderten Risiken gelenkt.

Banken

Grundsätzlich gelten die Banken in der Türkei als relativ stabil. Sie weisen recht hohe Kapitalpuffer auf und der Anteil der offiziell ausgewiesenen notleidenden Kredite ist mit rund 3 Prozent gering und hat zuletzt abgenommen (IMF, 2018, 33). Allerdings sieht der IWF gewisse Warnsignale, dass die Kreditqualität sich verschlechtern könnte, weil der Anteil der Kredite unter enger Überwachung („under close monitoring“) allein zwischen Ende 2017 und Anfang 2018 von 4 auf 7 Prozent der Bankenkredite gestiegen ist. Da die Kreditvergabe im Zuge der staatlichen Kreditgarantien im Jahr 2017 wie geschildert sehr stark ausgeweitet wurde und der Staat für die damit verbundenen Risiken weitgehend einsteht, ist diese Entwicklung nicht verwunderlich. Die Kreditrisiken der staatlichen Förderung könnten sich damit als Hypothek für die türkische Wirtschaft erweisen.

Um die starke Kreditexpansion im Inland zu finanzieren, haben die türkischen Banken ihre Verschuldung im Ausland deutlich erhöht, (IMF, 2018, 6). Auf diese Weise ist auch die Auslandsverschuldung in Fremdwährung deutlich gestiegen und damit auch das Exposure gegenüber einer Abwertung. Allerdings sichern die türkischen Banken sich nach Angaben von OECD (2018, 31) und IWF (2018, 6) sehr weitgehend mit außerbilanziellen Hedging-Geschäften gegen diese Wechselkursrisiken ab.

Die Finanzierungs- und Bilanzstruktur setzt die türkischen Banken allerdings trotzdem Abwertungsrisiken aus. So verweist Setser (2018) darauf, dass die Banken ihr Eigenkapital in Euro halten, viele sonstige Bilanzpositionen aber in Fremdwährung. Dieser Mismatch wirkt sich bei einer Abwertung negativ auf Kapitalausstattung und Kapitalbedarf der Banken aus, weil die Fremdwährungspositionen mehr Lira wert sind. Damit verringert sich die Relation von Eigenkapital zu Bilanzgröße in türkischer Lira gerechnet. Setser (2018) kritisiert, dass die türkische Zentralbank den Banken erlaubt, ihren Kapitalbedarf mit dem Wechselkurs von Ende Juni zu berechnen.

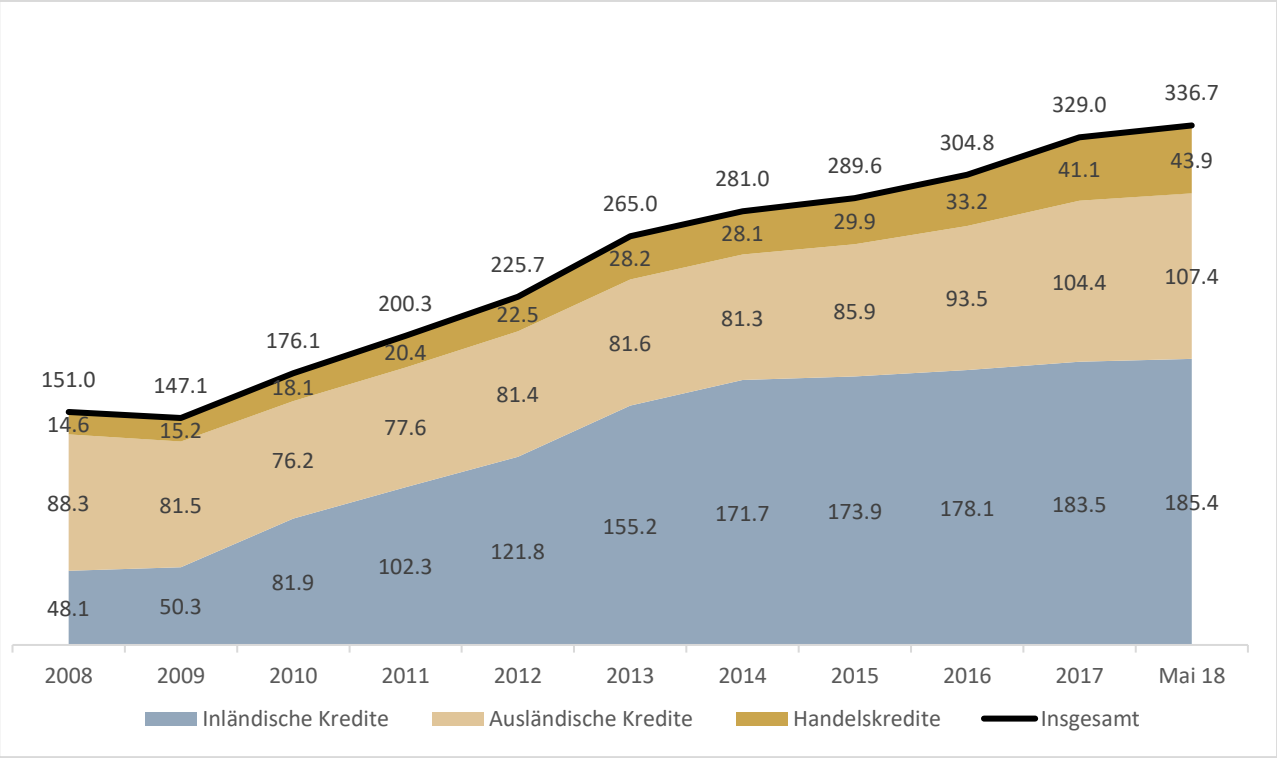
Die türkischen Banken sind zudem anfällig für Liquiditätsrisiken. Denn sie sind nach Angaben der türkischen Zentralbank mit rund 69 Milliarden US-Dollar kurzfristig im Ausland verschuldet (Stand: Ende 2. Quartal 2018). Der IWF (IMF, 2018, 28) prognostiziert, dass dieser Wert stetig weiter zunehmen dürfte – auf bis zu knapp 80 Milliarden US-Dollar im Jahr 2022.

Nicht-finanzielle Unternehmen

Der türkische Unternehmenssektor steht im Vergleich zu den Banken grundsätzlich weniger solide da (OECD, 2018, 30 ff.). Vor allem die Eigenkapitalausstattung gilt als knapp. Damit ist die Leverage Ratio (Verschuldung in Relation zum Eigenkapital) der türkischen nicht-finanziellen Unternehmen so hoch wie in keinem anderen OECD-Land (OECD, 2017). Dies gilt vor allem für Firmen im Bausektor. Die Anfälligkeit für wirtschaftliche Turbulenzen und Zinserhöhungen ist entsprechend hoch.

Abbildung 3-6: Fremdwährungsverschuldung nicht-finanzieller Unternehmen

Angaben in Milliarden US-Dollar



Stand: jeweils zum Ende des Zeitraums; Daten erst ab 2008 verfügbar.

Quelle: TCMB, 2018c

Die Fremdwährungsverschuldung der nicht-finanziellen Unternehmen beträgt nach Angaben der türkischen Zentralbank insgesamt fast 337 Milliarden US-Dollar – oder rund 39 Prozent des BIP (Abbildung 3-6). Davon gehen rund 185 Milliarden US-Dollar auf inländische Kredite in Fremdwährung zurück, die zumeist von heimischen Banken vergeben wurden. Rund 107 Milli-

arden sind Auslandskredite und der Rest in Höhe von 44 Milliarden US-Dollar besteht aus Importhandelskrediten aus dem Ausland. Mithilfe der Daten, die Abbildung 3-4 zugrunde liegen, lässt sich berechnen, dass der Fremdwährungsanteil der Auslandsverschuldung über Kredite bei nicht-finanziellen Unternehmen rund 95 Prozent beträgt und damit ebenfalls sehr stark für Abwertungen anfällig ist.

Dies ist insofern gravierend, weil diese Risiken anders als im Bankensystem nicht so umfassend durch Hedging abgesichert sind. In besonderem Maß entfallen die Fremdwährungsschulden auf Sektoren, die nur wenig exportieren und damit kaum selbst Deviseneinnahmen generieren können (Bau- und Energiesektor) (IMF, 2018, 13). Allerdings hat der Staat diese hohe Anfälligkeit erkannt und begonnen, den Zugang zu Fremdwährungsschulden einzuschränken und an die Fähigkeit der Firmen zu knüpfen, Deviseneinnahmen zu erzielen.

Schließlich ist auch das Ausmaß der Kurzfristigkeit der Auslandsverschuldung bei nicht-finanziellen Unternehmen mit rund 52 Milliarden US-Dollar relativ groß. Der IWF (IMF, 2018, 28) schätzt, dass dieses Volumen in den nächsten Jahren immer weiter auf knapp über 80 Milliarden US-Dollar steigen dürfte. Die Kurzfristfinanzierung der nicht-finanziellen Unternehmen macht auch einen erheblichen Anteil der Fremdwährungsverschuldung aus. Nach Angaben der türkischen Zentralbank sind über 90 Milliarden der aktuell insgesamt 337 Milliarden US-Dollar an Fremdwährungsschulden kurzfristiger Natur. Dem steht kurzfristiges Vermögen der nicht-finanziellen Unternehmen in etwa gleicher Größenordnung gegenüber. Doch ist fraglich, wie schnell dies im Krisenfall liquide gemacht werden kann.

Insgesamt sind die Krisenrisiken bei nicht-finanziellen Unternehmen immens. Sie liegen in einer eher schwachen Eigenkapitalbasis und einer hohen Auslands- und Fremdwährungsverschuldung. Aktuell hat die Abwertung zum 22. August den Bedarf an Lira zur Bedienung der Fremdwährungsschulden in Euro um 70 Prozent gegenüber dem Jahresdurchschnitt erhöht (Kapitel 3.3).

Gegenüber dem Stand von Ende Mai 2018 von 337 Milliarden US-Dollar in der Abbildung 3-6 lässt sich zudem berechnen, wie stark sich durch die Abwertung seitdem der Gegenwert in türkischer Lira erhöht hat. Ende Mai lag der Wechselkurs der türkischen Lira noch bei 4,53 US-Dollar, am 22. August waren es dagegen schon 6,02 US-Dollar (Schlusskurse). Das entspricht einer Aufwertung des US-Dollar von rund 33 Prozent. Daraus lässt sich errechnen, dass die Fremdwährungsverschuldung Ende Mai rund 1.525 Milliarden türkische Lira betrug, der gleiche Schuldenstand in US-Dollar am 22. August aber rund 2.026 Milliarden türkischer Lira entsprach. Der nur wechselkursbedingte Anstieg von rund einem Drittel erhöht damit die Fremdwährungsschuldenlast um rund 500 Milliarden türkische Lira.

Damit drohen türkischen Firmen erhebliche Solvenz- und Liquiditätsprobleme bis hin zu Firmenpleiten, wenn dieses Wechselkursniveau länger anhält. Dieses Risiko nimmt weiter zu, wenn in Kürze aufgrund einer restriktiveren Geld- und Finanzpolitik ein Wachstumseinbruch und steigende Risikoprämien für neue Schulden hinzukommen sollten.

4 Fazit

Die Krise in der Türkei ist überwiegend selbst verschuldet und hat mit Blick auf die tiefer liegenden Ursachen wenig mit den verschärften US-Handelssanktionen zu tun. Zahlreiche expansive wirtschaftspolitische Maßnahmen trugen zwar dazu bei, einen anhaltenden Wirtschaftseinbruch nach dem Putschversuch im Juli 2016 abzuwenden. Das gilt vor allem für die lange Zeit zu lockere Geldpolitik und ein umfangreiches und großzügiges staatliches Kreditprogramm. Die türkische Regierung hielt die starke Konjunkturstimulierung angesichts wichtiger Wahlen in den Jahren 2017 und 2018 jedoch zu lange aufrecht und verteilte zudem vor allem vor der Präsidentschaftswahl im Juni 2018 umfangreiche Wahlgeschenke.

Diese expansive Wirtschaftspolitik führte zu einem konjunkturellen Strohfeuer und einer Überhitzung der Wirtschaft mit zuletzt deutlich steigender Inflation und höheren Leistungsbilanzdefiziten. Problematisch ist vor allem, dass es zu einem starken Anstieg von privaten Krediten kam und so die Verschuldung von Banken und nicht-finanziellen Unternehmen deutlich stieg. Diese von politischem Wahlkalkül getriebene Konjunkturpolitik auf Pump und auf Kosten der Zukunft rächt sich nun. Die Handelssanktionen der USA haben zwar im August 2018 zu einer vorübergehenden Zuspitzung der Krise und vor allem einer beschleunigten Abwertung geführt. Die eigentlichen Krisenursachen liegen jedoch tiefer und machen die türkische Wirtschaft auf längere Zeit verwundbar und anfällig für Vertrauenskrisen am internationalen Finanzmarkt.

Denn mit der privaten Verschuldung wuchs auch die Auslandsverschuldung von Banken und nicht-finanziellen Unternehmen deutlich. Letztere ist zwar noch nicht exzessiv im internationalen Vergleich. Dennoch drohen Solvenzrisiken. Besorgnis erregt in dieser Hinsicht vor allem der hohe Fremdwährungsanteil von 94 Prozent an der Auslandsverschuldung. Damit ist die Türkei sehr anfällig für Währungsabwertungen, weil mit jeder Abwertung die Auslandsverschuldung in inländischer Währung steigt und so eine Überschuldung drohen kann. Im Vergleich zum Jahresdurchschnitt 2017 hat die Abwertung der türkischen Lira gegenüber dem Euro bis zum 22. August 2018 die Fremdwährungsschulden ceteris paribus um über 70 Prozent erhöht. Im Gegensatz zu den Banken sind nicht-finanzielle Unternehmen gegen dieses Risiko bislang kaum abgesichert, hatten aber Ende Mai 2018 Fremdwährungsschulden von knapp 340 Milliarden US-Dollar (teils auch bei inländischen Gläubigern). Allein aufgrund der Wechselkursveränderung seit Ende Mai hat sich deren Gegenwert um rund 500 Milliarden türkische Lira auf gut 2.000 Milliarden türkische Lira erhöht.

Es drohen aber nicht nur Solvenzrisiken, sondern auch Liquiditätsrisiken. Denn die private Verschuldung von Banken und nicht-finanziellen Unternehmen ist zu knapp einem Drittel mit kurzfristigen und daher schnell reversiblen Kapitalzuflüssen aus dem Ausland finanziert. Bei einer Vertrauenskrise kann es daher schnell zu einem Versiegen dieser Finanzquellen und einer Liquiditätskrise („sudden stop“) kommen. In diesem Fall könnte sogar eine Zahlungsunfähigkeit drohen. Dieses Risiko ist umso relevanter, weil die Devisenreserven im internationalen Vergleich relativ gering sind und zudem seit 2014 und vor allem in den letzten Monaten stark abgenommen haben.

Die Politik trägt kaum zur Vertrauensschaffung bei, wenn der Handelsstreit mit den USA weiter eskaliert und vor allem die Unabhängigkeit der Zentralbank und auch andere Institutionen geschwächt werden. Die türkische Regierung scheint das Primat der Politik über die Erfordernisse der wirtschaftlichen Stabilität zu stellen. Die jüngsten Rating-Herabstufungen zeigen, dass vor allem deshalb das Vertrauen der Investoren im Ausland zu schwinden beginnt (o. V., 2018b).

Um dem entgegenzuwirken und neues Vertrauen zu gewinnen, muss die türkische Regierung an verschiedenen Punkten ansetzen:

- Zunächst muss die Unabhängigkeit der Zentralbank wieder zweifelsfrei gesichert und der Inflationsbekämpfung klare Priorität gegeben werden.
- In der Fiskalpolitik ist mehr Transparenz und Disziplin mit Blick auf die versteckten Risiken in den Schattenhaushalten ebenso nötig wie eine baldige Beschneidung der ausgeuferten Subventionen und sonstigen Fiskalstimuli.
- Zentral ist auch die Sicherung der makrofinanziellen Stabilität angesichts der erheblichen Risiken, die sich aus dem Kreditboom und der gestiegenen Verschuldung ergeben. Zunächst muss dazu die staatliche Kreditförderung beendet werden. Darüber hinaus bedarf es einer schärferen mikro- und makroprudenziellen Überwachung und Regulierung der in Kapitel 3 aufgezeigten Risiken. Hierzu gehören vor allem die kurzfristigen Auslandsverschuldungsrisiken in Fremdwährung und besonders jene von nicht-finanziellen Unternehmen. Der Zugang zu dieser Verschuldungsform ist deutlich weiter einzuschränken als bisher.
- Eine restriktivere Geld-, Fiskal- und makroprudenzielle Politik wird die türkische Wirtschaft abbremsen und auch zu einem Anstieg der ohnehin schon hohen Arbeitslosigkeit führen. Diese Anpassung muss die Politik hinnehmen, da sie unumgänglich ist, um die Überhitzung und damit auch das Leistungsbilanzdefizit zu bekämpfen. Eine wichtige Frage ist, ob sich eine sanfte Landung bewerkstelligen lässt oder eine tiefere Wirtschaftskrise entsteht.
- Sollte es zu einer deutlichen Krisenverschärfung kommen, wird kein Weg daran vorbeiführen, den IWF zu Hilfe zu rufen, um der Politikverschärfung Biss und Glaubwürdigkeit zu verleihen.

Literaturverzeichnis

Atuk, Oguz / Özmen, Mustafa / Sarikaya, Cagri, 2018, A Disaggregated Analysis of the Impact of Output Gap on Inflation and Implications for Monetary Policy, in: Prague Economic Papers, erscheint in Kürze

Busch, Berthold / Grömling, Michael / Matthes, Jürgen, 2011, Ungleichgewichte in der Eurozone, IW-Analysen, Nr. 74, Köln

IMF – International Monetary Fund, 2013, Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations, IMF Policy Paper, Washington, D.C.

IMF, 2018, Turkey, 2018 Article IV Consultation, IMF Country Report, Nr. 18/110, April, Washington, D.C.

Kara, Hakan / Ogunc, Fethi / Sarikaya, Cagri, 2017, Inflation Dynamics in Turkey: A Historical Accounting, in: Central Bank of Turkey Research Notes in Economics, Nr. 1703, Ankara

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development, 2017, OECD Economic Outlook, Nr. 102, Paris

OECD, 2018, Turkey, OECD Economic Survey July 2018, Paris

o. V., 2018a, Erdogan verstärkt Einfluss auf türkische Notenbank, Handelsblatt, v. 10.7.2018, https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/geldpolitik-erdogan-verstaerkt-einfluss-auf-tuerkische-notenbank/22784102.html?ticket=ST-6095645-aZIUj5IIiUTL6ptp6kYv-ap3 [21.8.2018]

o. V., 2018b, Moody's und S&P strafen Türkei ab – Erdogan sieht Wirtschaftskrieg, handelsblatt.com, v. 17.8.2018, https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/ratingagenturen-moodys-und-sundp-strafen-tuerkei-ab-erdogan-sieht-wirtschaftskrieg/22927208.html [20.8.2018]

Setser, Brad, 2016, How Many Reserves Does Turkey Need? Some Thoughts on the IMF's Reserve Metric, Post im Blog Follow the Money des Council on Foreign Relations, 19.7.2016, https://www.cfr.org/blog/how-many-reserves-does-turkey-need-some-thoughts-imfs-reserve-metric [20.8.2018]

Setser, Brad, 2018, Framing Turkey's Financial Vulnerabilities: Some Rhymes with the Asian Crisis, but Not a Repeat, Post im Blog Follow the Money des Council on Foreign Relations, 20.8.2018, https://www.cfr.org/blog/framing-turkeys-financial-vulnerabilites-some-rhymes-asian-crisis-not-repeat [20.8.2018]

TCMB – Central Bank of the Republic of Turkey, 2017, Monetary and Exchange Rate Policy for 2018, Ankara, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/92636dde-0107-4ffa-bd25-e6b060621a52/paravekur.politikas_eng.pdf?MOD=AJPERES&CVID= [21.8.2018]

TCMB, 2018a, Statistics, Consumer prices, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Statistics/Inflation+Data [20.8.2018]

TCMB, 2018b, Statistics, International Investment Position Developments – June 2018, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Statistics/Balance+of+Payments+and+Related+Statistics/International+Investment+Position/ [20.8.2018]

TCMB, 2018c, Statistics, Foreign Exchange Assets and Liabilities of Non-Financial Companies – May 2018, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Statistics/Monetary+and+Financial+Statistics/FX+Assets+and+Liabilities+of+NonFin+Companies/ [20.8.2018]

Abstract

The crisis in Turkey is largely self-inflicted and has only superficially to do with the tightened US trade sanctions. Numerous expansionary economic policy measures helped avert a sustained economic slump following the coup d'état in July 2016. However, the Turkish government kept the strong stimulus for too long in view of two important elections and handed out extensive election presents, especially before the presidential election in June 2018. This resulted in the economy overheating with rising inflation and higher current account deficits. Another problem is that there has been a sharp increase in the private debt of banks and non-financial companies.

This economic policy is now taking its toll. Particularly the increase in private debt and external debt of banks and non-financial companies poses serious solvency risks. In this respect, the main source of concern is the very high share of 94 percent of foreign exchange debt in total external liabilities. This makes Turkey extremely vulnerable to currency devaluation, as any devaluation increases external debt in domestic currency. Compared to the annual average for 2017, the devaluation of the Turkish lira against the euro until 22 August 2018 increased ceteris paribus foreign exchange liabilities by more than 70 per cent in Turkish lira. In contrast to the banks, non-financial companies are widely exposed to this risk, and had foreign exchange debt of nearly 340 billion US dollars at the end of May 2018 (partly also for domestic creditors). Solely as a result of the exchange rate change since the end of May, the equivalent value has risen by around 500 billion Turkish lira to more than 2,000 billion Turkish lira.

There is also the risk of a liquidity crisis. For the private debt of banks and non-financial companies is financed to nearly a third with short-term and therefore quickly reversible capital inflows from abroad. In the event of a crisis of confidence, it can quickly lead to a sudden stop up of these financial sources and an ensuing liquidity crisis, which could eventually even lead to insolvency. This risk is all the more relevant given that official foreign currency reserves are relatively low by international standards and only cover around half of short-term external debt.

Politics hardly contributes to the creation of trust. Instead, the Turkish government seems to put the primacy of politics above the requirements of economic stability. The recent rating downgrades show that investor confidence abroad is beginning to dwindle. In order to counteract this, the Turkish government must reassure the independence of the central bank without doubt and give clear priority to fighting inflation. Fiscal policy calls for more transparency and discipline with regard to the hidden fiscal risks, as well as a timely adjustment of the excessive subsidies and other fiscal stimuli. It is also crucial to safeguard macro-financial stability, given the considerable risks arising from the credit boom and increased debt.

More restrictive monetary, fiscal and macro-prudential policies will slow down the Turkish economy and probably lead to an increase in already high unemployment. This adjustment must be accepted by policy makers in Turkey, as it is indispensable to combat overheating and the economic vulnerabilities of the huge debt burden. Should there be a significant deepening of the crisis, there will be no choice but to call for help from the IMF.

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2-1: Wirtschaftswachstum in der Türkei 5
Abbildung 2-2: Inflation in der Türkei.....5
Abbildung 3-1: Wechselkurs der türkischen Lira gegenüber dem Euro.....10
Abbildung 3-2: Makrofinanzielle Anfälligkeit in der Türkei.....12
Abbildung 3-3: Entwicklung der Devisenreserven der türkischen Zentralbank.....13
Abbildung 3-4: Auslandverschuldung in der Türkei 15
Abbildung 3-5: Kurzfristige Auslandsverschuldung in der Türkei 17
Abbildung 3-6: Fremdwährungsverschuldung nicht-finanzieller Unternehmen 19