



Freitag, 03. Dezember 2021, 17:00 Uhr
~9 Minuten Lesezeit

Finanzbeben am Bosporus

Auch auf der Ebene der Finanzmärkte wird die Türkei zum Erdbebengebiet — die Auswirkungen könnten global hochdramatische Folgen haben.

von Christian Kreiß
Foto: Vladyslav Travel photo/Shutterstock.com

Die Lockdowns seit März 2020 haben zu einer Schwächung der Wirtschaftskraft, insbesondere vieler mittlerer und kleiner Unternehmen, und gleichzeitig zu einer Schuldenexplosion geführt. Die weltweiten Schulden sind heute so hoch wie noch nie und sowohl absolut als auch im Verhältnis zur Wirtschaftskraft deutlich höher als bei Ausbruch der Finanz- und Schuldenkrise 2008. Die Immobilienpreise sind gegenüber 2007 erheblich gestiegen – und schon damals waren sie so hoch, dass dadurch eine weltweite

Krise ausgelöst wurde. Die Aktien sind momentan so teuer wie fast noch nie in den letzten 150 Jahren. Solch hohe Kurse haben in der Geschichte immer einen Crash ausgelöst. In den Augen des Autors droht eine zweite Finanzkrise, die deutlich härter werden dürfte als die erste, weil der Bereinigungsbedarf heute sehr viel größer ist als 2008. Wodurch könnte eine Finanzkrise 2.0 ausgelöst werden und wie könnte sie ablaufen? Auf die erste Frage gibt es eine naheliegende Antwort: durch die Türkei.

Höchster Weltschuldenstand der Geschichte

Die weltweiten Schulden haben Mitte 2021 mit 296.000 Milliarden beziehungsweise 296 Billionen US-Dollar den höchsten Stand aller Zeiten erreicht. Sie lagen um 36 Billionen Dollar höher als vor den Lockdowns ab März 2020 und betragen 353 Prozent der Weltwirtschaftskraft (1). Auf jeden Dollar Sozialprodukt kommen derzeit also 3,50 Dollar Schulden. Damit sind die Schulden sowohl absolut wie im Verhältnis zur Wirtschaftskraft heute deutlich höher als 2008.

Damals waren sie zu hoch, was zur Finanz- und Schuldenkrise 2007 bis 2009 führte. Durch die Lockdowns wurde 2020 eine Jahrhundertkrise ausgelöst und gleichzeitig ein Schuldensprung wie noch nie in Friedenszeiten herbeigeführt. Wie sollen die Lockdown-geschwächten Unternehmen, Staaten und Haushalte die sprunghaft gestiegenen Schulden bedienen oder gar zurückzahlen?

Verschlechterung der Bonitätsstruktur

Die Zahl von sogenannten Zombie-Unternehmen, die die letzten 10 bis 15 Jahre eigentlich nur wegen der extrem niedrigen Zinsen überleben konnten, ist beachtlich (2). Die Schulden von bonitätsschwachen Unternehmen (sogenannte high yield oder BBB-geratete Anleihen) sind in den USA in den letzten 10 Jahren wegen des historisch einzigartig niedrigen Zinsniveaus sprunghaft gestiegen (3). Einige Länder wie Griechenland oder Italien haben derart hohe Staatsschulden, dass deren Bedienung bei steigenden Zinsen leicht zu Problemen führen könnte.

Historisch hohe Immobilienpreise und Aktienkurse

Die Finanz- und Schuldenkrise 2007 bis 2009 wurde durch zu hohe Immobilienpreise ausgelöst. Als die Immobilienblase platzte, begann die Finanzkrise. Heute sind die Immobilienpreise weltweit sowohl absolut wie auch im Verhältnis zu den Medianeinkommen signifikant höher als 2008 (4).

Aktien, vor allem US-Aktien sind heute so teuer wie fast noch nie in der Geschichte. Das Shiller PE Ratio des S&P 500 ist derzeit mit 39,5 fast zweieinhalb Mal so hoch wie im Durchschnitt der letzten 150 Jahre (5): Man muss heute für einen Dollar Unternehmensgewinn einen etwa zweieinhalb Mal so hohen Aktienpreis bezahlen wie in den letzten eineinhalb Jahrhunderten. Nur 1929 und 2000 waren Aktien ähnlich teuer wie heute. Beide Male kam es kurz darauf zu einem Börsencrash.

Zwischenergebnis

An den internationalen Anleihe-, Schulden-, Immobilien- und Aktienmärkten hat sich meiner Einschätzung nach eine erhebliche *asset bubble* aufgebaut. Die Bewertungen der Vermögensgegenstände haben sich mittlerweile weit von der realen Wirtschaftskraft entfernt, sie sind seit Jahrzehnten weit stärker gestiegen als die tatsächliche Wirtschaftsleistung (6). Diese Entwicklung hat sich durch die jahrzehntelange Nullzinspolitik wichtiger Notenbanken, die Lockdowns und das viele frisch gedruckte Notenbankgeld noch erheblich beschleunigt: In den USA hat sich Zentralbankgeldmenge in den letzten 15 Jahren etwa verzehnfacht, im Euroraum verachtfacht (7).

Trotzdem glauben viele Investoren immer noch, dass ihre Vermögen voll werthaltig sind. Das ist aber eine große Illusion. Die Buchwerte der Vermögensgegenstände sind schon lange nicht mehr in vollem Umfang durch die reale Wirtschaftsleistung unterlegt.

In dem Moment, in dem die Anleger in größerem Umfang versuchen, ihre Schulden oder ihr in andere Vermögensgegenstände investiertes Geld zurückzubekommen, werden sie feststellen, dass das unmöglich ist. Viele Schuldner sind hoffnungslos überschuldet, eine Rückzahlung geht weit über ihre Kraft. Wenn das den Investoren bewusst wird, dürften die Kurse und Preise weltweit zu purzeln anfangen und einen Schulden-, Immobilien- sowie Börsencrash auslösen. Was könnte der Auslöser dafür sein? Möglicherweise die Türkei.

Der Absturz der türkischen Lira

Am 25. November 2021 betrug der Wechselkurs der türkischen Lira

zum US-Dollar etwa 12 Lira pro Dollar (8). Mitte September lag der Kurs noch bei ungefähr 8,50. Heute bekommt man also gut 40 Prozent mehr Lira pro Dollar als vor zwei Monaten. Vor fünf Jahren, im November 2016 stand die Lira bei circa 3,50. Heute bekommt man also beinahe dreieinhalb Mal so viele Lira pro Dollar wie vor fünf Jahren. Anders ausgedrückt: Die Lira hat sich in den letzten fünf Jahren im Wert beinahe geviertelt.

Hohe türkische Schulden in Fremdwährung

Die Türkei hatte im 2. Quartal 2021 laut Global Debt Monitor Schulden von insgesamt circa 153 Prozent vom Bruttoinlandsprodukt (9). Bei einem BIP von rund 720 Milliarden US-Dollar 2020 (10) entspricht das etwa Schulden in Höhe von 1.100 Milliarden Dollar. Die Auslandsschulden betragen im zweiten Quartal 2021 446 Milliarden Dollar (11). Das entspricht 62 Prozent des BIP.

Nach Berechnungen des Institute of International Finance beliefen sich die Schulden der Türkei in ausländischer Währung zur Jahresmitte 2021 auf 80 Prozent vom BIP (12). Das wären ungefähr 576 Milliarden Dollar. Die Türkei hat also erhebliche Fremdwährungsverbindlichkeiten. Das heißt, wenn die Lira sich abschwächt, wird das Bedienen der Fremdwährungsschulden schwieriger. Ein beträchtlicher Teil dieser Schulden muss innerhalb der nächsten 12 Monate zurückgezahlt werden. Ende September 2021 waren das, je nach Abgrenzung, 125 bis 168 Milliarden Dollar (13). Wie sollen diese Schulden angesichts des Lira-Absturzes zurückbezahlt werden?

Allein türkische Unternehmen haben derzeit 33,8 Prozent vom BIP beziehungsweise über 240 Milliarden US-Dollar

Fremdwährungsschulden (14). Wenn man die Verbindlichkeiten in Lira umrechnet heißt das, dass diese Unternehmen in türkischer Lira nun gut 40 Prozent mehr Schuldendienst leisten müssen als noch vor zwei Monaten oder 3,4 Mal so viel wie vor 5 Jahren. Konkret: Wenn ein Unternehmen vor fünf Jahren 100 Millionen Dollar Kredit aufgenommen hat, bekam es damals 350 Millionen Lira dafür.

Heute muss das Unternehmen 1.200 Millionen Lira zurückbezahlen. Das könnte manche Unternehmen in Liquiditätsschwierigkeiten bringen und zu Problemen beim Schuldendienst führen. Das Gleiche gilt für die türkische Regierung, die mit 23 Prozent vom BIP in ausländischer Währung verschuldet ist und türkische Banken, die ebenfalls Fremdwährungsschulden in Höhe von 23 Prozent vom BIP haben (15).

Türkei vor Finanzkrise?

Kurz: Der dramatische Absturz der Lira könnte und dürfte dazu führen, dass so mancher türkische Schuldner in Rückzahlungsprobleme kommt. Das ist umso wahrscheinlicher, als das Vertrauen der türkischen Konsumenten im November 2021 den tiefsten Stand seit Beginn der Datenerhebung 2004 erreichte. (16) Die Prognosen für den Inlandskonsum und damit für die wirtschaftliche Entwicklung sind also denkbar schlecht, trotz steigender Exporte. Auch die Inflationsrate von derzeit knapp 20 Prozent trägt nicht gerade zur Vertrauensbildung der Konsumenten und zu Optimismus bei der Währungsentwicklung bei (17).

Dazu kommt, dass auch die langfristigen Zinsen in der Türkei in den letzten Monaten dramatisch gestiegen sind. Türkische Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit haben derzeit einen Zins von über 20 Prozent, das sind etwa acht Prozentpunkte mehr als vor

einem Jahr (18). Also auch eine Refinanzierung über den Inlandsmarkt ist für viele Schuldner derzeit extrem teuer und keine einfache Lösung.

Auswirkungen türkischer Finanzprobleme auf die Weltfinanzmärkte

Angesichts des selbst im internationalen Vergleich relativ hohen Gesamtbetrages der Fremdwährungsschulden von über 570 Milliarden US-Dollar könnten sich Zahlungsprobleme türkischer Schuldner schnell auf die Weltanleihemärkte übertragen und dort zu Kursrückgängen führen. Es ist also gut möglich, dass türkische Finanzprobleme eine Erschütterung an den Bondmärkten nach sich ziehen und dort möglicherweise eine Kettenreaktion auslösen.

Zur Erinnerung: Lehman hatte kurz vor seiner Pleite 2008 Schulden in Höhe von 613 Milliarden Dollar (19). Dieser Betrag hat ausgereicht, um eine Weltfinanzkrise auszulösen. Die Schulden der Türkei haben eine ähnliche Größenordnung und daher möglicherweise ebenfalls das Zeug, eine globale Finanzkrise loszutreten. Ist die Türkei diesmal der erste Dominostein der umfällt, wie es 2008 Lehman war?

Möglicher Ablauf

Wie könnten sich konkret türkische Schuldenprobleme auf die Weltfinanzmärkte auswirken? Wenn die ersten türkischen Gläubiger ihren Schuldendienst nicht mehr bedienen können, dürfte das zu einem Kurssturz bei türkischen Anleihen führen. Solche Turbulenzen in einem wichtigen Schwellenland führen leicht zu

Ängsten der Anleger und zu einer allgemeinen Flucht aus riskanten Anleihen durch Investoren an den Bondmärkten. Konkret dürften zunächst die Anleihen auch anderer Schwellenländer unter Druck kommen und zu Kapitalabzügen durch die Industrieländer, insbesondere der USA (20), aus riskanten Schwellenländern führen.

Wie bei der Südostasienskrise Ende der 1990er Jahre bringt dies schnell Währungsturbulenzen, genauer Währungsabstürze von Schwellenländern mit sich. Aber nicht nur Anleihen in Schwellenländern dürften Probleme bekommen, sondern auch bonitätsschwache Schuldner in Industrieländern, insbesondere High-Yield Bonds und BBB-Anleihen, Stichwort Zombie-Unternehmen, könnten unter die Räder kommen.

Wenn ein solcher Vertrauensverlust beziehungsweise eine solche Angst weiter um sich greift, wie beispielsweise 1907 oder 1929, und zur Panik wird, dann kann dies recht schnell auch die Aktienmärkte mit nach unten reißen.

Auch die Immobilienpreise würden dann eine starke Korrektur erleben, weil die Immobilien mit ungeheuren Mengen an Schulden finanziert sind. Die internationalen Anleihe- beziehungsweise Bondmärkte waren Ende 2020 mit einem Marktvolumen von 123,5 Billionen Dollar größer als die weltweiten Aktienmärkte mit 105,8 Billionen Dollar (21). Mit anderen Worten: Es ist weltweit mehr Geld in Anleihen investiert als in Aktien. Wenn die Bondmärkte in die Knie gehen, können sie daher mit Leichtigkeit die Aktienmärkte mit nach unten ziehen.

Letztlich beruht das Funktionieren aller Schuldbeziehungen, aller Kredit- und insbesondere der riesigen Anleihemärkte auf dem Glauben der Geldgeber, auf dem Vertrauen, dass das Geld zurückbezahlt werden wird. Das Wort Kredit kommt von credere, glauben. Wenn der Glaube der Gläubiger, das Vertrauen der

Investoren bricht, dann führt dies zu einem allgemeinen Crash an den Finanzmärkten. Die Auswirkungen auf die Realwirtschaft wären verheerend. Auch der Euro könnte dann in Frage gestellt werden, was unabsehbare ökonomische und gesellschaftliche Verwerfungen in Kontinentaleuropa nach sich ziehen würde.

Steht die Finanzkrise 2.0 bevor?

Das Crashpotenzial an den Aktienbörsen, den Bond- und Immobilienmärkten ist heute deutlich höher als 2008. Der Sturz könnte also wesentlich tiefer werden als während der Finanzkrise 2007 bis 2009. Die Schulden der Türkei könnten heute eine ähnliche Rolle spielen wie die Schulden von Lehman 2008 und der Auslöser einer zweiten Finanzkrise sein. Die dürfte deutlich schlimmer werden als die erste. Ich denke, die Zeichen stehen auf Sturm, möglicherweise einen perfekten Sturm.

Quellen und Anmerkungen:

(1)

https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_September2021_vf.pdf

https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_September2021_vf.pdf

(2) <https://www.bis.org/publ/work882.pdf>

<https://www.bis.org/publ/work882.pdf>

(3) <https://www.occ.gov/publications-and-resources/publications/economics/on-point/pub-on-point-business-debt.pdf> (<https://www.occ.gov/publications-and-resources/publications/economics/on-point/pub-on-point-business-debt.pdf>)

[business-debt.pdf](#)

(4) Economist Apr 9th 2021

(5) <https://www.multpl.com/shiller-pe>

<https://www.multpl.com/shiller-pe>

(6) Metzler Asset Management, USA insgesamt Frankfurt/M. 6. August 2018

(7) <https://tradingeconomics.com/united-states/central-bank-balance-sheet>

<https://tradingeconomics.com/united-states/central-bank-balance-sheet>,

<https://tradingeconomics.com/euro-area/central-bank-balance-sheet>

<https://tradingeconomics.com/euro-area/central-bank-balance-sheet>

(8) https://www.finanzen.net/devisen/us_dollar-tuerkische_lira-kurs

https://www.finanzen.net/devisen/us_dollar-tuerkische_lira-kurs) 23.24 Uhr

(9)

https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_September2021_vf.pdf

https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_September2021_vf.pdf

(10) [https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?](https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=TR)

[locations=TR](https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=TR)

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=TR>

(11) <https://tradingeconomics.com/turkey/external-debt>

<https://tradingeconomics.com/turkey/external-debt>);

<https://www.aa.com.tr/en/economy/turkeys-external-gross-debt-stock-at-4484b-in-q1-of-2021/2289831>

<https://www.aa.com.tr/en/economy/turkeys-external-gross-debt-stock-at-4484b-in-q1-of-2021/2289831>

(12)

https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_September2021_vf.pdf

https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_September2021_vf.pdf

[20Monitor_September2021_vf.pdf](#)

(13)

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Statistics/Balance+of+Payments+and+Related+Statistics/Short+Term+External+Debt+Statisticss/>

[\(https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Statistics/Balance+of+Payments+and+Related+Statistics/Short+Term+External+Debt+Statisticss/\)](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Statistics/Balance+of+Payments+and+Related+Statistics/Short+Term+External+Debt+Statisticss/)

(14)

https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_September2021_vf.pdf

[\(https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_September2021_vf.pdf\)](https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_September2021_vf.pdf)

(15)

https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_September2021_vf.pdf

[\(https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_September2021_vf.pdf\)](https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_September2021_vf.pdf)

(16) <https://tradingeconomics.com/turkey/consumer-confidence> (<https://tradingeconomics.com/turkey/consumer-confidence>)

(17) <https://tradingeconomics.com/turkey/inflation-cpi>
(<https://tradingeconomics.com/turkey/inflation-cpi>)

(18) <https://tradingeconomics.com/turkey/government-bond-yield> (<https://tradingeconomics.com/turkey/government-bond-yield>)

(19) https://www.rns-pdf.londonstockexchange.com/rns/8436Z_1-2008-7-24.pdf
(https://www.rns-pdf.londonstockexchange.com/rns/8436Z_1-2008-7-24.pdf)

(20) Capital Markets Fact Book July 2021:

<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf> (<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf>), Seite 52f.

(21) <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf> (<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf>)



Christian Kreiß, Jahrgang 1962, ist Bundestagskandidat für **dieBasis**. Er studierte Volkswirtschaftslehre und promovierte in München über die Große Depression 1929 bis 1932. Nach sieben Jahren Berufstätigkeit als Investmentbanker in verschiedenen Geschäftsbanken unterrichtet er seit 2002 als Professor für Finanzierung und Wirtschaftspolitik an der Hochschule Aalen. Er ist Autor mehrerer Bücher. Weitere Informationen unter [www.menschengerechthewirtschaft.de](http://menschengerechthewirtschaft.de) (<http://menschengerechthewirtschaft.de/>).

Dieses Werk ist unter einer **Creative Commons-Lizenz (Namensnennung - Nicht kommerziell - Keine Bearbeitungen 4.0 International** (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.de>)) lizenziert. Unter Einhaltung der Lizenzbedingungen dürfen Sie es verbreiten und vervielfältigen.