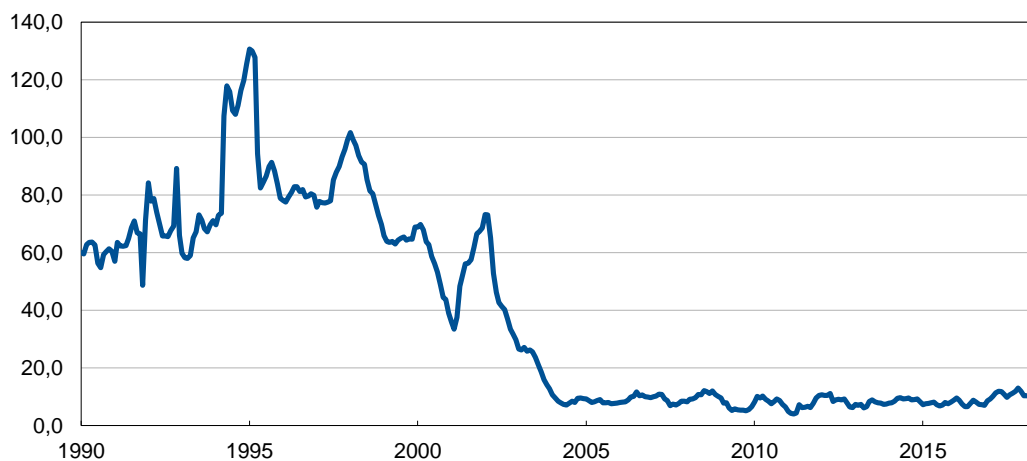


Deutliche Abwertung notwendig für ausgeglichene Erwartungen

Die türkische Lira vollzieht aktuell eine drastische, aber für Schwellenländer mit strukturellen Problemen eher typische Entwicklung. Ein starker Abwertungstrend eskaliert und führt zu einseitigen Erwartungen, was in einer massiven Abwertungsreaktion gipfelt. Die Entwicklung treibt sich bis zum „blow-off“ selbst an: Erwartungen für eine Lira-Schwäche werden durch die aktuelle Realisierung bestätigt und treiben die Abwertung weiter voran. Und das in einem Umfeld, in dem der Verfall der Währung sich so beschleunigt, dass es für die Notenbank immer schwieriger wird, erfolgreiche Gegenmaßnahmen auszuüben. Denn sich selbst-erfüllende Prophezeiungen schaffen eine Eigendynamik, die unausweichlich zu einem Crash der Währung führt.

Zwar können Maßnahmen wie Notenbankinterventionen oder Zinsanhebungen eine Abwertung grundsätzlich dämpfen. In einem Umfeld von sich selbst-erfüllenden Prophezeiungen verstärken sie jedoch diese Dynamik. Denn solche Maßnahmen bestätigen die Einschätzung, dass die Währung künstlich durch die Notenbank gestützt wird. Zudem ist der Effekt ohnehin nicht nachhaltig, denn Devisenreserven sind begrenzt – auch mit Unterstützung von IWF-Kreditlinien. Ebenso stellen drastische Zinserhöhungen keine Lösung dar, da die Glaubwürdigkeit ihrer Nachhaltigkeit oftmals fehlt. Angesichts der negativen Konsequenzen für die Realwirtschaft wird ein deutlicher Zinsanstieg als nicht dauerhaft angesehen. So hilft nur eins: eine dermaßen hohe Abwertung, die durch das extreme Devisenkursniveau zu ausgeglichenen Erwartungen über den zukünftigen Verlauf der Währung führt. Erst dann kann von einer erneuten Stabilität ausgegangen werden – bei einem deutlich schwächeren Kursniveau. Dies gilt vor allem dann, wenn fundamentale Faktoren wie ein chronisches Leistungsbilanzdefizit, eine fragwürdige Wirtschaftspolitik und/oder eine schwache Wachstumsdynamik wenig Argumente für eine grundlegende Aufwertung geben. Mit dem aktuellen Crash scheint somit die Voraussetzung für eine zumindest kurzfristig relativ stabile Lira gegeben zu sein, da bei einem Niveau oberhalb von 7 Lira pro US-\$ selbst die negativsten Erwartungen kaum zu einem weiteren Abwertungspotenzial führen. So hat sich die türkische Lira von ihrem Tiefststand auch bereits etwas erholen können.

Abb. 1: VPI-Inflation in der Türkei; %-Veränderung zum Vj.



Quelle: Bloomberg

Negative Dynamik der türkischen Lira nicht untypisch für Schwellenländer mit strukturellen Problemen

Die Entwicklungen um die Lira-Schwäche sind ein typisches Beispiel für eine Währung, die fundamental wenig Unterstützung hat und deren Entwicklung durch Interventionsversuche der Notenbank oder Politik sogar negativ beeinflusst wird. Diese wird durch eine relativ hohe Inflation, die eine grundsätzliche Abwertungserwartung oder einen -trend ohnehin rechtfertigt, verstärkt. Doch die Gründe für eine eskalierende Abwertungsspirale werden oftmals außerhalb des Landes gesehen. Hier wird zum Beispiel auf Ansteckungseffekte verwiesen, weil Investoren alle Schwellenländer ähnlich einschätzen und sich dementsprechend zurückziehen. So hat zum Beispiel die Russlandkrise 1998 den südafrikanischen Rand und den brasilianischen Real

unter Druck gesetzt. Doch auch wenn Ansteckungseffekte durchaus ein Grund für temporäre Abwertungen sind, sind vor allem Länder mit fundamentalen Problemen davon betroffen. Schließlich gibt es in solchen Fällen wenig Argumente, die gegen eine Ansteckung und damit eine Entwertung der Währung sprechen würden.

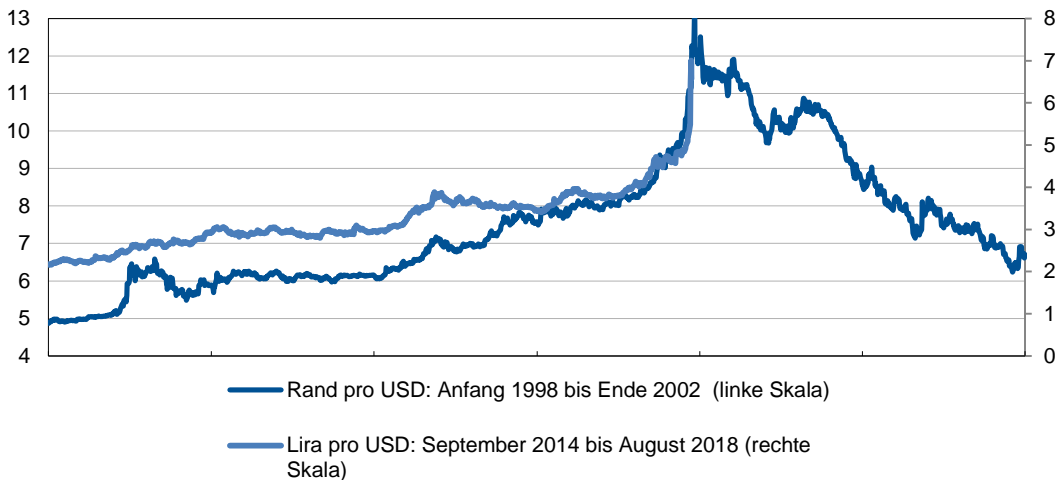
Abb. 2: 10-jährige US-Treasury Renditen



Quelle: Bloomberg

Aktuell steht auch die US-Notenbankpolitik als Grund für die Abwertungsprobleme vieler Schwellenländer im Fokus. Steigende US-Zinsen sorgen für einen Kapitalabfluss aus Schwellenländern und erhöhen damit den Druck auf deren Devisenkurse. Dies war bereits 2013 ein Thema, als die US-Renditen mit rund 100 bp angestiegen waren (tapering tantrum). Allerdings ist aktuell eine derartige Korrektur nicht auszumachen. Weder zeigen das kurze, noch das lange Ende der US-Zinskurve aktuell eine deutliche Korrektur (s. auch [IKB-Kapitalmarkt-News 23. Mai 2018](#)). So ist die türkische Lira-Schwäche primär eine Folge der Entwicklung in der Türkei selbst. Strukturelle Probleme wie ein Leistungsbilanzdefizit oder eine Wirtschaftspolitik, die immer höhere Risikoprämien fordert, sowie die fehlende Erkenntnis über die Notwendigkeit eines politischen Umdenkens bzw. eine Abkehr von der künstlichen Stützung der Lira durch die Notenbank, haben den idealen Nährboden für einen Devisencrash geschaffen. Lagen die Renditen für 10-jährige türkische Anleihen Anfang 2018 noch bei rund 11 %, sind sie infolge der Kapitalabflüsse inzwischen auf über 20 % angestiegen. Der Verlauf der türkischen Lira unterscheidet sich nicht allzu sehr von dem des südafrikanischen Rands zwischen 1998 und 2003; eine Zeit, als die südafrikanische Notenbank (SARB) versucht hatte, den Rand mit Hilfe von Forward-Verkäufen von US-Dollar künstlich zu stützen. Abb. 3 zeigt den Verlauf des Rand und der Lira; beide Wechselkurse zeigen einen klassischen Aufbau mit „blow-off“.

Abb. 3: Verlauf von Lira und Rand; ausgewählte Zeiträume



Quelle: Bloomberg

Einschätzung – drastische Maßnahmen der türkischen Regierung sind nicht auszuschließen

Was bedeutet dies nun? In erster Linie wurde mit dem Crash etwas Stabilität erreicht, da der Abwertungsdruck der Lira so stark wurde, dass die Erwartungen aufgrund des drastischen Verfalls wieder etwas ausgeglichener sein sollten. So ist das Risiko von weiteren deutlichen Abwertungen eher überschaubar, da der „blow-off“ aller Einschätzung nach schon stattgefunden hat.

Der „blow-off“ kann zu einer nachhaltigeren Devisenkursstabilität führen, als dies durch die türkische Wirtschafts- und Geldpolitik zu erwarten gewesen wäre. Zudem hat dies eine realistischere Einschätzung des eigentlichen Devisenkursrisikos ermöglicht. Die Wirtschaftspolitik in der Türkei und anhaltende strukturelle Probleme haben das grundsätzliche Devisenkursrisiko deutlich erhöht. Dies mag in den letzten Jahren eher unterschätzt worden sein, vor allem von inländischen Unternehmen. Türkische Firmen weisen eine relativ hohe Fremdwährungsverschuldung auf (rund 220 Mrd. US-\$ im Juni 2018 und weitere Kredite mit kurzer Laufzeit von rund 19 Mrd. US-\$). Dies erinnert an die Asienkrise 1997, als der Glaube an einen festen Wechselkurs und damit an kein existierendes Devisenkursrisiko zu einem deutlichen Anstieg der Fremdwährungsverschuldung geführt hat. Nach den jüngsten Entwicklungen ist das Risiko für solch einen Verlauf eher gering. Unternehmen werden das Wechselkursrisiko sicherlich anders bewerten als noch vor dem „blow-off“. Doch nun besteht die Sorge, dass mit den Abwertungen die Kreditausfallraten steigen bzw. Banken Probleme bei ihrer Eigenkapitalbewertung bekommen (rund 50 % der langfristigen Fremdwährungsverschuldung sind Verpflichtungen von Finanzinstituten). Kredite des Staates (auch vom IWF), aber auch Devisenkurskontrollen waren oftmals die Reaktion auf solche Entwicklungen. So hatte zum Beispiel Südafrika Mitte der 1980er-Jahre in Folge seiner Zahlungsunfähigkeit von US-\$-Krediten mit kurzer Laufzeit erneut weitreichende Devisenkurskontrollen eingeführt. Malaysias Reaktion auf die Asienkrise 1997 ist ein weiteres Beispiel von weitreichenden Staatsinterventionen und Kapitalkontrollen aufgrund von Währungsschwäche und Wirtschaftskrise.

In welchem Maße sich die Lira mittel- bis langfristig erholen kann, hängt von der Wirtschaftspolitik der Türkei ab. Der südafrikanische Rand konnte sich durch Abkehr der Notenbank von Interventionen und Versuchen, den Rand zu stützen, aber auch eines sich aufhellenden Wachstumsbildes in den Folgejahren wieder deutlich erholen. Ob dies auch für die Lira gilt, bleibt abzuwarten. Auch ist die südafrikanische Inflationsrate infolge der Abwertung bei Weitem nicht so stark angestiegen wie dies in der Türkei der Fall zu sein scheint. Die türkische Inflation lag bereits im Juni 2018 bei über 15 %. Zudem hatte Südafrika infolge der Krise 2001 keine Verschärfung von Devisenkurskontrollen angekündigt, sondern marktverzerrende Maßnahmen mehr und mehr abgebaut.

Fazit: Die aktuelle Entwicklung um die türkische Lira gleicht einer klassischen Korrektur bzw. Überreaktion von Devisenmärkten. Diese sollte insofern weniger kritisch gesehen werden, da nun ausgeglichene Erwartungen den kurzfristigen Verlauf der Lira stützen könnten. Eine deutliche Abwertung stabilisiert die Währung eines Landes mit strukturellen Problemen und einseitigen Abwertungserwartungen eher als Maßnahmen wie z. B. IWF-Hilfen oder Leitzinsanhebungen. Hierfür sind Devisenkurse anderer Schwellenländer, wie zum Beispiel der südafrikanische Rand, ein Beispiel. In welchem Maße die türkische Lira jedoch mittelfristig wieder Boden gut machen kann, hängt entscheidend von der türkischen Regierung selbst ab. Aufgrund der sich abzeichnenden negativen realwirtschaftlichen Implikationen sind jedoch drastische Maßnahmen wie verschärfte Kapital- und Devisenkurskontrollen nicht auszuschließen, was der Lira auf Sicht wenig helfen sollte.

Disclaimer:

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

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

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

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

15. August 2018
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