



## STEIGENDE INFLATION + ERDOGANS AUTORITÄRE HERRSCHAFT = FINANZKRISE IN DER TÜRKEI

von Dr. Mickey Levy

Die fehlgeleitete Wirtschaftspolitik von Präsident Erdogan und sein zunehmend autoritäres Vorgehen bedrohen die wirtschaftliche und finanzielle Leistungsfähigkeit der Türkei und erschüttern die internationalen Finanzmärkte.

- 1) Die Hauptursachen für den dramatischen Absturz der türkischen Lira und die damit einhergehende Finanzkrise sind die stark steigende Inflation und ein gefährlich hohes Leistungsbilanzdefizit, die das Ergebnis einer aggressiv-expansiven Geldpolitik sind.
- 2) Die Inflation beschleunigt sich: Nach Angaben des Türkischen Statistikinstituts ist die offizielle Inflation in den letzten vier Monaten annualisiert auf über 26 % gestiegen, verglichen mit 7,8 % im Jahr 2016 und 11,1 % im Jahr 2017 (Abbildung 1). Inoffizielle Schätzungen kommen sogar zu mehr als doppelt so hohen Werten. Das Inflationsziel der türkischen Zentralbank (CBT) liegt bei 5 %. Die hohe Inflation treibt die Anleiherenditen auf alarmierende Niveaus. Haushalte und Unternehmen müssen sich an die steigende Inflation und steigenden Zinsen anpassen. Die hohe Inflation ist schon seit langem ein großes Problem für die Türkei; sie lag in jedem der letzten vollen vier Jahrzehnte im Durchschnitt bei über 20 %.
- 3) Die Geldpolitik ist verantwortlich für die hohe und weiter steigende Inflation. Die Geldmenge (M1, M2, M3) ist um über 20 % pro Jahr gestiegen. Der rasche Anstieg der Inflationserwartungen und der Zinssätze – die Renditen der Staatsanleihen liegen über alle Laufzeiten bei über 20 % – erhöhen die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und das nominale BIP (Abbildung 2). Passend dazu hat sich das Wachstum der Konsumentenkredite gegenüber dem Vorjahr auf 18 % beschleunigt und die Kredi-

te der Investitions- und Entwicklungsbanken sind um 40 % gestiegen.

- 4) Präsident Erdogan lehnt höhere Leitzinsen ab und kündigte Mitte Mai an, er werde die Kontrolle über die türkische Zentralbank übernehmen. Die CBT erhöhte auf ihrer Sitzung am 7. Juni die Zinsen auf 17,75 %, aber der Zinsschritt reichte nicht aus, um die Inflation oder die Inflationserwartungen zu dämpfen. Die Finanzmärkte zeigten sich enttäuscht, die Anleiherenditen stiegen und die Lira fiel. Am 24. Juli hielt die CBT ihre erste Sitzung ab, nachdem Erdogan – mit neuen Exekutivbefugnissen ausgestattet – wiedergewählt worden war. Der Leitzins blieb unverändert bei 17,75%. Die Finanzmärkte reagierten scharf, sodass die Lira erneut einbrach und die Anleiherenditen weiter in die Höhe schossen.
- 5) Die türkische Finanzpolitik hat das Problem noch etwas verschärft. Die türkische Wirtschaft ist in den vergangenen Jahren dynamisch gewachsen – unter allen NATO-Staaten legte das türkische BIP am stärksten zu. Dies führte zu einem starken Anstieg der Steuereinnahmen (+18 % im letzten Jahr). Die Erdogan-Administration hat die Staatsausgaben um etwa den gleichen Betrag erhöht, insbesondere für Prestigeprojekte wie einen neuen Flughafen und einen neuen Kanal zur Umgehung des Bosphorus. Trotz der sprudelnden Steuereinnahmen wird das Haushaltsdefizit im Jahr 2018 bei rund 2 % des BIP liegen und damit etwas höher als 2017.
- 6) Steigende Inflationserwartungen spiegeln sich im gefallenem Wechselkurs, in steigenden Anleiherenditen und auf dem türkischen Aktienmarkt wider, der seit Jahresbeginn um 19 %, in US-Dollar sogar um 53 % gefallen ist.

Die steigenden Inflationserwartungen trüben den Ausblick zunehmend ein: Kapitalzuflüsse in die Türkei versiegen und die Exporte leiden. Je länger die Inflationserwartungen steigen, desto größer werden die negativen Auswirkungen auf die Binnenkonjunktur sein.

- 7) Seit Erdogan im August 2014 Präsident wurde, ist die türkische Lira gegenüber dem US-Dollar um 66 % gefallen. Allein seit dem 14. Mai, als Erdogan ankündigte, die Kontrolle über die türkische Zentralbank zu übernehmen, ist die Lira um über 30 % gefallen. Die Lira-Schwäche spiegelt die Inflationspolitik der Erdogan-Administration und die Herausforderungen durch das sehr hohe Leistungsbilanzdefizit wider. Ausländer bauen ihre Bestände an türkischen Anleihen und anderen Lira-Vermögenswerten konsequent ab.
- 8) Die Finanzen der Türkei sind angeschlagen. Das Leistungsbilanzdefizit ist auf 6,3 % des BIP gestiegen, da die höhere Inflation die auf Lira lautenden Einfuhren im Verhältnis zu den Ausfuhren erhöht hat (Abbildungen 3 und 4). Die Hartwährungsreserven der türkischen Zentralbank liegen weit unter den Devisenverbindlichkeiten der Türkei. Glücklicherweise liegt die ausstehende Staatsverschuldung der Türkei bei vergleichsweise niedrigen 28 % des BIP.
- 9) Dagegen ist die Verschuldung des türkischen Privatsektors sehr hoch. Die Unternehmen haben sich sehr stark in US-Dollar (und in weitaus geringerem Maße in Euro) verschuldet. Türkische Unternehmen haben schätzungsweise 200 Milliarden Schulden in US-Dollar, türkische Banken schätzungsweise 56 Milliarden (gemäß BIZ). Der dramatische Rückgang der Lira erhöht diese Schuldenlast schmerzhaft. Bis Ende 2017 stiegen die gesamten Fremdwährungsschulden der türkischen Unternehmen auf 450 Milliarden US-Dollar (nach Abzug der Aktiva verbleiben 214 Milliarden), das ist eine Verdoppelung seit 2009. Stand April 2018 werden gemäß der CBT innerhalb der nächsten zweieinhalb Jahre türkische Auslandsschulden (öffentlich und privat) mit einem Volumen von 182 Milliarden US-Dollar fällig. Die Anschlussfinanzierung zu

dramatisch höheren Zinssätzen wäre extrem schmerzhaft.

- 10) Wir schätzen die potenziellen Auswirkungen der Türkei-Krise auf die Eurozone als überschaubar ein, werden die Entwicklung aber weiterhin genau beobachten. Das größte Problem sind die direkten und indirekten Engagements einzelner europäischer Banken in der Türkei, darunter Direktinvestitionen in türkische Banken und türkische Anleihebestände. Darüber hinaus macht die türkische Finanzkrise andere Schwellenländer anfälliger und ist für deren Regierung eine Mahnung, eine solide Wirtschaftspolitik zu verfolgen, um nicht von den globalen Investoren abgestraft zu werden.
- 11) Die Verdoppelung der Stahlzölle für die Türkei durch US-Präsident Trump ist unserer Ansicht nach unnötig und eine unangemessene Nutzung der Handelspolitik für diplomatische Zwecke. Obwohl ihre direkten wirtschaftlichen Auswirkungen gering sind, hat sie den Niedergang der türkischen Lira verschärft und die Aufmerksamkeit auf den umstrittenen Erdogan und die Wirtschafts- und Finanzkrise der Türkei gelenkt.
- 12) Da die Finanzkrise der Türkei hausgemacht ist, lässt sie sich am besten von innen heraus lösen. Wir glauben, dass das beste Mittel eine glaubwürdige Geldpolitik der türkischen Zentralbank mit einem klaren Fokus auf Preisstabilität ist. Um die Inflationserwartungen zu senken, die die Anleiherenditen sinken lassen und die Lira stützen würden, muss die CBT glaubwürdig sein. Das ist kaum zu erreichen, wenn Erdogan die Zentralbank kontrolliert. Professor Steve Hanke hat die Türkei aufgefordert, ein Currency Board einzuführen, in dem die Geldpolitik der CBT effektiv an die Geldpolitik einer anderen Zentralbank gebunden ist, die strikt auf Preisstabilität setzt ("Erdogan Can Save the Turkish Lira", Wall Street Journal, 13. August 2018). Ein solches Currency Board ist in Dutzenden von Schwellenländern erfolgreich eingeführt worden. Aber für die Türkei wäre die Zustimmung von Erdogan erforderlich, was höchst unwahrscheinlich ist.

13) Eine weitere Möglichkeit wäre, die Unabhängigkeit der Zentralbank wiederherzustellen und wieder einen glaubwürdigen Zentralbankchef einzusetzen. Ein solcher Schritt – begleitet von einer strafferen Geldpolitik – würde zu einem starken Rückgang der türkischen Anleiherenditen und einer Aufwertung der Lira führen. Erdogan kann von Russland lernen: Während Präsident Putin viele Bereiche der Wirtschaft kontrolliert, unterstützt er die russische Zentralbank, die eine Geldpolitik mit niedriger Inflation verfolgt. Die Ablösung von Erdogans Schwiegersohn als Finanzminister wäre aus unserer Sicht natürlich ein Schritt in die richtige Richtung.

14) Internationale Hilfe zur Linderung der türkischen Finanzkrise wäre kaum praktikabel und wohl auch wirkungslos. Die EU und die Europäische Währungsunion möchten sich eher heraushalten. Auch eine Rettungsaktion des IWF ist unrealistisch: Der IWF, die EZB und die EU wollen nicht, dass der IWF in die Angelegenheit hineingezogen wird. Wenn es doch in Erwägung gezogen würde, wären die USA höchstwahrscheinlich dagegen. US-Präsident Trump könnte drohen, die US-Finanzierung vom IWF abzuziehen. Und selbst wenn der IWF Teil eines türkischen Rettungspakets wäre, müsste die Türkei eine Geldpolitik mit niedriger Inflation verfolgen, was uns zurück zum eigentlichen Problem der Türkei bringt.

15) Das wahrscheinlichste Ergebnis basiert auf der Vermutung, dass Erdogan das tun wird, was das Beste für ihn selbst ist: Der Marktdruck wird ihn zwingen, "das zu tun, was nötig ist, um die Inflation zu senken" – was aggressive Leitzinserhöhungen bedeutet. Eine entschlossen Geldpolitik mit spürbar höheren Zinsen dürfte erfolgreich sein.

Mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit (gleichwohl mit gefährlicheren Konsequenzen) wird Erdogan die Zentralbank weiterhin zu einer übermäßig lockeren Geldpolitik drängen und versuchen, der hohen Inflation durch Kapitalkontrollen und staatliche Regulierungen zu begegnen. Das würde die Situation weiter verschlechtern und Risiken für andere Schwellenländer mit sich bringen.

Abbildung 1: Verbraucherpreisindex

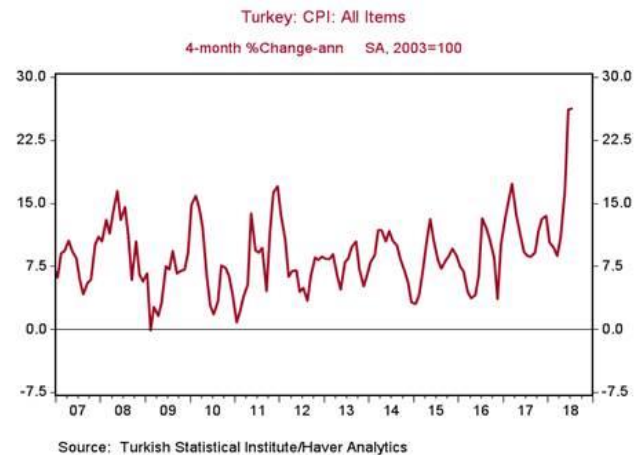


Abbildung 2: Nominales Bruttoinlandsprodukt

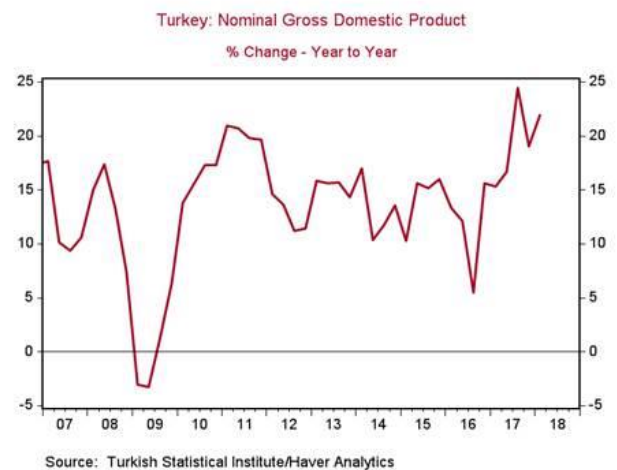
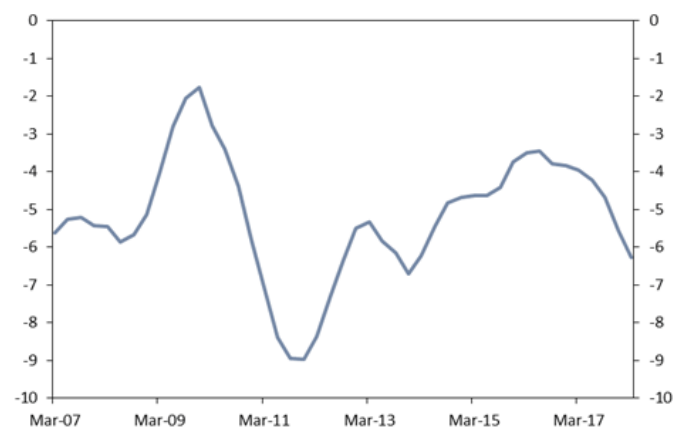
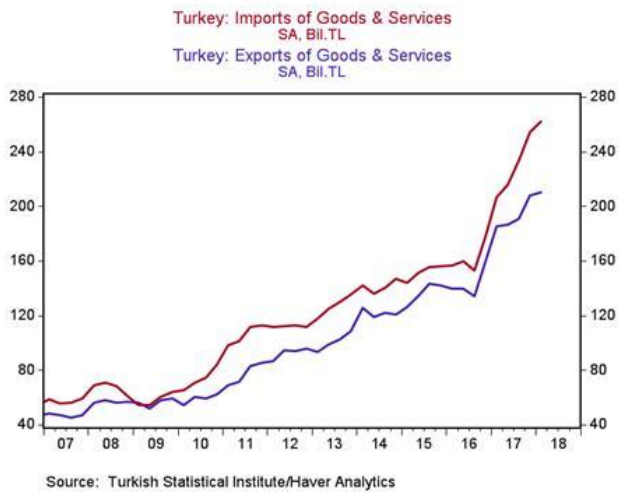


Abbildung 3: Leistungsbilanz der Türkei (in % des BIP)



Quelle: Bloomberg.

Abbildung 4: Türkische Importe und Exporte





**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

## IMPRESSUM

### **Makro-Team Hamburg**

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt  
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Dr. Wolf-Fabian Hungerland  
+49 40 350 60-8165 | wolf-fabian.hungerland@berenberg.de

Dr. Jörn Quitzau  
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

### **Makro-Team New York**

Dr. Mickey Levy | Chefvolkswirt USA, Lateinamerika, Asien  
+1 646 949-9099 | mickey.levy@berenberg-us.com

Roiana Reid  
+1 646 949-9098 | roiana.reid@berenberg-us.com

Berenberg Makro erscheint  
zu folgenden Themen:

- Aktuelles
- Geldpolitik
- Konjunktur
- **Schwellenländer**
- Trends
- Währungen

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Wichtige Hinweise: Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche und finanzielle Beratung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen und berücksichtigen den Stand bis zum Tag vor der Veröffentlichung. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)