

Showdown am Bosphorus:

Warum uns die Türkei-Krise nicht kalt lassen kann



Dr. Martin Lück

Leiter Kapitalstrategie BlackRock
August 2018

***BlackRock** unterstützt Menschen rund um den Globus sowie die weltgrößten Institutionen und Regierungen bei der Erreichung ihrer finanziellen Ziele. Wir bieten eine umfangreiche Palette an innovativen Lösungen, darunter Anlagefonds, Separately Managed Accounts (SMA), alternative Investments und iShares® ETFs. Wir arbeiten ausschließlich für unsere Kunden, die uns mit der Verwaltung von 6,3 Billionen USD* betraut haben und uns damit mehr Geld anvertrauen als allen anderen Investmentgesellschaften weltweit.*

[Mehr >](#)

**Verwaltetes Vermögen zum 30. Juni 2018.*

In diesem Artikel:

- Eine kurze Geschichte der Erdoganomics
- Währungskrise und Trump-Effekt
- Auswirkungen der Krise

Aufstieg und Fall seit 2001: Eine kurze Geschichte der Erdoganomics

Die Währungskrise in der Türkei hat sich lange abgezeichnet. Vorbei sind die Zeiten, in denen das Land am Bosphorus als Musterschüler galt, nachdem es sich mit Hilfe des IWF aus der tiefen Wirtschaftskrise des Jahres 2001 herausgearbeitet hatte. Einer der maßgeblichen Architekten der Erholung war Ministerpräsident Recep Tayyip Erdogan, der mit seiner AKP 2002 das Ruder übernommen hatte. Im Jahr 2009 konstatierte er stolz, die türkische Wirtschaft sei nun wieder gesund genug, um „ohne Krücken zu laufen“. Der IWF ging von Bord.

Der dramatische Verfall der Lira



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BlackRock Investment Institute, Stand: August 2018

Seit die Türkei aber ohne fremde Auflagen ihre Wirtschaftspolitik bestimmt, haben die Instabilitäten wieder zugenommen. So setzte die Regierung im Bestreben, möglichst schnell zu wachsen, auf ausländisches Kapital. Ein ausuferndes Leistungsbilanzdefizit und immer höhere Inflation wurden zu chronischen Begleitern der angestrebten und tatsächlich erreichten Steigerung des Wohlstandes. Zwischen dem Tiefpunkt zu Beginn der 2000-er Jahre und dem Abschied des IWF knapp eine Dekade später verdreifachte sich das Pro-Kopf-Einkommen. 2007 und 2011 wurde die AKP mit haushohen Wahlsiegen belohnt.

Der anfangs gefeierte Reformler Erdogan schien auch den Friedensprozess mit der kurdischen Minderheit fortführen zu wollen, welcher nach der Festnahme des PKK-Anführers Abdullah Öcalan im Jahr 1999 der Türkei friedlichere Zeiten und damit einen Aufschwung des Tourismus beschert hatte. Dies änderte sich, als die nunmehr salonfähige politische Vertretung der Kurden, die HDP, bei der Wahl 2015 13% der Sitze gewann und Erdogans AKP damit die absolute Mehrheit kostete. Die kurz später und damit für Erdogan genau zum richtigen Zeitpunkt wieder aufflammenden Konfrontationen, angeblich von Kurden initiiert, erodierten den Zulauf der HDP. Erdogan gewann die daraufhin angesetzten Neuwahlen erneut mit absoluter Mehrheit.

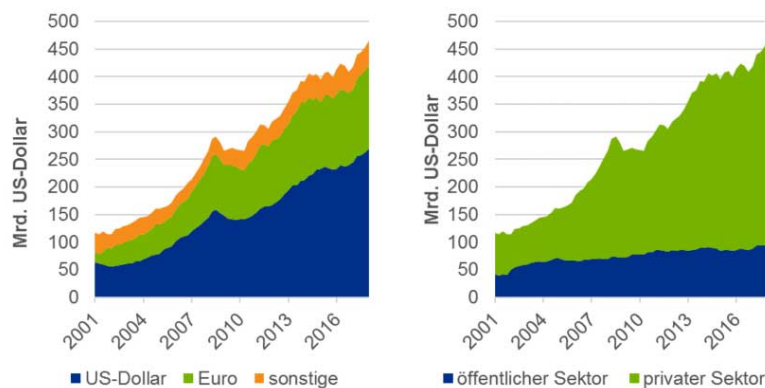
Inzwischen hatte sich aber auch das ökonomische Blatt zuungunsten des immer despotischer agierenden Regierungschefs gewendet. Schon das ‚Taper Tantrum‘ des Frühjahrs 2013, bei dem steigende US-Zinsen vor allem in Schwellenländern mit Leistungsbilanzdefiziten und geringen Währungsreserven zu erheblichen Kapitalabflüssen geführt hatte, sah plötzlich die Türkei im Auge des Sturms. Nachdem die Türkei noch im Jahr 2005 zum elitären Club der ‚Next Eleven‘ zählte, fand sich das Land auf einmal im Verlierer-Club der ‚Fragile Five‘ unter den Emerging Markets wieder.

2015 ließ Erdogan friedliche Proteste im Istanbuler Gezi-Park, bei denen es auch um Vorwürfe persönlicher Bereicherung mit Immobilientransaktionen ging, gewaltsam niederschlagen. Spätestens der im Juli 2016 spektakulär gescheiterte Putschversuch einiger Militärs gab Erdogan dann die Chance zum Befreiungsschlag: Der Ausnahmezustand wurde verhängt, unliebsame Journalisten, Intellektuelle und Ausländer inhaftiert, und der inzwischen ins Präsidentenamt gewechselte Erdogan ließ sich mit Unterstützung nunmehr gleichgeschalteter Medien per Referendum im Jahr 2017 eine quasi unbegrenzte Machtfülle zusichern. Rechtzeitig vor Beginn der gegenwärtigen Krise, am 24. Juni, ließ er Neuwahlen ansetzen, die er - offenbar aber nicht ganz ohne Manipulationen - erneut für sich entschied.

Währungskrise und Trump-Effekt

Bereits vor dem Referendum 2017 hatte sich die ökonomische Lage in der Türkei verschärft, was eher im Verborgenen blieb, da die Volkswirtschaft dank der hohen Staatsausgaben weiter stark wuchs. Im Jahr 2017 war die Türkei sogar das Land mit dem stärksten Wachstum innerhalb der G20. Allerdings stieg das Leistungsbilanzdefizit und damit die Abhängigkeit von ausländischem Kapital, die Inflation notiert inzwischen mit fast 16 Prozent auf dem höchsten Stand seit 2004 und die Lira befindet sich seit längerer Zeit im Abwärtsstrudel – nicht zuletzt, weil die Zentralbank bis heute nicht angemessen auf den Anstieg der Inflation reagiert hat (oder besser: reagieren durfte). Das Problem ist somit zu einem großen Teil hausgemacht. Gleichzeitig ist die Gesamtverschuldung insbesondere im Privatsektor in ausländischer Währung – vornehmlich US-Dollar und Euro – weiter angewachsen. Jede Schwächung der Lira schlägt somit direkt auf die Bilanzen der türkischen Unternehmen durch, da sich die Last der Auslandsschulden erhöht. Auch die Governance-Strukturen des Landes haben gelitten: so unterminierte etwa die Installation von Erdogans Schwiegersohn als Finanzminister das Vertrauen der Anleger zusätzlich.

Anstieg der Auslandsschulden in der Türkei (nach Währung und Sektor)



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BlackRock Investment Institute, Stand: August 2018

Damit aber noch nicht genug. Die Währungsreserven der Türkei, die Mitte 2014 noch bei über 110 Mrd. US-Dollar gelegen hatten, sind Ende Juni 2018 (neuere offizielle Daten liegen noch nicht vor) auf gut 74 Mrd. abgeschmolzen. Damit deckten sie bereits vor der jüngsten Eskalation nur rund ein Drittel des türkischen Finanzierungsbedarfs in Fremdwährung in den kommenden 12 Monaten, und über den Verlauf der letzten Wochen dürfte eher noch beschleunigt Kapital abgeflossen sein. Kurzum: Viele Zutaten für eine Zahlungsbilanzkrise sind aktuell in der Türkei gegeben. Der Trump-Effekt, also die Verhängung von Zöllen wegen der fortgesetzten Inhaftierung des US-Priesters Andrew Brunson, 50% auf Stahl und 20% auf Aluminium, war vor diesem Hintergrund wohl nur der Tropfen, der das Fass zum Überlaufen brachte.

Wirksame Arzneien zur Bekämpfung der Krise sind hinlänglich aus früheren Währungs- und Zahlungsbilanzkrisen in den Schwellenländern bekannt. Die Liste umfasst unter anderem eine strengere Kreditvergabe an den Privatsektor, eine radikale Reduzierung der Staatsausgaben oder aber das Anzapfen des IWF. Natürlich zählt auch das Einführen von Kapitalverkehrskontrollen zum Strauß der möglichen Maßnahmen.

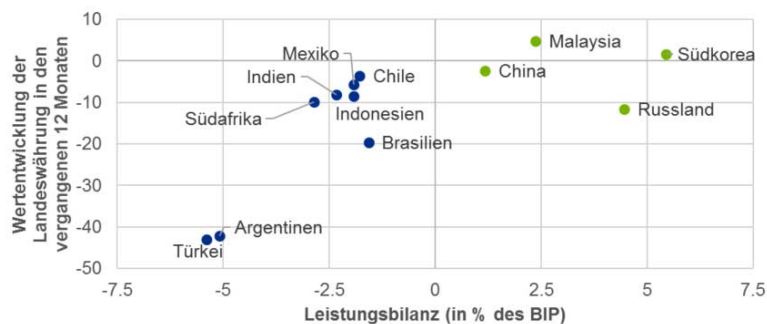
Die naheliegende und kurzfristig praktikabelste Lösung aus Sicht der Türkei lautet: Höhere Zentralbankzinsen, bis die Inflationserwartungen eingefangen werden und sich das Leistungsbilanzdefizit reduziert. Bislang erfolgte Anhebungsschritte um 500 Basispunkte zwischen April und Juni sind vermutlich nicht genug. Das Problem bei dieser Strategie: Eine Rezession in der Türkei wäre mittelfristig wohl die Folge. Da Erdogan dies sicher vermeiden möchte, gleichzeitig die prekäre der Lage der Türkei jedoch nicht anzuerkennen scheint und sich abermals gegen höhere Zinsen stemmt, ist eine weitere Abwertung der Lira zu befürchten. Dabei ist klar: je länger die Türkei mit der Bekämpfung der Krise wartet, desto verwickelter wird die Lage.

Auswirkungen der Krise

Während die aktuelle Lage der Türkei also bedenklich anmutet, stellt sich die Frage nach den möglichen internationalen Auswirkungen der Krise. Hierbei unterschieden wir direkte Auswirkungen auf EM-Aktienindizes, Ansteckungsgefahren für andere Schwellenländer, Kreditausfallrisiken bei Banken sowie Auswirkungen auf Handelsströme.

1. *Auswirkungen auf EM-Aktienindizes:* Die letzten Tage und Wochen haben einerseits gezeigt, dass die Krise in der Türkei nicht spurlos an den Märkten im Allgemeinen und dem Segment der Emerging Markets im Speziellen vorbeigeht. Andererseits ist die Türkei selbst innerhalb des Schwellenländeruniversums nicht bedeutsam genug, als dass nachhaltige Ansteckungseffekte rational erklärbar wären. Mit rund 900 Milliarden US-Dollar macht die Wirtschaftsleistung der Türkei weniger als ein Prozent des globalen BIPs aus. Im MSCI Emerging Markets Aktienindex zeigen sich türkische Aktien nur für rund ein halbes Prozent der Gesamtmarktkapitalisierung verantwortlich.
2. *Ansteckungseffekte unter Schwellenländern* könnten sich dort ergeben, wo Investoren ähnlich gelagerte Parameter beobachten, also etwa hohe Inflation, Leistungsbilanzdefizite, geringe Währungsreserven oder Abhängigkeiten etwa von Energieimporten. Der zwischenzeitlich massive Einbruch der indischen Rupie beispielsweise legt nahe, dass Investoren einige dieser Symptome als Ansteckungskanäle identifiziert hatten. Allerdings ist in Indien die Inflation mit rund 5% deutlich niedriger als in der Türkei, ähnliches gilt für das Leistungsbilanzdefizit (aktuell 2,3%) und die Währungsreserven stellen mit rund 15% des BIP einen robusteren Puffer dar als im Fall der Türkei (Ende Juni etwa 8%, heute vermutlich schon deutlich niedriger). Wir halten somit Spillover-Effekte auf andere Schwellenländer, in denen die Fundamentaldaten deutlich besser sind, für temporär, solange die generelle Marktverfassung risikogeneigt („risk-on“) bleibt.

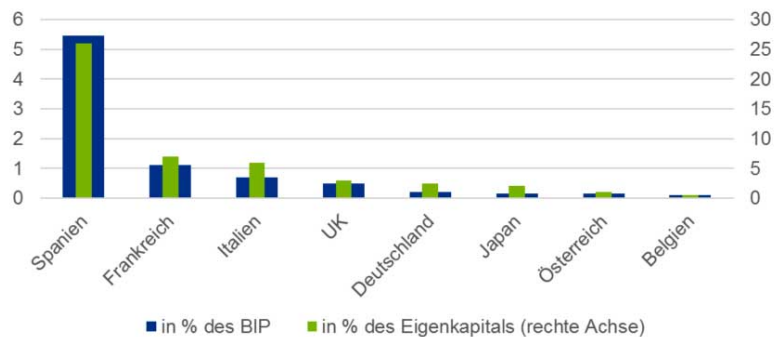
Abbildung 3: Verwundbarkeit der EM bei hohen Leistungsbilanzdefiziten am größten



Quelle: Internationaler Währungsfonds, Thomson Reuters Datastream, BlackRock Investment Institute, Stand: August 2018

3. *Kreditausfallrisiken bei Banken*: Problematischer in Sachen möglicher Ansteckungseffekte erscheint hingegen das Türkei-Exposure einiger europäischer Banken. In Summe belaufen sich die Forderungen europäischer Geldhäuser gegenüber der Türkei auf rund 175 Milliarden Euro. Gerade spanische Banken sind nach Zahlen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) stark mit circa 80 Milliarden Euro in der Türkei engagiert. Sie stehen unter Druck, da ein kompletter Forderungsausfall rein theoretisch knapp ein Viertel des Eigenkapitals der iberischen Banken auffressen würde. Für die deutsche Kreditwirtschaft dürfte hingegen kein allzu großes Ungemach drohen. Deutsche Banken haben gegenüber der Türkei gerade einmal Forderungen in Höhe von knapp 20 Milliarden Euro auf den Büchern.

Exposure europäischer Banken in der Türkei



Quelle: BIZ, Stand: August 2018

Insgesamt ist vermutlich das Risiko selbst eines massiven Forderungsausfalls europäischer Banken gegenüber der Türkei beherrschbar. Zwar würden die Kreditabsicherungskosten (CDS) einiger Häuser drastisch ansteigen, die Aktienkurse vermutlich abstürzen, sollte es zum Default der Türkei kommen. Für eine systemische Krise erscheint das Banken-Exposure aber nicht groß genug.

4. *Auswirkungen auf Handelsströme*: Bleibt das Risiko für den Handel. Aber auch hier wird bei Betrachtung der Fakten schnell deutlich: Die Handelsverflechtungen der Türkei mit dem Rest der Welt bergen kaum Sprengstoff: Innerhalb des EM-Segments machen lediglich im Falle von Vietnam und Malaysia Exporte in die Türkei mehr als ein Prozent der Wirtschaftsleistung aus. Auch aus Sicht der deutschen Exportwirtschaft ist die Türkei ein eher nachrangiger Handelspartner. Das Land lag 2017 sowohl beim Export als auch beim Import unter ferner liefen auf Rang 16. Während Deutschland aus Sicht der Türkei nach China der zweitwichtigste Exportmarkt ist, gingen in 2017 gerade einmal Ausfuhren „Made in Germany“ im Gegenwert von 21,5 Milliarden Euro in die Türkei. Zum Vergleich: Das gesamte deutsche Ausfuhrvolumen lag bei 1.278 Milliarden Euro. Am ehesten negativ betroffen sind in Deutschland Unternehmen aus den Bereichen Chemische Erzeugnisse, Kraftfahrzeuge und -teile sowie Maschinen. Sie stellen etwa die Hälfte der Exporte in die Türkei.

Außenhandel mit der Türkei (in % des BIP)



Quelle: Thomson Datastream, Stand: August 2018

Auch für die Schweiz und Österreich sind die Verbindungen zur Türkei beim Außenhandel überschaubar (siehe Abbildungen). Aus unserer Sicht wäre es dennoch fahrlässig, das Risiko eines ökonomischen Kollaps der Türkei zu unterschätzen. Mit dem ökonomischen Niedergang wäre nämlich vermutlich eine politische Destabilisierung verbunden. Selbst unter den positiven ökonomischen Bedingungen der vergangenen Jahre, als die Wirtschaft brummte und die Türken den zunehmenden Wohlstand in ihren Taschen spürten, vermochte Präsident Erdogan gerade einmal die Hälfte der Bevölkerung hinter sich zu bringen. Die Eliten in den großen Städten der Westtürkei blieben skeptisch. Im Fall einer rapiden ökonomischen Verschlechterung könnte nun also schnell ein Machtvakuum entstehen. Ein erneutes Greifen nach der Macht seitens des Militärs könnte dann ebenso wenig ausgeschlossen werden wie eine weitergehende Destabilisierung.

Gefährlich ist dies für Europa vor allem wegen der besonderen strategischen Position der Türkei. Das Land bildet quasi einen Puffer zwischen der Europäischen Union (Landgrenzen zu Bulgarien und Griechenland) und dem Mittleren Osten mit seinen ‚Failed States‘ Syrien und Irak. Allein aus dem Bürgerkriegsland Syrien beherbergt die Türkei derzeit rund 3,5 Millionen Flüchtlinge, von denen viele darauf hoffen, eines Tages Richtung Europa weiterziehen zu dürfen. Sollte eine ökonomisch geschwächte und gesellschaftlich destabilisierte Türkei nicht mehr willens und/oder in der Lage sein, diesen Flüchtlingen weiterhin Unterschlupf zu gewähren, könnte eine erneute Wanderung einsetzen, welche die EU - und darunter ganz besonders Deutschland und Österreich - dann vermutlich vor erhebliche Probleme stellen würde.

Darüber hinaus könnte sich eine wirtschaftlich in die Enge getriebene Türkei andere und aus europäischer Sicht ambivalent zu sehende Partner suchen. Russland etwa hat schon immer ein strategisches Interesse am Bosphorus gehabt, welches nach der Vereinnahmung der Krim eher noch gewachsen sein dürfte. Und auch China bietet die Türkei, sozusagen als Verbindungsstück zur neuen Seidenstraße („Road and Belt“), einen willkommenen Korridor und damit eine Möglichkeit, auch räumlich nah an den Rivalen Europäische Union heranzurücken. Die Bereitschaft Recep Tayyip Erdogans, unter zunehmendem Druck derartige Allianzen zu suchen, sollte nicht unterschätzt werden. Die spontane Unterstützung seitens Katar in Form eines 15 Mrd. US-Dollar Kredits ist ein erster Hinweis in dieser Richtung.

Selbst wenn wir also zu dem Schluss kommen, die naheliegenden ökonomischen Auswirkungen einer Türkei-Krise (Handelsbeziehungen, Bankkredite, Ansteckung anderer Schwellenländer) seien beherrschbar, so hat Europa dennoch ein erhebliches strategisches Interesse an einer stabilen Türkei. Wirtschaftliches Entgegenkommen seitens der EU halten wir daher für wahrscheinlicher als ein formales Eingreifen des IWF oder das selbstbestimmte Umschwenken auf einen

drastischen Konsolidierungskurs, der vermutlich in die Rezession führen und Erdogan das Amt kosten würde.

*BlackRock ist der führende ETF-Anbieter weltweit mit weltweit mehr als 800 ETFs (Stand: 30. Juni 2018). Keinem anderen Vermögensverwalter weltweit wird mehr Geld anvertraut als BlackRock mit einem verwalteten Vermögen von insgesamt 6,3 Billionen US-Dollar (BlackRock, Stand: 30. Juni 2018).

[Als PDF speichern](#)

[E-mail](#)



Melden Sie sich kostenlos zum 8:20 Newsletter an:

Jeden Dienstag wirft BlackRock Kapitalmarktstrategie Dr. Martin Lück einen Blick auf das aktuelle Marktgeschehen.

Diese Werbemitteilung dient rein zu Informationszwecken und stellt keine Anlageempfehlung und kein Angebot zum Kauf von Anteilen an Fonds der BlackRock Gruppe dar. Diese Mitteilung unterliegt nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen gilt daher nicht.

Eine Finanzanlage ist typischerweise mit gewissen Risiken verbunden. Der Wert einer Anlage sowie das hieraus bezogene Einkommen können Schwankungen unterliegen und sind nicht garantiert. Es besteht die Möglichkeit, dass der Anleger nicht die gesamte investierte Summe zurückerhält. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Eine mögliche Kaufentscheidung darf ausschließlich auf Basis der Informationen getroffen werden, die der aktuelle Verkaufsprospekt, die vereinfachten Prospekte und/oder wesentlichen Anlegerinformationen, der Jahres- und Halbjahresbericht zur Verfügung stellen. Die Dokumente in deutscher Sprache zu den einzelnen Fonds finden Sie unter den angegebenen Links und [hier](#).



PRODUKTE

[Alle anzeigen](#)
[Fonds im Fokus](#)

THEMEN

[Private Altersvorsorge](#)
[Multi-Asset professionell einsetzen](#)
[Alternativen für die Diversifikation](#)
[Faktorbasiertes Investieren](#)
[Anleihenportfolios überdenken](#)
[Megatrends](#)
[Nachhaltig investieren](#)
[ETF-Partner-Portfolios](#)

MÄRKTE

[BlackRock aktuell](#)
[Trends & Ideen](#)

WISSEN

[Dokumente & Unterlagen](#)
[Investieren in ETFs](#)
[ETF Wissen](#)
[ETF Starterkit](#)
[Wertpapierleihe](#)
[Steuerreform](#)
[Events & Webinare](#)
[Investor Pulse Studie](#)

[Warum BlackRock?](#) [Kontakt](#) [Karriere](#) [Investor Relations](#) [Medienkontakte](#) [Terms & Conditions](#) [Datenschutz](#) [Impressum](#) [EMT-Anfrageformular](#)