

News aus den Finanzmärkten

Länderfokus Türkei: Schwierigkeiten am Bosphorus

Die türkische Lira hat in den letzten Wochen dramatisch an Wert eingebüsst. Beschleunigt wurde dies durch die neuen Strafzölle der USA als Reaktion auf die weitere Festhaltung des US-Pastors Brunson. Da der private Sektor vor allem in Fremdwährungen verschuldet ist, steuern die türkischen Banken damit auf eine Insolvenz zu. Weil diese wiederum bei europäischen Banken verschuldet sind, besteht mögliche Ansteckungsgefahr für die globalen Finanzmärkte. Wir glauben nicht daran, weil sowohl auf türkischer Seite, als auch auf Seiten der EZB genügend Optionen zur Eindämmung der Krise gegenüberstehen. Wir raten allerdings weiterhin von Engagements in der Türkei ab.

Wirtschaftliche Erfolgsstory endet

Die Türkei war noch vor einigen Jahren ein Hoffnungsträger unter den grossen Schwellenländern. Der Erfolg war massgeblich auf den damaligen Ministerpräsidenten und heutigen Staatspräsidenten Recep Tayyip Erdogan zurückzuführen. Während seiner Amtszeit begannen die EU und die Türkei mit Beitrittsverhandlungen. Gleichzeitig trieb er die Liberalisierung der Wirtschaft voran und verschrieb sich einer strengen Haushaltsdisziplin. Nicht zu vergessen, dass Erdogan zeitweise einer Lösung des Konflikts mit der kurdischen Bevölkerung sehr nahe kam. Die Türkei lag gerade wegen der Politik Erdogans in der Gunst internationaler Unternehmen ganz weit vorne. Mittlerweile hat sich die Situation in das Gegenteil gedreht. Der zunehmend autokratische Führungsstil Erdogans stiess nicht nur die EU, sondern auch die Finanzmärkte vor den Kopf, besonders da er die Unabhängigkeit der Notenbank in Frage gestellt hat.

Grafik 1: USD vs. Türkische Lira



Notenbank verliert Glaubwürdigkeit

Seit Monaten bedrängt Erdogan die Zentralbank, ihre Leitzinsen trotz der steigenden Inflation und des schwindenden Werts der Lira nicht anzuheben. Denn Zinsen, so sagte der Präsident, seien «Vater und Mutter allen Übels». Die anziehende Inflation hat die Rendite von zehnjährigen Staatsanleihen seit Jahresbeginn von 11 % auf 20 %

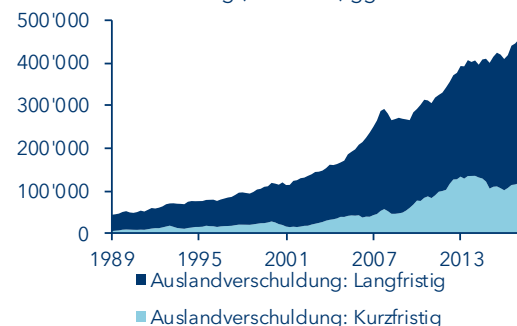
ansteigen lassen. Das Wirtschaftswachstum dürfte sich damit in diesem Jahr von 7.4 % auf 4.1 % abflachen. Der türkische Finanzminister Berat Albayrak, der Schwiegersohn von Erdogan, hat der türkischen Notenbank volle Unabhängigkeit zugesichert. Angesichts des Kursverfalls der Lira waren die Zinserhöhungen der Notenbank allerdings ungenügend. Der Kursverfall der Lira kann damit auch als Vertrauensverlust in die Notenbank gedeutet werden. Die Glaubwürdigkeit kann nur durch Taten der Notenbank zurückgewonnen werden.

Zudem belastet die Verstimmung in den Beziehungen zu den USA. Vergeblich hat sich die USA um eine Freilassung des US-Pastors Brunson bemüht. Nun hat Präsident Trump den Einsatz erhöht und Strafzölle gegen die Türkei verhängt. Das türkische Aussenministerium drohte daraufhin mit Gegenmassnahmen, die Krise könnte sich auch von dieser Seite weiter zuspitzen.

Fremdwährungskredite belasten

Der türkische Staat hat mit 28 % Verschuldung zum BIP nur eine geringe Verschuldung. Insgesamt betragen die Fremdwährungskredite 466 Mrd. USD (58 % des BIP) per Ende März. Mittlerweile dürfte diese Zahl aufgrund des Währungszerfalls auf über 100 % angestiegen sein. Problematisch ist dabei, dass 122 Mrd. kurzfristige Laufzeiten haben. Diese betreffen vor allem türkische Banken und Unternehmen. Sobald also eine europäische Bank die Kreditlinien streicht, kommt es zum Lehman Effekt. Dies wäre nicht nur für die Schuldner eine Katastrophe, sondern auch für die Kredit gebenden europäischen Banken, welche zumindest einen Teil ihrer Forderungen abschreiben müssten. Aber auch die globale Wirtschaft wäre betroffen, weil mit dem internationalen Handel alle in einem Boot sitzen. Der europäische Finanzsektor hat Forderungen gegenüber dem türkischen Bankensektor. Wer nun die höchsten direkten Forderungen hat, spielt am Ende des Tages keine Rolle. Der europäische Finanzsektor ist vernetzt. Selbst der US-amerikanische und der asiatische Bankensektor wären zumindest in begrenztem Umfang von heftigeren Turbulenzen in der Türkei betroffen.

Grafik 2: Verschuldung (Mio. USD) ggü. dem Ausland



Wie weiter?

Selbst wenn einzelne Kredite nicht mehr zurückbezahlt würden, wäre dies nicht bedrohlich für das Gesamtsystem. Realwirtschaftlich könnte die Türkei gewisse Bremsspuren in Deutschland hinterlassen. Die Türkei rangiert auf Platz 16 der wichtigsten Handelspartner Deutschlands. Immerhin verliessen Deutschland im Jahr 2017 Waren im Gegenwert von 21 Mrd. Euro in Richtung Bosphorus.

Bevor es aber so weit kommt, stehen noch weitere Optionen offen. Heute wurden schon erste Massnahmen zur Stabilisierung der Lira angekündigt. Liquiditätsanforderungen der Banken wurden gelockert. Sollte die Stabilisierung der Lira misslingen, wäre eine Verstaatlichung von angeschlagenen Banken eine Option. Die geringe Verschuldung des Staates hilft hierbei. Auch stand in der Vergangenheit der Internationale Währungsfonds (IWF) der Türkei eng zur Seite. Im schlimmsten Falle würde der Zahlungsausfall drohen. Das Risiko, dass die Türkei auf solch eine Situation zusteuert ist aktuell nicht vernachlässigbar - insbesondere dann, wenn eine Reaktion der türkischen Notenbank ausbleibt.

Die EZB steht damit «Gewehr bei Fuss», falls es bei den Gläubigerbanken zu Ausfällen kommt.

Auswirkungen auf den Aktienmarkt

Die wirtschaftlichen Schwierigkeiten in der Türkei sind im Wesentlichen hausgemacht und zeichneten sich seit Monaten ab. Die nun eskalierende Situation stellt Investoren vor folgende Fragen:

- Durchlebt die Türkei eine isolierte Krise oder breitet sich diese in andere Länder aus?
- Schlittern europäische Banken in eine erneute Schuldenkrise?
- Ist die nun niedrige fundamentale Bewertung der Türkei eine Opportunität?

Keine systemische Krise

Obwohl eine weitere Verschärfung der Situation eine hohe Wahrscheinlichkeit hat, wird auch ein möglicher Konkurs die Weltmärkte nicht signifikant erschüttern. Der ökonomische Stress wird sich auf einzelne stärker exponierte Unternehmen fokussieren und allgemein die Bewertung türkischer Vermögen auf tieferen Niveaus ansiedeln. Dies wird solange der Fall sein, bis das Investorenvertrauen wieder zurückgewonnen werden kann. Im Augenblick spricht dem das Verhalten der autokratischen Regierung entgegen. Schwellenländer sind in der Regel stark abhängig von ausländischen Investoren. Das Vertrauen in die Rechtssicherheit und eine sich zunehmend verbessernde wirtschaftliche Stabilität sind von sehr hoher Bedeutung. Die besondere Position der Türkei hierbei ist, dass die

Auslandsverbindlichkeiten sich in hohem Masse auf den privaten Sektor konzentrieren. Mit der gegebenen tiefen Staatsverschuldung bieten sich für das Land durchaus Spielräume um die kurzfristigen Spannungen zu entschärfen.

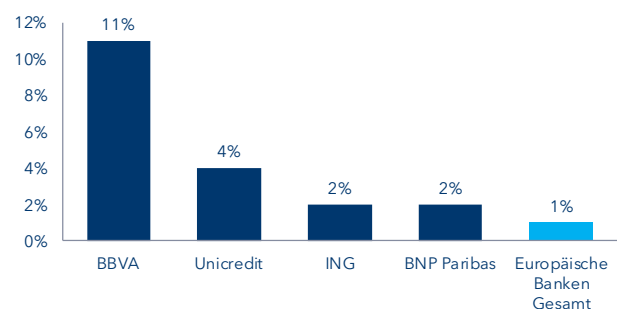
Eine von der Türkei ausgelöste, mögliche systemische Krise in den Schwellenländern oder darüber hinaus ist somit nicht zu erwarten. Diese stellt lediglich einen Baustein der allgemein erhöhten Kapitalmarktrisiken dar, auf die wir seit Jahresbeginn verstärkt hinweisen.

Europäische Bankenkonsolidierung hält weiter an

Einen wichtigen fundamentalen Bewertungseinfluss nehmen langfristige Forderungen ein. Mit USD 111 Mrd. stellt Europa knapp die Hälfte dieser türkischen Fremdwährungsverbindlichkeiten gegenüber dem privaten Sektor (USD 223 Mrd.). Mit 36 % ist Spanien das grösste Gläubigerland, gefolgt von Frankreich (16 %) sowie Italien, England und Deutschland mit je 8 % der Gesamtverschuldung.

Das Netto-Kreditengagement europäischer Banken in der Türkei beträgt etwa 1 % der Gesamtverbindlichkeiten. Das von europäischen Banken mitverantwortete Kreditvolumen ist sehr stark auf die Beteiligungen der spanischen Bank BBVA sowie der italienischen Unicredit in den türkischen Bankensektor zurückzuführen. Man muss hier festhalten, dass den ausgereichten Krediten auch Vermögenswerte in nicht unbeträchtlicher Höhe entgegenstehen, auch ist ein Grossteil der Kredite in heimischer Währung fakturiert. Das gegenwärtige Nettoengagement europäischer Banken zeigt sich im folgenden Schaubild.

Grafik 3: Netto-Kreditposition Türkischer Verbindlichkeiten



Dennoch, die Turbulenzen lösen mit hoher Wahrscheinlichkeit Wertberichtigungen auf die Beteiligungen aus, ebenso werden Abschreibungen auf einen gewissen Anteil des Kreditvolumens zum Tragen kommen. Für die betroffenen europäischen Banken stellt die derzeitige Krise somit ein Rentabilitätsproblem dar. Sollte in einer weiteren Eskalierung die Liquiditätsversorgung europäischer Banken gefährdet sein, so hat die EZB bereits si-

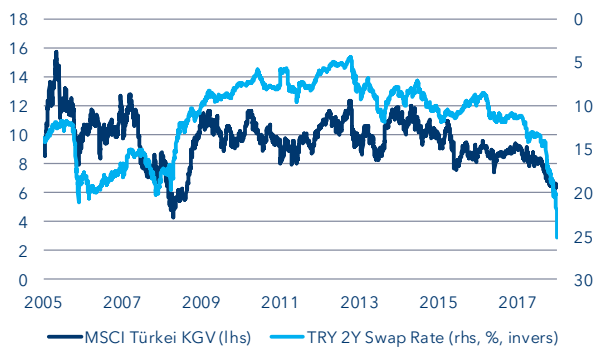
chergestellt, dass hierfür starke Unterstützung gegeben sein wird.

Von den betroffenen Banken ist lediglich ING auf der VP Bank Empfehlungsliste. Das Unternehmen startete 1991 seine Aktivitäten in der Türkei mit einem starken Fokus auf Geschäftskunden. Der Einstieg in das Retail-Banking erfolgte 2007 mit der Übernahme der Oyak Bank. Hierbei nimmt ING Platz unter den Top 10 der türkischen Banken mit einem Marktanteil von etwa 3 % ein. Die Kreditverpflichtungen in der Türkei haben ein Volumen von gut EUR 15 Mrd., dies entspricht in etwa 2.5 % der gesamten Kredite des Unternehmens. ING betreibt - wie jede andere Bank auch - eine aktive Währungsabsicherung. Die Krise wird somit die Gewinnperspektiven der Banken schmälern, jedoch keinen Stresstest auslösen. Wir werden die weitere Entwicklung verfolgen und unsere Sicht zu ING auf den Prüfstand stellen.

Die Türkei-Krise löst keine Anlageopportunität aus

Die Bewertung der Türkei hat sich deutlich verbilligt, jedoch stellt diese noch keine Kaufgelegenheit dar. Die Aktienmärkte hängen in den Schwellenländern sehr stark von den Währungs- und Kreditmärkten ab. Die folgende Grafik visualisiert den engen Zusammenhang zwischen Gewinnbewertungen türkischer Aktien und der kurzfristigen Zinsentwicklung.

Grafik 4: Kreditmarktabhängigkeit



Das KGV der Referenz-Benchmark «MSCI Türkei» sank auf 6.8 (von 8.8 zum Jahresbeginn) und weist seit zwei Jahren einen Abschlag zu den Schwellenländern aus. Die aktuelle Verschärfung ist somit durchaus länderspezifisch und dürfte sich mit der aktuellen Entwicklung nicht in kurzer Zeit verbessern. Für den türkischen Aktienmarkt kann dies durchaus weitere Kursverluste von 15 bis 20 % bedeuten, wobei hierbei die untere Bandbreite der Konsolidierung seitens der Jahre 2015 bis 2016 erreicht werden würde. Für die europäischen Banken bedeutet dies eine weitere Fortsetzung der strukturellen Bereinigungsphase. Im Hinblick auf die Verschuldung der jeweiligen Heimatländer dürfte das weiterhin hohe Kreditengagement von

spanischen, italienischen aber auch französischen Banken in krisenbetroffenen Schwellenländern mit Sicherheit hinterfragt werden.

Fazit

Sollte sich die Situation am Bosphorus weiter verschärfen, drohen vermutlich auch dem Euro weitere Kursverluste gegenüber dem USD. Der Schweizer Franken dürfte indes als sicherer Hafen weiter gefragt sein. Wir behalten uns vor, abhängig von den weiteren Entwicklungen in der Türkei, gegebenenfalls eine Neueinschätzung für die Währungspaare EUR/USD und EUR/CHF vorzunehmen.

Derzeit haben wir sowohl für die europäische Bankenbranche als auch für die Schwellenländer eine neutrale Haltung. Die hohe Korrelation zu den Kreditrisiken muss jedoch beachtet werden. Eine weitere Verschärfung wird mit hoher Wahrscheinlichkeit zu negativen Markteffekten und einem Revisionsbedarf unserer Einschätzungen führen.

Kontakt

VP Bank AG	Aeulestrasse 6 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 66 55 · F +423 235 65 00 · info@vpbank.com
VP Bank (Schweiz) AG	Talstrasse 59 8001 Zürich · Schweiz T +41 44 226 24 24 · F +41 44 226 25 24 · info.ch@vpbank.com
VP Bank (Luxembourg) SA	26, Avenue de la Liberté L-1930 Luxembourg · Luxembourg T +352 404 770-1 · F +352 481 117 · info.lu@vpbank.com
VP Bank (BVI) Ltd	VP Bank House · 156 Main Street · Postfach 2341 Road Town · Tortola VG1110 · Britische Jungferninseln T +1 284 494 11 00 · F +1 284 494 11 44 · info.bvi@vpbank.com
VP Bank (Singapore) Ltd	8 Marina View · #27-03 Asia Square Tower 1 Singapur 018960 · Singapur T +65 6305 0050 · F +65 6305 0051 · info.sg@vpbank.com

Verantwortlich für den Inhalt

Thomas Gitzel, Chief Economist
Bernhard Allgäuer, Senior Investment Strategist
Harald Brandl, Senior Equity Strategist

Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äusserster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter https://www.vpbank.com/legal_notes_en.pdf