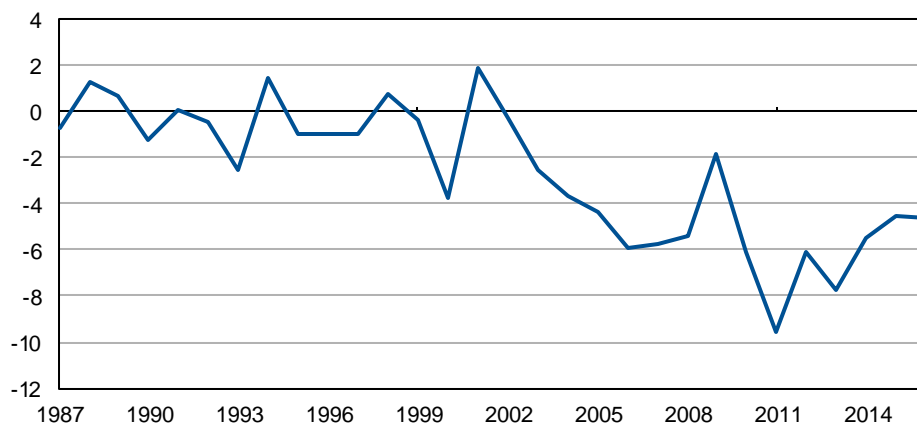


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die Türkische Lira ist unter Druck geraten – nicht erst seit Beginn des neuen Jahres. Die Türkei ist ein Land mit chronischem Leistungsbilanzdefizit, das vor allem über den Zufluss von Portfoliokapital finanziert wird. Dies wiederum benötigt eine attraktive Rendite. Steigen an den internationalen Kapitalmärkten die politischen Unsicherheiten, und damit die erwarteten Risikoprämien für das Land, fließt verstärkt Kapital ab, was wiederum zu höheren Renditen führt, gleichzeitig aber auch die Türkische Lira unter Druck setzt.

Doch die Türkei ist kein Einzelfall. Viele Schwellenländer, wie etwa Südafrika, haben ein strukturelles Leistungsbilanzdefizit, das hauptsächlich durch liquides und somit kurzfristiges Portfoliokapital finanziert wird. Und wie der Südafrikanische Rand, so gerät auch die Türkische Lira aufgrund innenpolitischer Unsicherheiten, relativ hoher Inflation und damit verbundener Erwartungen einer eskalierenden Abwertung regelmäßig unter Druck. Dieser relativiert sich oftmals erst nach deutlicher Übertreibung, wie es auf den Devisenmärkten typisch ist. Strukturelle Probleme, in Kombination mit eskalierenden Risikoprämien, führen zudem häufig zu einem Kreislauf eines sich beschleunigenden Abwertungstempos durch „self-fulfilling prophecies“. Das Ergebnis ist eine Eskalation der Devisenkrise, die zu deutlichen Marktübertreibungen führt, die fundamental nicht nachvollziehbar sind.

Abb. 1: Leistungsbilanz der Türkei; in % des BIP

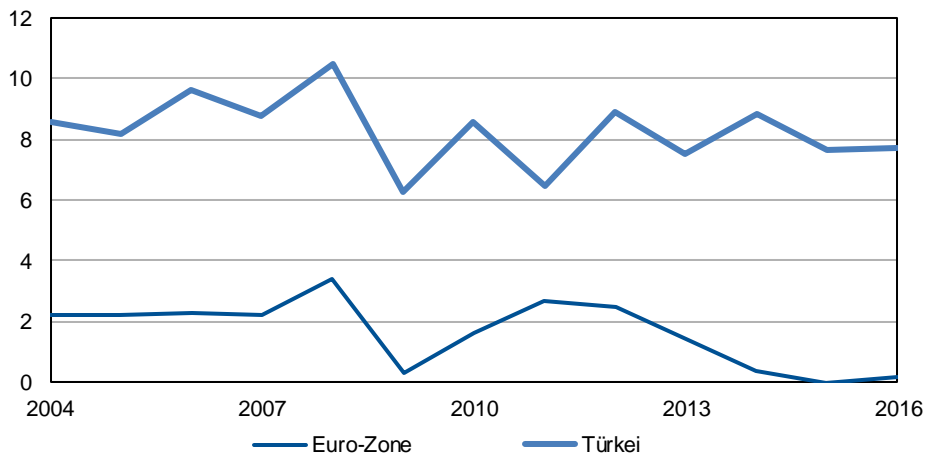


Quelle: E.I.U.

Ein Land kann seine Währung nicht nachhaltig durch Zinspolitik stützen, wenn die fundamentalen Entwicklungen für eine Abwertung sprechen. Dies gilt vor allem dann, wenn der Abwertungsdruck eskaliert und sich einseitige Erwartungen festigen. Bei zunehmendem Abwertungsdruck raten viele Volkswirte, Notenbankzinsen anzuheben, um die Renditen attraktiver zu gestalten. Grundsätzlich mag dies auch richtig sein: Bei einem Leistungsbilanzdefizit werden ausreichend attraktive Renditen benötigt, um genügend Netto-Kapitalzuflüsse sicherzustellen. Doch in einer Phase eskalierender Abwertung sind Zinsanhebungen keine Lösung: Denn Gegenmaßnahmen durch die Notenbank sind nur dann erfolgreich, wenn sie als nachhaltig wirksam angesehen werden, und somit den Kreislauf aus Abwertungen und Erwartungen anhaltender Schwäche durchbrechen können. Zweifeln die Märkte hingegen an der Nachhaltigkeit und Wirksamkeit von Zinsanhebungen, verstärken solche Maßnahmen eher die Erwartung einer eskalierenden Abwertung, da die Märkte dann davon ausgehen, dass der aktuelle Kurs künstlich gestützt wird, was die Erwartung weiterer Korrekturen festigt.

Die strukturelle Lösung für eine stabile türkische Lira liegt auf der Hand. Sie benötigt entweder ein geringeres Leistungsbilanzdefizit und eine sinkende Inflation oder mehr innenpolitische Stabilität. Beides braucht allerdings Zeit. Kurzfristig wäre eine beschleunigte Abwertung der Lira eine Lösung, welche die Übertreibung der Märkte spiegelt und dadurch für ausgeglichene Erwartungen sorgt. Eine Abwertung führt aber zunächst oftmals eher zu höherer Inflation als zu einer nachhaltigen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und damit zu einer verbesserten Leistungsbilanz. Ohne Reformen, die das Potenzialwachstum steigern, ist eine Verbesserung der Leistungsbilanz allerdings nur schwer vorstellbar, auch weil der Zusammenhalt der Gesellschaft in Folge einer schwachen Nachfrage getestet werden könnte.

Abb. 2: Verlauf der Verbraucherpreisinflation; in % zum Vorjahr



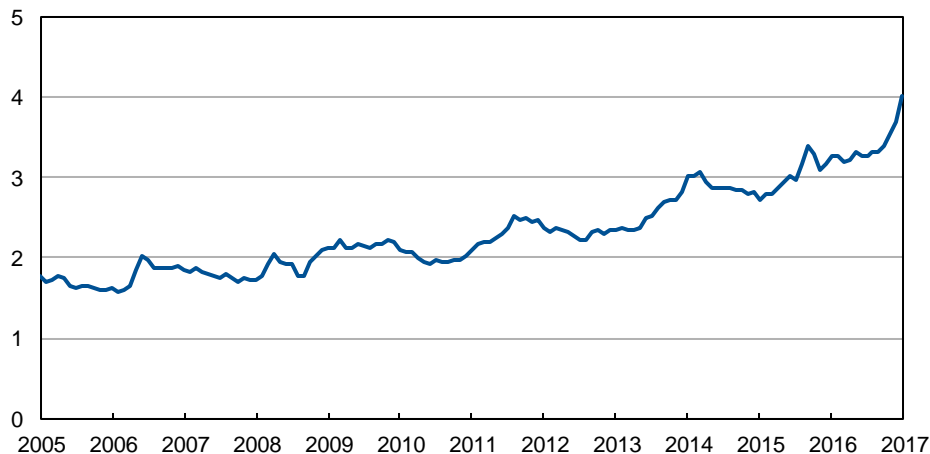
Quelle: E.I.U.

Die Vergangenheit kennt viele Beispiele für Währungen in Abwärtsspiralen, bei denen Zinsanhebungen oder Interventionen am Devisenmarkt ineffektiv und kontraproduktiv waren. So etwa der Versuch der britischen Notenbank 1992, das Pfund zu stabilisieren, oder die Asienkrise von 1997, als der IWF Ländern Devisenkredite zur Verteidigung ihrer Währung zur Verfügung gestellt hatte. In beiden Fällen waren die Interventionen erfolglos, da der Markt von einer notwendigen Abwertung überzeugt war, und die hohen Zinsen als nicht nachhaltig angesehen wurden. Zudem war relativ schnell klar, dass die Notenbanken keine ausreichenden Devisenreserven besaßen – trotz der Zusagen des IWF. Die Geschichte der Devisen Krisen zeigt, dass ein Land seine Währung nicht künstlich stärken oder verteidigen kann, da ihm früher oder später die Devisen ausgehen, oder der Zinsanstieg die Wirtschaft dermaßen belastet, bis niemand mehr an die Nachhaltigkeit des Kurses glaubt.

Präsident Erdogans Aussage, dass es Spekulanten seien, welche die Lira unter Druck setzen, ist eine typische Reaktion eines Politikers auf die eskalierende Abwertung einer Währung. Wie bereits die Euro-Krise beeindruckend gezeigt hat, ist die Meinung von Politikern zu Marktpreisbewegungen abhängig von der Konjunkturerwicklung. Wertet die Währung auf oder sinken die Risikoprämien, so ist es der guten politischen und wirtschaftlichen Führung zu verdanken; verhält es sich umgekehrt, sind „böse“ Spekulanten schuld. Doch in der Türkei gibt es fundamentale Gründe, eine Korrektur der Lira zu erwarten. Und es sind nicht die Spekulanten, die daran schuld sind. Forciert der Markt eine deutliche Preisbewegung, so hat dies einen fundamentalen Grund. Die einseitige Erwartung der Lira-Abwertung ist auf die fundamentalen Probleme sowie die in den letzten Monaten eskalierende Abwertung zurückzuführen. Das Problem sind nicht die Spekulanten, sondern dass es relativ wenig gibt, was Zweifel an einer weiteren Abwertung aufkommen lassen könnte. In solch einer Situation ist es eher kontraproduktiv, den Märkten zu drohen und anzukündigen, den Devisenkurs zu stützen. Dies mag zwar kurzfristig für etwas Stabilität sorgen, was auch aktuell bei der Türkischen Lira zu beobachten ist, es bestätigt jedoch nur die Erwartungen, dass die Lira weiter abwerten wird. Denn die Interventionen eines Staates sind nicht haltbar, solange die eigentlichen Ursachen der grundsätzlichen wie eskalierenden Abwertung nicht angegangen werden.

Auch wenn Präsident Erdogan den Märkten droht, seine Abwehrkräfte sind begrenzt. Er spielt daher ein gefährliches Spiel, zumal die Lira bereits eine Historie von eskalierenden Abwertungen vorweisen kann, die typisch für ein Land mit hoher Inflation und strukturellem Leistungsbilanzdefizit sind. Am 24. Januar 2017 trifft sich die Türkische Notenbank zu ihrer nächsten Zinssitzung. Sie ist in einer schwierigen Lage. Hebt sie die Zinsen nicht an, wird dies die Lira kurzfristig weiter unter Druck setzen und die Überreaktion der Märkte beschleunigen; versucht sie hingegen, den Devisenkurs durch eine Zinsanhebung zu stützen, mag dies kurzfristig für Stabilität sorgen. Gleichzeitig aber wird die Furcht vor einer voraussichtlich drastischen Korrektur der Lira eher zunehmen. Die nur vorübergehende Aufwertung der Lira in Folge einer Zinsanhebung sollte somit nicht als Wendepunkt in der aktuellen Devisenkrise der Türkischen Lira gesehen werden. Allerdings hat die Währung beim aktuellen Kurs von rd. 4 Lira je Euro bereits deutlich abgewertet, und eine Übertreibung bezüglich des Inflationsdifferenzials ist bereits zu erkennen. Dies schafft mittelfristig Raum für Stabilität, wenn auch zu einem schwachen Devisenkurs der türkischen Lira.

Abb. 3: Wechselkursentwicklung Türk. Lira; 1 EUR = ... TRY, Monatsdaten



Quelle: Deutsche Bundesbank

Fazit

Die Türkische Lira zeigt eine Abwertung, die der im Vergleich zur Euro-Zone langfristig höheren Inflationsrate der Türkei entspricht. Gleichzeitig hat die Türkei ein chronisches Leistungsbilanzdefizit, das attraktive Renditen benötigt, damit Portfoliakapital in das Land fließt, welches die Finanzierung sicherstellt. Sich verstärkende innenpolitische Entwicklungen schüren in solch einem Umfeld die Sorge vor einer weiter eskalierenden Abwertung.

Wenn die Erwartungen über den weiteren Kursverlauf der Türkischen Lira ausgeglichen wären, könnten höhere Zinsen und Stützungsmaßnahmen der Regierung eine Abwertung womöglich verhindern. Doch die Märkte erwarten weitere Abwertungen und haben eine dynamische „self-fulfilling prophecy“ geschaffen. Deshalb sind Gegenmaßnahmen aktuell eher kontraproduktiv, da weder Deviseninterventionen noch Zinsanhebungen nachhaltige Lösungen bringen, sondern eher zu der Erwartung führen, dass diese Politik scheitert. Die Märkte können sich dabei auf Entwicklungen berufen, die bereits bei einer Vielzahl von Devisenkrisen - gerade in Schwellenländern - zu beobachten waren. Die Türkei dürfte keine Ausnahme bilden. So steht die Türkische Lira wahrscheinlich vor weiteren Abwertungen, vor allem, wenn die Regierung ihre Devisenreserven zur Stützung einsetzen sollte und sie die Schuld weiterhin Spekulanten zuweist. Eine kurzfristige Aufwertung in Folge von Zinsschritten sollte ebenfalls als nicht nachhaltig angesehen werden. Mittelfristig dürfte eine deutliche Überreaktion der Märkte allerdings Raum für etwas mehr Stabilität beim Euro/Lira-Devisenkurs sorgen.

Disclaimer:

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

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

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

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

17. Januar 2017
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz