

Matthes, Jürgen

Article

Solvenz- und Liquiditätsrisiken in der Türkei

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Matthes, Jürgen (2018) : Solvenz- und Liquiditätsrisiken in der Türkei, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 98, Iss. 10, pp. 722-729, <https://doi.org/10.1007/s10273-018-2358-8>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/213686>

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.

Jürgen Matthes*

Solvenz- und Liquiditätsrisiken in der Türkei

Die Krise in der Türkei ist überwiegend selbst verschuldet und hat nur oberflächlich mit den verschärften US-Handelssanktionen zu tun. Zahlreiche expansive wirtschaftspolitische Maßnahmen haben zu einer konjunkturellen Überhitzung und einem starken Anstieg der Verschuldung von Banken und nicht-finanziellen Unternehmen geführt. Mit der hohen Auslandsverschuldung, die ganz überwiegend in Fremdwährung aufgenommen wurde, und der starken Abwertung der türkischen Lira sind erhebliche Solvenz- und Liquiditätsrisiken entstanden. Besonders bei hochverschuldeten nicht-finanziellen Unternehmen, die nur begrenzt dagegen abgesichert sind, drohen Firmenpleiten, wenn das aktuelle Wechselkursniveau anhält.

Im Jahr 2016 war das Wirtschaftswachstum in der Türkei, auch infolge der Unsicherheit nach dem Putschversuch im Juli 2016, auf nur 3,2 % gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen – nach rund 5 % und meist deutlich mehr in den Jahren nach 2010. Im Jahr 2017 gewann die türkische Wirtschaft aber wieder deutlich an Dynamik und erreichte einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 7,4 %. Damit gehörte die Türkei zu den am schnellsten wachsenden Ländern weltweit. Dabei zeigt die türkische Wirtschaft deutliche Anzeichen einer Überhitzung: Der Anstieg der Verbraucherpreise betrug 2011 noch rund 6 % gegenüber dem Vorjahr und lag damit schon damals knapp über dem offiziellen Inflationsziel von 5 %.¹ Im Jahr 2017 und vor allem 2018 nahm der Kaufkraftverfall noch weiter zu und die Inflationsrate stieg auf fast 18 % im August 2018 (vgl. Abbildung 1). Dazu trugen nicht nur höhere Energiepreise bei, sondern auch ein starker Nachfrage- und vor allem eine deutliche Abwertung der türkischen Lira schon vor dem August 2018 (vgl. Abbildung 2). Sorgen bereitet, dass neben der Kerninflation auch die Inflationserwartungen (mit Zeithorizont ein Jahr) auf über

10 % gestiegen sind und sich somit deutlich vom Inflationsziel von 5 % gelöst haben.

Auch das Leistungsbilanzdefizit der Türkei erhöhte sich von 3,8 % des nominalen BIP (2016) auf rund 5,5 % des BIP (2017). Für 2018 geht die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) von einem weiteren Anstieg auf rund 6,5 % aus. Dieser Tatbestand untermauert die Überhitzungsthese zusätzlich. Dies gilt vor allem, weil angesichts der starken Abwertung 2017 und der guten Exportentwicklung ein Rückgang des Leistungsbilanzdefizits zu erwarten gewesen wäre. Eine hohe Importnachfrage, die hauptsächlich von der starken Binnendynamik angetrieben wurde, hat dies jedoch verhindert und den Exportanstieg sogar noch übertroffen.

Expansive Wirtschaftspolitik und wahltaktische Motive

Die konjunkturelle Überhitzung wurde in erster Linie von der Wirtschaftspolitik verursacht. Zahlreiche expansive Maßnahmen trugen zunächst dazu bei, einen anhaltenden Wirtschaftseinbruch nach dem Putschversuch im Juli 2016 abzuwenden. Das gelang auch weitgehend. Jedoch hielt die türkische Regierung die starke Konjunkturstimulierung aus wahltaktischen Motiven zu lange aufrecht und verteilte vor allem vor der Präsidentschaftswahl im Juni 2018 umfangreiche Wahlgeschenke: So wurden 750 000 befristete Stellen im öffentlichen Dienst in dauerhafte Arbeitsplätze umgewandelt, ein Rentenbonus von zweimal 1000 Lira gewährt und die Energiepreise gedeckelt. Der Internationale Währungsfonds (IWF) schätzt für 2017 einen erheblichen Fiskalimpuls von rund 1 % des BIP, bei dem die staatliche Kreditförderung noch nicht eingeschlossen ist.²

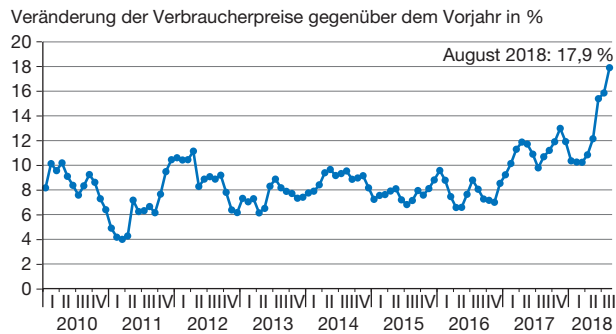
* Dieser Beitrag ist eine gekürzte und aktualisierte Fassung von J. Matthes: Währungskrise in der Türkei – Ursachen und Gefahren, IW-Report, Nr. 31, Köln 2018.

1 TCMB – Central Bank of the Republic of Turkey: Monetary and Exchange Rate Policy for 2018, Ankara, 5.12.2017, [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/92636dde-0107-4ffa-bd25-e6b060621a52/pa-ravekur.politikas_eng.pdf?MOD=AJPERES&CVID=\(21.8.2018\)](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/92636dde-0107-4ffa-bd25-e6b060621a52/pa-ravekur.politikas_eng.pdf?MOD=AJPERES&CVID=(21.8.2018)).

2 International Monetary Fund (IMF): Turkey, 2018 Article IV Consultation, IMF Country Report, Nr. 8/110, Washington DC, April 2018, S. 11; vgl. auch OECD: Turkey, OECD Economic Survey Juli 2018, Paris 2018, S. 35.

Jürgen Matthes, Dipl.-Volkswirt, leitet das Kompetenzfeld Internationale Wirtschaftsordnung und Konjunktur am Institut der deutschen Wirtschaft in Köln.

Abbildung 1
Inflation in der Türkei



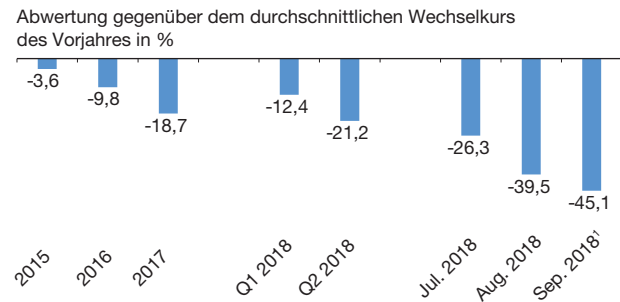
Quellen: TCMB – Central Bank of the Republic of Turkey: Statistics, Consumer prices, Ankara 2018, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Statistics/Inflation+Data> (20.8.2018).

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 nur unwesentlich mehr als rund 3 % des BIP und die Staatsverschuldung nur rund 28,5 % des BIP (EU-Definition). Doch laut IWF ist ein wachsender Teil der Staatsverschuldung (und damit der fiskalischen Risiken) in Schattenhaushalten versteckt, die außerhalb der üblichen fiskalischen Überwachungssysteme angesiedelt sind.³ Dazu zählen Kreditrisiken von Staatsbanken, ein neuer Staatsfonds, staatliche Kreditgarantiesysteme und die verstärkte Nutzung von Öffentlich-privaten Partnerschaften (Public-Private-Partnerships, PPP) bei der Bereitstellung von Infrastruktur.

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, um den starken Preisauftrieb zu bremsen. Im Gegenteil, die Inflation nahm vor allem abwertungsbedingt weiter zu. Der starke Anstieg der Inflationserwartungen verwundert daher nicht und zeigt, dass die türkische Zentralbank ein erhebliches Glaubwürdigkeitsproblem aufgebaut hat. Zwar 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. Doch die jüngste starke Lira-Abwertung dürfte kurzfristig zu einem weiteren Inflationsschub führen, denn die Inflation in der Türkei reagiert im internationalen Vergleich besonders stark auf Wäh-

3 IMF: Turkey ..., a. a. O., S. 11.

Abbildung 2
Wechselkurs der türkischen Lira gegenüber dem Euro



¹ Datenstand bis einschließlich 17. September 2018.

Quellen: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft.

rungsabwertungen.⁴ Eine noch höhere Inflation würde die Realzinsen wieder sinken lassen. Damit ist ein weiterer dringender Bedarf für Zinssteigerungen absehbar, zumal eine restriktive Geldpolitik erst mit zeitlicher Verzögerung dämpfend auf die Konjunktur wirkt. Die türkische Zentralbank hat darauf Mitte September 2018 mit einer erneuten deutlichen Zinssteigerung von 625 Basispunkten reagiert.

Sie tat dies trotz starker politischer Widerstände aus der türkischen Regierung, die fürchtet, dass Zinserhöhungen den Aufschwung abwürgen und auch die Schulden-tragfähigkeit gefährden könnten. Daher hat der türkische Staatspräsident die Zinspolitik der Zentralbank, wie auch den letzten Zinsschritt, mehrfach scharf kritisiert und so deren politische Unabhängigkeit gefährdet. Darüber hinaus hat er auch die institutionelle Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank untergraben, indem er sich per Dekret die Möglichkeit einräumt, den Präsidenten der Zentralbank zu ernennen.⁵ Die jüngste entschiedene Zinserhöhung der türkischen Zentralbank dämpft die Sorge um die Unabhängigkeit vorerst etwas. Doch bleibt abzuwarten, wie sich die türkische Regierung weiter verhält. Eine dauerhafte Stabilisierung der türkischen Währung wird ohne eine konsequente Geldpolitik nicht möglich sein.

4 H. Kara, F. Ogunc, C. Sarikaya: Inflation Dynamics in Turkey: A Historical Accounting, in: Central Bank of Turkey Research Notes in Economics, Nr. 1703, Ankara 2017; O. Atuk, M. Özmen, C. Sarikaya: A Disaggregated Analysis of the Impact of Output Gap on Inflation and Implications for Monetary Policy, in: Prague Economic Papers, im Erscheinen 2018.

5 O.V.: Erdogan verstärkt Einfluss auf türkische Notenbank, in: Handelsblatt, vom 10.7.2018, <https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/geldpolitik-erdogan-verstaerkt-einfluss-auf-tuerkische-notenbank/22784102.html?ticket=ST-6095645-aZIUj5liiUTL6ptp-6kYv-ap3> (21.8.2018).

Zur Überhitzung trug auch eine sehr expansive staatliche Kreditvergabepolitik bei, die ebenfalls kurz nach dem Putschversuch im zweiten Halbjahr 2016 begann und weiter anhält. Dazu gehörten umfangreiche staatliche Kreditgarantien ebenso wie vermehrte Kredite von Staatsbanken an die Wirtschaft und die Lockerung makroprudenzieller Anforderungen für Banken und Kreditvergabe.⁶ Vor allem die staatlichen Kreditgarantien hatten einen sehr deutlich stimulierenden Effekt auf die türkische Wirtschaft.⁷ Dazu wurde ein schon bestehender Kreditgarantiefonds (KGF) für Firmen- und Exportkredite genutzt, der einen Fokus auf kleine und mittlere Unternehmen hat und bei dem der Staat zwischen 85 % und 100 % der von den Banken vergebenen Kredite garantiert. Das Volumen des KGF wurde 2017 auf rund das Zehnfache erhöht, was einer Größenordnung von rund 7 % des BIP entspricht. Im Jahr 2018 rechnet der IWF noch mit einem Volumen von knapp 4 % des BIP. Im internationalen Vergleich ist der KGF relativ groß und seine Nutzungsgebühren sind gering. In der Folge verdoppelte sich die Wachstumsrate von kommerziellen Bankkrediten im Laufe des Jahres 2017, nachdem es zuvor in der zweiten Jahreshälfte 2016 zu einer deutlichen Verlangsamung gekommen war. Der KGF trug rund die Hälfte zum Zuwachs von Firmenkrediten insgesamt bei, für Firmenkredite in heimischer Währung waren es sogar rund drei Viertel. Damit kam es nach Schätzungen des IWF zu einem Überangebot an Krediten in der Größenordnung von 10 % bis 20 % des BIP und zu einem starken Anstieg der Verschuldung der nicht-finanziellen Unternehmen.

Anzeichen und Ursachen für erhöhte Krisenanfälligkeit

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 seit August 2018 zu einem rapiden Verfall der türkischen Lira gegenüber dem Euro, was auf einen einsetzenden Kapitalabzug hindeutet. Trotz zwischenzeitlicher kurzer Erholungsphasen – zuletzt nach der deutlichen Zinserhöhung – lag das Ausmaß der Abwertung auch Mitte September 2018 noch bei rund 45 % gegenüber dem Durchschnitt des Jahres 2017 (vgl. Abbildung 2).

Ausgelöst wurde die Zuspitzung durch die Ankündigung von US-Präsident Donald Trump am 10. August 2018, die schon bestehenden Strafzölle auf Stahl- und Alumi-

niumimporte aus der Türkei zu verdoppeln. Wichtige Argumente sprechen dafür, dass die Strafzollverschärfung das schon hoch gefüllte Fass zum Überlaufen brachte. Zum einen dürften die realwirtschaftlichen Wirkungen der erhöhten Strafzölle begrenzt bleiben. Noch wichtiger ist zum anderen, dass der Abwertungstrend der türkischen Lira schon zuvor bestand und sich im Verlauf des Jahres 2018 bereits verschärft hatte (vgl. Abbildung 2). 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 aufgrund der hohen Auslands- und Fremdwährungsverschuldung zu einer Solvenzkrise kommen. Oder eine Liquiditätskrise könnte im Zuge eines plötzlichen Versiegens der Kapitalzuflüsse entstehen, bei der ein Rollover von bestehenden Schulden nicht mehr möglich ist. Wenn sich eine solche Entwicklung konkret andeuten sollte, ist die Gefahr einer plötzlichen Verschärfung groß. Denn Investoren agieren dann oft wie eine aufgeschreckte Herde („run for exit“). Entscheidend ist dabei das Vertrauen der Investoren in die Verlässlichkeit der Politik und in die wirtschaftliche Stabilität. Hier gibt es jedoch erheblichen Grund für Zweifel und Unsicherheit. Denn die türkische Regierung scheint das Primat der Politik über die Erfordernisse der wirtschaftlichen Stabilität zu stellen. Zudem waren die Attacken auf die Unabhängigkeit der Notenbank in dieser Hinsicht ebenso kontraproduktiv wie die verbale Eskalation des Handelsstreits mit den USA.

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. Daher haben viele Schwellenländer nach den Finanzkrisen in Asien, Lateinamerika und Russland seit Mitte der 1990er Jahre ihre Devisenreserven deutlich aufgestockt. 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.

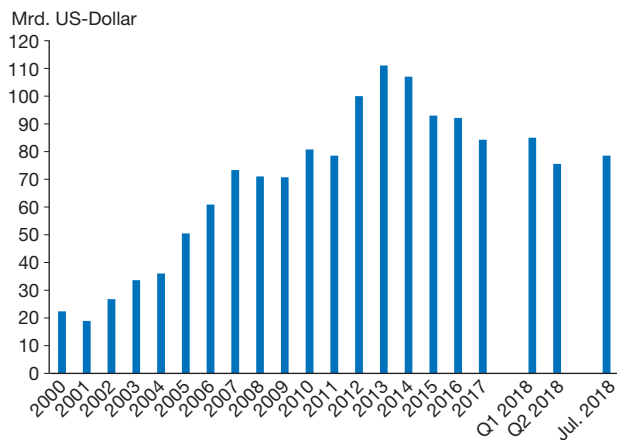
Der Bestand an verfügbaren Devisenreserven ist – gemessen an einer Metrik des IWF⁸ – im internationalen Vergleich eher niedrig und begrenzt damit die Fähigkeit der türkischen Notenbank zur Stabilisierung der türkischen

6 OECD: Turkey ..., a. a. O., S. 32.

7 Vgl. ebenda, S. 5, S. 8, S. 14, auch zu den weiteren Ausführungen in diesem Absatz.

8 IMF: Turkey ..., a. a. O., S. 18 ff., Box 1; sowie IMF: Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations, IMF Policy Paper, Washington DC 2013.

Abbildung 3
Entwicklung der Devisenreserven der türkischen Zentralbank



Quellen: TCMB – Central Bank of the Republic of Turkey: Statistics, International Investment Position Developments – Juli 2018, Ankara 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); Institut der deutschen Wirtschaft.

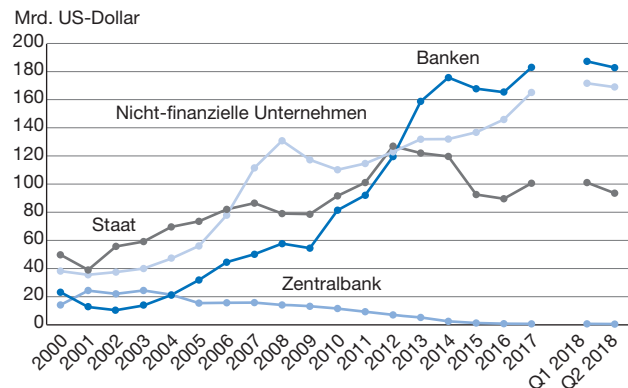
Lira. Setser⁹ hält einen noch höheren Devisenbedarf für gerechtfertigt, weil die IWF-Metrik den hohen Bestand kurzfristiger Auslandsverschuldung nicht ausreichend berücksichtige. Die Devisenreserven sind im Zuge des anhaltenden Währungsverfalls der vergangenen Jahre deutlich gesunken (vgl. Abbildung 3). Vor allem 2018 zeigt sich ein weiterer Rückgang. Ob die leichte Aufstockung im Juli 2018 von Dauer sein wird, bleibt abzuwarten.

Anstieg der Auslandsverschuldung

Die wirtschaftspolitisch getriebene Ankurbelung der türkischen Wirtschaft 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 Mrd. US-\$. Das entspricht schätzungsweise rund 53 % des BIP, wobei eine genaue Quote derzeit schwer zu bestimmen ist, weil die starken Wechselkursbewegungen auch den Wert des türkischen BIP in US-Dollar beeinflussen. Mit dieser Größenordnung ist die Türkei in Relation zu anderen vergleichbaren Schwellenländern relativ stark, aber nicht übermäßig im Ausland verschuldet. Allerdings ist die Auslandsverschuldung (und auch der darauf fällige Schuldendienst) im Vergleich

9 B. W. Setser: How Many Reserves Does Turkey Need? Some Thoughts on the IMF's Reserve Metric, in: Follow the Money, Blog 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).

Abbildung 4
Auslandsverschuldung der Türkei



Stand: jeweils zum Ende des Zeitraums.

Quellen: TCMB – Central Bank of the Republic of Turkey: Statistics, International Investment Position Developments – Juli 2018, Ankara 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); Institut der deutschen Wirtschaft.

zu den türkischen Exporten und Primäreinkommen im internationalen Vergleich hoch.¹⁰

Sorgen bereitet im Schwellenländervergleich vor allem der deutliche Anstieg der Auslandsverschuldung, der in erster Linie auf die beträchtlichen Leistungsbilanzdefizite zurückzuführen ist. Abbildung 4 macht deutlich: Während der türkische Staat seine Auslandsverschuldung von recht hohem Niveau aus schon seit 2013 abgebaut hat, haben sich türkische 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 einen Abzug von Kapital hindeuten. 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 Schulden und Zinskosten, obwohl sie in Fremdwährung gerechnet gleich bleiben.

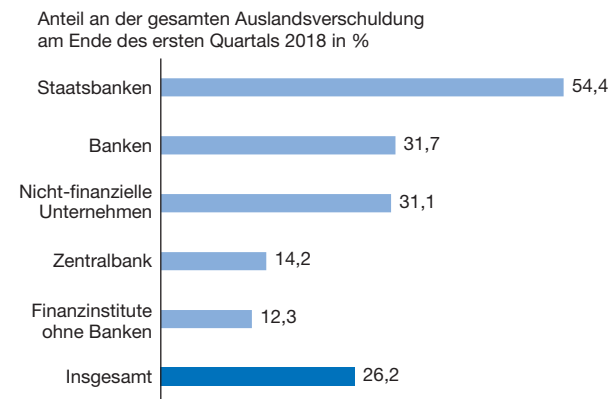
10 OECD: Turkey ..., a. a. O., S. 28.

Eine starke Abwertung kann also auch bei einer eigentlich tragfähigen Auslandsverschuldung die Solvenz gefährden. Dies ist eine große 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 % und liegt schon seit Längerem auf diesem Niveau. IWF und OECD haben kürzlich jeweils analysiert, wie die Tragfähigkeit der türkischen Auslandsschuld zu bewerten ist. Gemäß der IWF-Studie,¹¹ die im April 2018 publiziert wurde, 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 % im Basisszenario auf 4,1 %) und einen überschaubaren Wachstumseinbruch (von 3,8 % im Basisszenario auf 1,6 %). Allerdings verweist auch der IWF auf die große Anfälligkeit gegenüber Währungsabwertungen. Gemäß seinen Berechnungen würde eine dauerhafte 30%ige Abwertung das Niveau der Auslandsverschuldung von derzeit gut 50 % des BIP innerhalb kurzer Zeit auf über 80 % des BIP erhöhen. Auch die Schuldentragfähigkeitsanalyse der OECD, deren Bericht im Juli 2018 publiziert wurde, zeigt zahlreiche Risikofaktoren auf. Dazu gehören neben einem Anstieg des weltweiten Zinsniveaus, einer Erhöhung der Risikoprämien auf türkische Auslandsschulden und einem Wachstumseinbruch vor allem ein umfangreicher Kapitalabzug und eine starke Wechselkursabwertung.

Die weitere Abwertung seit August 2018 erhöht das Risiko deutlich. Zum 17. September 2018 war eine türkische Lira rund 0,136 Euro wert. Der Jahresdurchschnitt 2017 betrug 0,243 Euro pro Lira. Damit hat die türkische Lira rund 45 % gegenüber dem Jahresdurchschnitt 2017 abgewertet. 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 nötig, um auslaufende Schulden durch neue Kredite zu refinanzieren. 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 Ra-

11 IMF: Turkey ..., a. a. O., Anhang V.

Abbildung 5
Kurzfristige Auslandsverschuldung¹ der Türkei



¹ Kurzfristige Verschuldung: Schulden mit einer ursprünglichen Laufzeit von weniger als einem Jahr.

Quelle: TCMB – Central Bank of the Republic of Turkey: Statistics, International Investment Position Developments – Juli 2018, Ankara 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).

ting-Herabstufungen der Türkei, die vor allem mit einem erodierenden Vertrauen in die türkischen Institutionen (besonders die Unabhängigkeit der Zentralbank) begründet werden,¹² erhöhen dieses Risiko.

Kurzfristige Finanzierungsrisiken

Die Liquiditätsrisiken sind mit Blick auf kurzfristig nötige Refinanzierungen besonders relevant. Mit rund 120 Mrd. US-\$ ist die Türkei kurzfristig (mit einer ursprünglichen 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 lag der Kurzfrist-Anteil noch bei rund 17 %. Abbildung 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 %.

Wenn man auch die in Kürze auslaufenden Schulden mit ursprünglich längerer Laufzeit einbezieht, ist die Abhängigkeit von kurzfristiger 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 zum Jah-

12 O. V.: Moody's und S&P strafen Türkei ab – Erdogan sieht Wirtschaftskrieg, in: Handelsblatt Online vom 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).

reswechsel 2017/2018 rund 21 % des BIP – mit steigender Tendenz.¹³ Dies entspricht ungefähr 180 Mrd. US-\$. Dieser Wert ist um mehr als das Doppelte höher als die offiziellen Devisenreserven, die Ende Juni 2018 nur noch knapp 79 Mrd. US-\$ betragen (einschließlich Sonderziehungsrechte und IWF-Position, aber ohne Goldreserven in Höhe von knapp 23 Mrd. US-\$).

Den gesamten Bruttofinanzierungsbedarf im Ausland („gross external financing requirement“, einschließlich der Finanzierung des Leistungsbilanzüberschusses etwa durch Direktinvestitionen) schätzt der IWF auf knapp 230 Mrd. US-\$ (2018). Dies entspricht rund 25 % 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 % des BIP festgelegt. Insgesamt ist die Höhe der kurzfristigen Auslandsverschuldung neben dem hohen Fremdwährungsanteil die zweite große offene Flanke der türkischen Wirtschaft.

Anfälligkeit von 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 % gering und hat zuletzt abgenommen.¹⁴ Allerdings sieht der IWF 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 % der Bankenkredite gestiegen ist. Da die Kreditvergabe im Zuge der staatlichen Kreditgarantien 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 Banken und Staat in der Türkei erweisen. Dies gilt umso mehr aufgrund des absehbaren weiteren Zinsanstiegs.

Um die starke Kreditexpansion im Inland zu finanzieren, haben die türkischen Banken ihre Verschuldung im Ausland deutlich erhöht.¹⁵ 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 der OECD sehr weitgehend mit außerbilanziellen Hedging-Geschäften gegen diese Wechselkursrisiken

13 Vgl. IMF: Turkey ..., a. a. O., Tabelle 1, auch zu den Ausführungen im nächsten Absatz.

14 IMF: Turkey ..., a. a. O., S. 33.

15 Zu den weiteren Ausführungen siehe OECD: Turkey ..., a. a. O., S. 31.

ab. Ihre Finanzierungs- und Bilanzstruktur setzt die türkischen Banken allerdings trotzdem Abwertungsrisiken aus. So verweist Setser¹⁶ darauf, dass die Banken ihr Eigenkapital in Euro halten, viele sonstige Bilanzpositionen aber in Fremdwährung. Dieses Mismatch wirkt sich bei einer Abwertung negativ auf Kapitalausstattung und Kapitalbedarf der Banken aus, weil die Fremdwährungspositionen in Lira berechnet an Wert zunehmen. Damit verringert sich die Relation von Eigenkapital zu Bilanzgröße in türkischer Lira gerechnet.

Die türkischen Banken sind zudem anfällig für Liquiditätsrisiken. Denn sie sind nach Angaben der türkischen Zentralbank mit rund 69 Mrd. US-\$ kurzfristig im Ausland verschuldet über Kredite mit einer ursprünglichen Laufzeit von bis zu einem Jahr (Stand: Ende 2. Quartal 2018). Der IWF prognostiziert, dass dieser Wert stetig weiter zunehmen dürfte – auf bis zu knapp 80 Mrd. US-\$ im Jahr 2022.¹⁷

Anfälligkeit von nicht-finanziellen Unternehmen

Der türkische Unternehmenssektor steht im Vergleich zu den Banken grundsätzlich weniger solide da. 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.¹⁸ Dies gilt vor allem für Firmen im Bausektor. Die Anfälligkeit für wirtschaftliche Turbulenzen und Zinserhöhungen ist entsprechend hoch.

Die Fremdwährungsverschuldung der nicht-finanziellen Unternehmen betrug Ende des zweiten Quartals 2018 nach Angaben der türkischen Zentralbank insgesamt über 331 Mrd. US-\$ – oder rund 39 % des BIP (vgl. Abbildung 6). Davon gehen rund 181 Mrd. US-\$ auf inländische Kredite in Fremdwährung zurück, die zumeist von heimischen Banken vergeben wurden. Über 107 Mrd. US-\$ sind Auslandskredite und der Rest in Höhe von 43 Mrd. US-\$ besteht aus Importhandelskrediten aus dem Ausland. Mithilfe der Daten, die Abbildung 4 zugrunde liegen, lässt sich berechnen, dass der Fremdwährungsanteil der Auslandsverschuldung über Kredite bei nicht-finanziellen Unternehmen rund 95 % beträgt und damit ebenfalls sehr stark für Abwertungen anfällig ist.

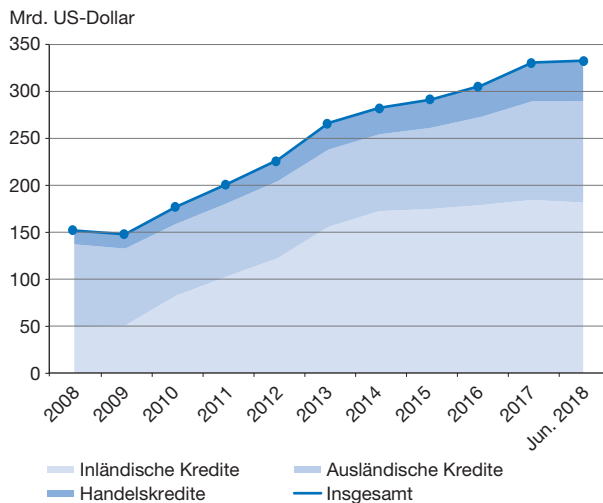
Dies ist gravierend, weil diese Risiken anders als im Bankensystem nicht so umfassend durch Hedging abgesi-

16 B. W. Setser: Framing Turkey's Financial Vulnerabilities: Some Rhymes with the Asian Crisis, but Not a Repeat, in: Follow the Money, Blog des Council on Foreign Relations, 20.8.2018, <https://www.cfr.org/blog/framing-turkeys-financial-vulnerabilites-some-rhymes-asi-an-crisis-not-repeat> (20.8.2018).

17 IMF: Turkey ..., a. a. O., S. 28.

18 OECD: OECD Economic Outlook, Nr. 102, Paris 2017.

Abbildung 6
Fremdwährungsverschuldung nicht-finanzieller
Unternehmen



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

Quelle: TCMB – Central Bank of the Republic of Turkey: Statistics, Foreign Exchange Assets and Liabilities of Non-Financial Companies – Juli 2018, Ankara 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).

chert sind. In besonderem Maß entfallen die Fremdwährungsschulden auf Sektoren, die nur wenig exportieren und damit kaum selbst Deviseneinnahmen generieren können (Bau- und Energiesektor). 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.¹⁹

Schließlich ist auch das Ausmaß der Kurzfristigkeit der Auslandsverschuldung (ursprüngliche Laufzeit von bis zu einem Jahr) bei nicht-finanziellen Unternehmen mit rund 52 Mrd. US-\$ relativ groß. Der IWF schätzt, dass dieses Volumen in den nächsten Jahren auf knapp über 80 Mrd. US-\$ steigen dürfte.²⁰ Die Kurzfristfinanzierung der nicht-finanziellen Unternehmen macht auch einen erheblichen Anteil der Fremdwährungsverschuldung aus. Nach Angaben der türkischen Zentralbank sind über 88 Mrd. US-\$ der aktuell insgesamt 331 Mrd. US-\$ 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 Un-

¹⁹ IMF: Turkey ..., a. a. O., S. 13.

²⁰ Ebenda, S. 28.

ternehmen immens. Sie liegen in einer eher schwachen Eigenkapitalbasis und einer hohen Auslands- und Fremdwährungsverschuldung.

Die Anfälligkeit für Wechselkursschwankungen lässt sich konkret anhand folgender Berechnung illustrieren. Sie macht deutlich, wie stark sich durch die Abwertung der in US-Dollar ausgedrückte Wert der Fremdwährungsschulden als Gegenwert in türkischer Lira erhöht hat. Laut Abbildung 6 hat sich die Fremdwährungsverschuldung der nicht-finanziellen Unternehmen zwischen Ende 2017 und dem Ende des zweiten Quartals 2018 nur wenig verändert und lag jeweils bei rund 330 Mrd. US-\$. Ende 2017 betrug der Wechselkurs der türkischen Lira noch 3,79 US-\$, am 17. September 2018 waren es dagegen schon 6,31 US-\$. Das entspricht einer Aufwertung des US-Dollar von über 66%. Daraus lässt sich errechnen, dass die Fremdwährungsverschuldung von rund 330 Mrd. US-\$ Ende 2017 einem Gegenwert von rund 1250 Mrd. türkische Lira entsprach. Am 17. September 2018 waren es durch die starke Abwertung aber schon über 2080 Mrd. türkische Lira. Der wechselkursbedingte Anstieg von rund zwei Drittel erhöht damit die Fremdwährungsschuldenlast der türkischen Unternehmen um rund 830 Mrd. türkische Lira. Dies ist besonders gravierend für Firmen, die ihre Einnahmen ganz oder überwiegend nur in heimischer Währung erzielen.

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.

Fazit und Politikempfehlungen

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 einer Überhitzung der Wirtschaft mit zuletzt deutlich steigender Inflation und höheren Leistungsbilanzdefiziten. Problematisch ist vor allem, dass die private Verschuldung von Banken und nicht-finanziellen Unternehmen deutlich stieg. Diese von politischem Wahl-

kalkül getriebene Konjunkturpolitik auf Pump und auf Kosten der Zukunft rächt sich nun.

Denn die türkische Wirtschaft ist auf längere Zeit verwundbar und anfällig für Vertrauenskrisen am internationalen Finanzmarkt. So wuchs mit der privaten Verschuldung auch die Auslandsverschuldung von Banken und nicht-finanziellen Unternehmen deutlich. Letztere ist zwar im internationalen Vergleich noch nicht exzessiv, aber dennoch drohen Solvenzrisiken. Besorgnis erregt in dieser Hinsicht vor allem der sehr hohe Fremdwährungsanteil an der Auslandsverschuldung. Damit ist die Türkei extrem anfällig für Währungsabwertungen, weil mit jeder Abwertung die Auslandsverschuldung in inländischer Währung steigt und so eine Überschuldung drohen kann. Im Gegensatz zu den Banken sind viele nicht-finanzielle Unternehmen gegen dieses Risiko bislang kaum abgesichert, hatten aber Ende Juni 2018 Fremdwährungsschulden von rund 330 Mrd. US-\$ (teils auch bei inländischen Gläubigern). Durch die Abwertung der türkischen Lira gegenüber dem US-Dollar zwischen Ende 2017 und Mitte September 2018 hat sich der Gegenwert der 330 Mrd. US-\$ von rund 1250 Mrd. auf knapp 2100 Mrd. türkische Lira um rund zwei Drittel erhöht. Wenn der türkische Wechselkurs auf diesem Niveau bleibt, dürfte die Verschuldungslast für hochverschuldete und geschwächte nicht-finanzielle Unternehmen, die ihre Einnahmen überwiegend in Lira erzielen, auf Dauer kaum tragbar sein. Dies gilt umso mehr, da sich die Wirtschaftsdynamik aufgrund einer absehbar restriktiveren Geld- und Fiskalpolitik abschwächen wird und möglicherweise gar in einer Rezession mündet.

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 noch deutlich abgenommen haben.

Die Politik trägt kaum dazu bei, Vertrauen zu schaffen, wenn der Handelsstreit mit den USA weiter eskaliert und vor allem die Unabhängigkeit der Zentralbank und auch andere Institutionen geschwächt werden. Um dem entgegenzuwirken und neues Vertrauen zu gewinnen, muss die türkische Regierung an verschiedenen Punkten ansetzen: Die Geldpolitik muss der Inflationsbekämpfung klare Priorität geben. Dazu muss die Unabhängigkeit der Zentralbank auch institutionell wieder zweifelsfrei gesichert sein.

In der Fiskalpolitik ist mehr Transparenz und Disziplin mit Blick auf die versteckten Risiken in den Schattenhaushalten ebenso nötig wie eine baldige Beschneidung der ausgefertigten 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 zuvor 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. Die türkische Regierung, die offiziell eine Mitverantwortung für die makroökonomischen Probleme weiter leugnet, hat trotzdem inzwischen einen Plan zur makroökonomischen Stabilisierung und für Strukturreformen vorgelegt. Es bleibt aber abzuwarten, ob den Worten auch wirksame Taten folgen.

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.

Title: *Solvency and Liquidity Risks in Turkey*

Abstract: *The crisis in Turkey is largely self-inflicted and is only superficially related to the tightened US trade sanctions. Numerous expansionary economic policies have led to economic overheating and a sharp increase in the private debt of banks and non-financial companies. Significant solvency and liquidity risks have arisen with the recent sharp devaluation of the Turkish lira because of the high level of foreign debt, which is nearly completely denominated in foreign currency. If the exchange rate remains at the current level, corporate bankruptcies are likely, particularly in case of highly indebted non-financial companies which are hardly hedged against devaluation risks.*

JEL Classification: E63, F34, F31