

<https://blog.de.erste-am.com/nach-den-wahlen-in-der-tuerkei-was-nun/>

Nach den Wahlen in der Türkei - was nun?

Peter Szopo



Peter Szopo – unter Mitarbeit von Gerhard Winzer (Chef-Volkswirt), Alexandre Dimitrov, Amalia Ripfl und Sevda Sarp (Equity team), sowie Toni Hauser (Fixed income).

1. Hat sich der politische Hintergrund auf Basis des Wahlausganges verbessert?

Insgesamt gesprochen, ja.

Präsident Erdogans Wahlsieg war überraschend klar und die Wahlbeteiligung überraschend hoch (87%). Es gab Kritik, dass die Opposition aufgrund des Ausnahmezustands im Land im Nachteil war. Aber selbst unter Berücksichtigung dieses Aspekts haben die Wahlen Erdogans Position gestärkt und werden der nun zu bildenden Regierung Legitimität verleihen. Zusätzlich dazu wird das Ende des Ausnahmezustands, wie zuletzt erwartet, als Schritt in die Richtung politischer Normalisierung gesehen werden.

2. Was können wir hinsichtlich der Wirtschaftspolitik erwarten?

Schwer zu sagen.

Präsident Erdogan tendiert zu unorthodoxer Wirtschaftspolitik mit einer tendenziell expansiven Ausrichtung, ohne dabei makroökonomische, finanzielle oder institutionelle Restriktionen vollends anzuerkennen. Seine Wahlkampfrhetorik legt nicht nahe, dass er beabsichtigt, einen signifikanten wirtschaftspolitischen Kurswechsel einzuleiten, zumindest nicht bis zu den Kommunalwahlen im März 2019. Bis dahin ist unser Basisszenario, dass auf Durchlavieren gesetzt wird, und daher wie zuletzt mit externer Krisenanfälligkeit und hoher Inflation zu rechnen ist. Die Volatilität wird vermutlich erhöht bleiben, beeinflusst – unter anderem – von den Kapitalflüssen in die Schwellenländer und vom globalen Risikoappetit.

3. Was sind die kurzfristigen Aussichten/Themen der türkischen Volkswirtschaft?

Das wahrscheinlichste Szenario ist, dass sich das Wachstum abschwächen wird, die Inflation hoch und die Geldpolitik restriktiv bleiben und das Budgetdefizit sich verschlechtern wird.

Nach dem extrem hohen Wachstum von 7,4% J/J in Q1 wird sich das BIP-Wachstum in den kommenden Monaten vermutlich verlangsamen und für den Rest des Jahres bei 2-3% bleiben. In den vergangenen vier Monaten ist der Einkaufs-Manager-Index im verarbeitenden Gewerbe um beinahe zehn Prozentpunkte gefallen und liegt nun mit 46,8 bei einem Mehrjahrestief. Für das Gesamtjahr wird dennoch von einem BIP-Wachstum von etwa 4% ausgegangen. Dies wird ausreichen, um der Regierung zu erlauben, den derzeitigen wirtschaftspolitischen Kurs beizubehalten, also die bestehenden, noch vor der Wahl gesetzten Impulse weder zu verstärken noch sie einzudämmen.

Die Inflation bleibt ein zentrales Thema. Zuletzt stieg der Konsumentenpreisindex (VPI) um mehr als 15% und lag damit deutlich über den Erwartungen. Das könnte der Höhepunkt gewesen sein, und zahlreiche Schätzungen gehen von einer leichten Verringerung in der zweiten Jahreshälfte aus. Entscheidend werden sein der weitere Verlauf des TRY-Wechselkurses, das Ölpreis-Umfeld und etwaige Steuermaßnahmen, die in höheren Preisen resultieren könnten (was aber unserer Ansicht nach unwahrscheinlich ist).

Die Geldpolitik wird seit einigen Monaten restriktiver. Trotz politischen Widerstands hat die türkische Zentralbank (CBT) den Leitzins seit Jahresbeginn um 500 BP auf 17,5% angehoben. Da die wahrscheinliche Abkühlung der Wirtschaft einige der Ungleichgewichte (vor allem das Leistungsbilanzdefizit) quasi automatisch korrigieren wird, gehen wir davon aus, dass die Zentralbank nahe dem Gipfel ihres Zinsanhebungszyklus ist. Allerdings ist nach der jüngsten Inflationsbeschleunigung auf über 15% zumindest ein weiterer Zinsschritt wahrscheinlicher geworden.

Wann – und ob – sich die türkische Zentralbank wieder in der Position befinden wird, die Zinsen zu senken, wird vorrangig von der Entwicklung des Wechselkurses

abhängen, d.h. ob sich die Währung auf derzeitigen Niveaus stabilisiert oder ob das externe Umfeld (d.h. Bewegungen des USD, die globale Risikoneigung, US-Zinsen) weiterhin Druck auf die Währungen der Emerging Markets (EM) im allgemeinen und auf fragile Währungen wie die TRY im speziellen ausüben wird.

Das Budget hat sich im Vorfeld zu den Wahlen verschlechtert, und eine weitere Verschlechterung steht der Türkei aufgrund der Wahlversprechen noch bevor. Pensionisten wurden TRY 2.000 pro Person über die zwei religiösen Feiertage (Juni und August) versprochen. Überdies senkte die Regierung auch die spezielle Verbrauchssteuer (Special Consumption Tax, SCT) auf Treibstoff (die 13% der Gesamtsteuereinnahmen ausmacht), um den Preisanstieg bei Erdöl und die TRY-Abwertung aufzufangen. Das Defizit der Zentralregierung über die letzten zwölf Monate liegt derzeit bei 1,6% des BIP, wird sich aber vermutlich bis zum Jahresende auf 2-2,5% vergrößern. Wir gehen nicht davon aus, dass die Regierungsparteien vor den Kommunalwahlen im März 2019 irgendwelche Sparmaßnahmen unterstützen würden. Ausgabeneinschränkungen würden sich negativ auf das BIP-Wachstum auswirken, während die Aufhebung der SCT-Senkung auf Treibstoff die Inflation noch höher treiben würde.

4. Warum zählt die Türkei zu den „fragilen“ Schwellenländern?

Das ist das Ergebnis des beträchtlichen kurzfristigen Finanzierungsbedarfs zu einer Zeit, in der USD stärker wird, Ölpreise steigen und die globale Liquidität zu fallen droht.

Die Türkei operiert auf Basis eines deutlichen und sich vergrößernden Leistungsbilanzdefizits. Von Januar bis April ist das kumulative Defizit um 80% in USD (J/J) angestiegen, und für das Gesamtjahr wird von einem Defizit von 5,9% des BIPs ausgegangen.

Gemeinsam mit dem signifikanten Schuldendienst in Höhe von etwa USD 180 Mrd. in den kommenden zwölf Monaten (Ende April), schafft dies massiven Finanzierungsbedarf, während die Fremdwährungsreserven nicht viel mehr als USD 100 Mrd. ausmachen. Daher zählt die Türkei – gemeinsam mit Ländern wie Argentinien, Brasilien und Indonesien – zu jenen Schwellenmärkten, die im Falle einer plötzlichen Umkehr der Kapitalflüsse aus den EM-Vermögensklassen deutlich leiden könnten.

5. Besteht das Risiko einer Rezession?

Eine tatsächliche Rezession im nächsten Jahr lässt sich nicht ausschließen, doch würde diese eine deutliche Verschlechterung des internationalen Umfelds implizieren.

Ein „sudden stop“, wie es in der ökonomischen Terminologie heißt, also eine komplette Austrocknung der Kapitalflüsse in die fragilen Schwellenländer, etwa in Kombination mit einer volkswirtschaftlichen Verlangsamung in Europa würde das türkische Wirtschaftswachstum abwürgen. Kreditwachstum und private Nachfrage würden sinken, und dies könnte selbst unter der Annahme zusätzlicher fiskalischer Expansion zu einem BIP-Rückgang führen. Dieses Szenario ist allerdings weder die Konsensus-Meinung noch unser Basiszenario. Zwar ist die Konsensus-Erwartung für nächstes Jahr in den letzten Wochen um 0,4% gefallen, doch liegt das erwartete reale BIP-Wachstum nach wie vor bei 3,7%, was übrigens immer noch die höchste Wachstumsrate in Emerging Europe (also Osteuropa inkl. Türkei) wäre.

6. Können wir uns von nun an auf ein verbessertes Umfeld für Renten einstellen?

Unserer Ansicht nach ist es zu früh, um auf „positiv“ für türkische Rentenwerte und die Währung umzuschwenken.

Die massiven externen Ungleichgewichte des Landes, sowohl hinsichtlich Stromgrößen (Leistungsbilanz) als auch Bestandsgrößen (signifikante Fremdwährungsverschuldung), waren die Schlüsselfaktoren für die Ausweitung der Spreads um beinahe 140 BP auf 430 BP über das Jahr. In Anbetracht des substanziellen Refinanzierungsbedarfs in den kommenden zwölf Monaten, des herausfordernden internationalen Umfelds und der Neigung der Regierung zu unorthodoxer Politik, was sich nach den Wahlen eher nicht ändern wird, behalten wir unsere defensive Position bei. Bei Hartwährungsinstrumenten ist unsere Positionierung von Anleihen mit kurzer Restlaufzeit und niedrigen Cash-Preisen gekennzeichnet.

Lokalwährungsanleihen sowie die türkische Lira haben in der Zwischenzeit scheinbar attraktive Niveaus erreicht. Der reale effektive Wechselkurs ist in den letzten zwei Jahren um mehr als 20% auf historisch niedrige Niveaus gefallen. Gleichzeitig befinden sich die Realzinsen in einer Bandbreite von 4 bis 5%, was sowohl im Vergleich zur eigenen Historie als auch relativ zu anderen Schwellenländern hoch ist. Doch unserer Ansicht nach sind die Risikoprämien nach wie vor vertretbar und könnten sich in Anbetracht der derzeitigen wirtschaftlichen Unsicherheiten sogar noch ausweiten. Weitere fiskalische Expansion zwecks Unterstützung langfristiger Wachstumsziele (oder kurzfristiger, politisch motivierter Wahlversprechen) sind nicht auszuschließen, während die Verlangsamung des globalen Liquiditätswachstums in Verbindung mit den externen Ungleichgewichten der Landes sowie der Inflationsdruck die Zinsen im Inland weiter nach oben treiben könnten.

Wir sind auf ein derartiges Szenario vorbereitet und behalten unsere defensive Haltung gegenüber der türkischen Lira und Lokalwährungsanleihen bei.

7. Zum Zeitpunkt der Wahlen verzeichnete der türkische Aktienmarkt ein neues Tief. Können wir nun von einer Erholung ausgehen?

Nicht unbedingt. Sentiment-getriebene Indexgewinne sind oftmals kurzfristiger Natur und Währungsfluktuationen bei ausländischen Investoren können sämtliche in Lokalwährung eingefahrenen Gewinne wieder zunichte machen.

Das politische Risiko hat sich aufgrund des Wahlausgangs gebessert und könnte sich weiter verbessern, falls der Ausnahmezustand aufgehoben würde und die Zusammensetzung der neuen Regierung von Investoren als positives Signal wahrgenommen wird. Angesichts der schlechten Performance des Marktes bis dato heuer könnte es tatsächlich eine kurzfristige Erholung („relief rally“) geben.

Man könnte in diesem Kontext auf die Performance nach dem Präsidentschaftsreferendum im April 2017 verweisen, als der türkische Aktienindex mehr als 30% (in USD) innerhalb von fünf Monaten zulegte. Allerdings ist die derzeitige Situation eine andere. 2017 war die Stimmung gegenüber Aktien aus den Schwellenländern generell positiv. Heuer hingegen hat die gesamte Vermögensklasse mit Problemen zu kämpfen. Zweitens: die Wirtschaftserholung in Europa, d.h. dem wichtigsten Handelspartner der Türkei, erreichte im zweiten Halbjahr 2017 seinen Höhepunkt und hat sich seither abgeschwächt. Drittens: die türkischen Aktivitätsindikatoren verbesserten sich im Verlauf des Vorjahres, während sie sich heuer eher gegen Süden bewegen. Und schließlich haben sich die Ungleichgewichte des Landes – die Handelsbilanz, das Budget und die Inflation – in den letzten zwölf Monaten verschlechtert, die Zinsen damit noch oben getrieben und die Möglichkeiten der Regierung, die Wirtschaft weiter zu stimulieren, beschnitten.

Es überrascht im Lichte dieser Entwicklungen daher nicht, dass der türkische Markt von Anfang des Jahres bis Mitte Juni etwa 30% in TRY bzw. etwa 35% in USD verlor. Das hat zur Folge, dass der Markt nun lediglich mit einem Forward-KGV von 7x gehandelt. Das ist die niedrigste Bewertung seit der Finanzkrise und impliziert einen Abschlag von 45% gegenüber dem EM-Vergleichswert (was ein doppelt so hoher Diskont ist wie im Durchschnitt der letzten zehn Jahren).

In Anbetracht der langfristigen wirtschaftlichen Attraktionen des Landes wie etwa die günstige Demographie und der erfolgreiche, wettbewerbsstarke Export-Sektor, schaut die derzeitige Aktienmarktbeurteilung nach einem attraktiven Einstiegsniveau aus. Allerdings gibt es angesichts der beschriebenen Makro-Probleme und des Risikos einer anhaltenden wirtschaftspolitischen Fehlsteuerung keine Garantie (die gibt es aber auf Finanzmärkten ohnedies nie), dass die Einstiegsniveaus nicht noch weiter fallen. Das für 2018 erwartete Gewinnwachstum ist laut Konsensus positiv, aber deutlich unterhalb der Inflation, und in den letzten Wochen waren die Gewinnrevisionen zudem auf der negativen Seite.

In unserem türkischen Aktienfonds sind wir defensiv aufgestellt, was sich im Portfolio-Beta von 0,8 relativ zum breiten Marktindex und einer erhöhten Cash-Position manifestiert. In der Sektorallokation sind wir bezüglich Bankaktien vorsichtig, da Banken normalerweise in makroökonomischen Stressperioden besonders leiden, und fokussieren uns auf Aktien exportorientierter Produktionsunternehmen.

8. Die nächsten Ereignisse, auf die man ein Auge haben sollte:

- Ankündigung des neuen Kabinetts KW 28
- Aufhebung des Ausnahmezustands Juli 2018
- MPC-Meeting Juli 2018
- Inflations-Bericht Ende Juli 2018
- Budget-Vorschlag für 2019 Oktober 2018
- Kommunalwahlen März 2019

Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idGF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt. Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com abrufbar und stehen dem/der interessierten AnlegerIn kostenlos am Sitz der Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere AnlegerInnen und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer AnlegerInnen hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.



Peter Szopo

Peter Szopo ist seit März 2015 Chief Equity Strategist der Erste Asset Management. Zuvor war er bereits als Berater für das Aktienfondsmanagement der Erste Asset Management für Zentral- und Osteuropäische Aktienmärkte tätig. Von November 2009 bis April 2013 war er Leiter der Researchabteilung der Alfa-Bank in Moskau.

Nach seiner Research-Arbeit im WIFO (Austrian Institute of Economic Research) von 1978 bis 1990 arbeitete er als Wertpapierspezialist in verschiedenen leitenden Funktionen bei international renommierten Investmentbanken. Die Funktion „Head of Research“ hatte er während dieser Zeit beispielsweise bei der Creditanstalt Investmentbank, UniCredit Bank Austria, bei Robert Fleming Securities und bei Bank Sal. Oppenheim inne.

Neben seiner Analysetätigkeit war er von 1997 bis 2000 bei der Eastfund Management als Fondsmanager für Zentral- und Osteuropa Aktien tätig.