



Die Türkei und das Kreuz mit der Währungssouveränität

Von Heiner Flassbeck und Friederike Spiecker | 13.4.2021

Der Fall Türkei zeigt, Währungssouveränität ist eine Fata Morgana. Um sich aus der Spekulationsfalle zu befreien, wird sich das Land mit seiner Inflationsrate der westlichen Welt anpassen müssen.

Der Kurs der türkischen Lira steht seit Monaten im Fokus der internationalen Finanzmärkte. Der türkische Präsident versucht mit immer neuen Personalrochaden das zu verhindern, was ihm die „Experten“ der internationalen Presse und die internationalen Institutionen raten, nämlich endlich mit noch viel höheren Zinsen und „Reformen“ die Inflationsspirale, in der sein Land steckt, zu beenden und so auf den Weg der Preisstabilität und des Wachstums zurückzukehren.

Der türkische Präsident Erdogan, wiewohl selbst kein Ökonom, scheint den Eindruck zu haben, diese Ratschläge seien mit Vorsicht zu genießen. Denn offenkundig halten diejenigen, die solche Ratschläge verbreiten, in ihren eigenen Ländern die Zinsen nahe oder sogar unter null, weil sie wirtschaftliche Rückschläge befürchten. Genau das befürchtet aber auch Erdogan, dessen Land sich ebenfalls in einer tiefen Rezession befindet.

Was ist Währungssouveränität?

Die türkische Entwicklung steht auch in auffälligem Gegensatz zu den Heilsversprechen, die manche ökonomischen Theorien wie die MMT (Modern Monetary Theory) allen Ländern machen, die über „eigene“ Währungen verfügen oder, wie es manchmal heißt, die sich für „Währungssouveränität“ entschieden haben (so Paul Steinhardt vor einigen Wochen [hier](#)). Offenkundig hat sich die Türkei für Währungssouveränität entschieden, nur – es hilft ihr nichts.

Der Türkei fällt es auch schwer, so viel eigenes Geld zu drucken, wie sie für die Überwindung der Rezession braucht, und gleichzeitig die Zinsen niedrig zu halten, obwohl die MMT behauptet, genau das könnten alle Länder mit eigener Währung jederzeit tun. Man sieht, hinschreiben kann man vieles, ob es sich in der Praxis umsetzen lässt, ist eine ganz andere Frage.

Was hat die Türkei falsch gemacht, obwohl sie sich seit langem für einen Status entschieden hat, der bei oberflächlicher Betrachtung wie Währungssouveränität aussieht? Sieht man sich die Inflationsentwicklung der vergangenen 20 Jahre an, fällt auf, dass die Inflationsrate seit Erdogans Machtübernahme im Jahr 2003 weitgehend stabil auf einem mittelhohen Niveau war und bis auf die letzten Jahre nie über zehn Prozent gestiegen ist. Die tendenzielle Übereinstimmung mit der Entwicklung der Lohnstückkosten ist wie in den meisten Ländern [\[1\]](#) auch hier offenkundig (Abbildung 1).

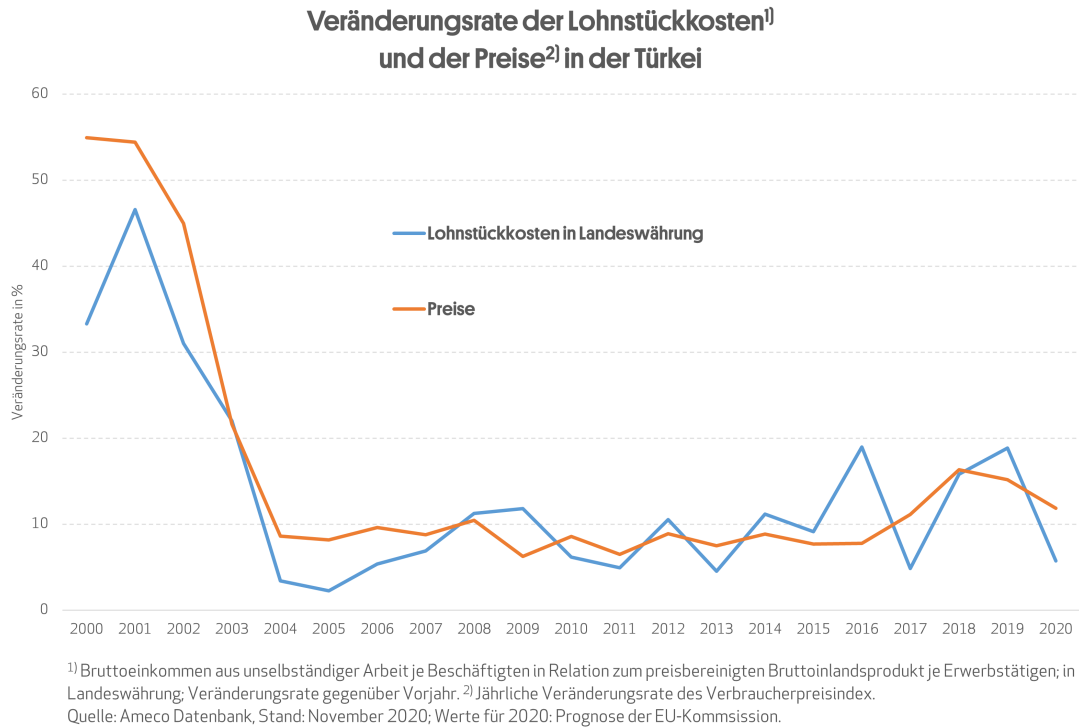


Abbildung 1

In Sachen reale Wirtschaftsentwicklung war die Türkei über viele Jahre sehr erfolgreich, wie Abbildung 2 zeigt: Zwischen den großen Rezessionen stieg das Wachstum jeweils weit über die Werte, die in Deutschland und in der Eurozone erreicht wurden. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass sich der türkische Präsident bis 2017 als erfolgreicher Wirtschaftspolitiker feiern konnte und daher oft in die türkische Führungsposition wiedergewählt wurde (ab 2003 war er zunächst Ministerpräsident).

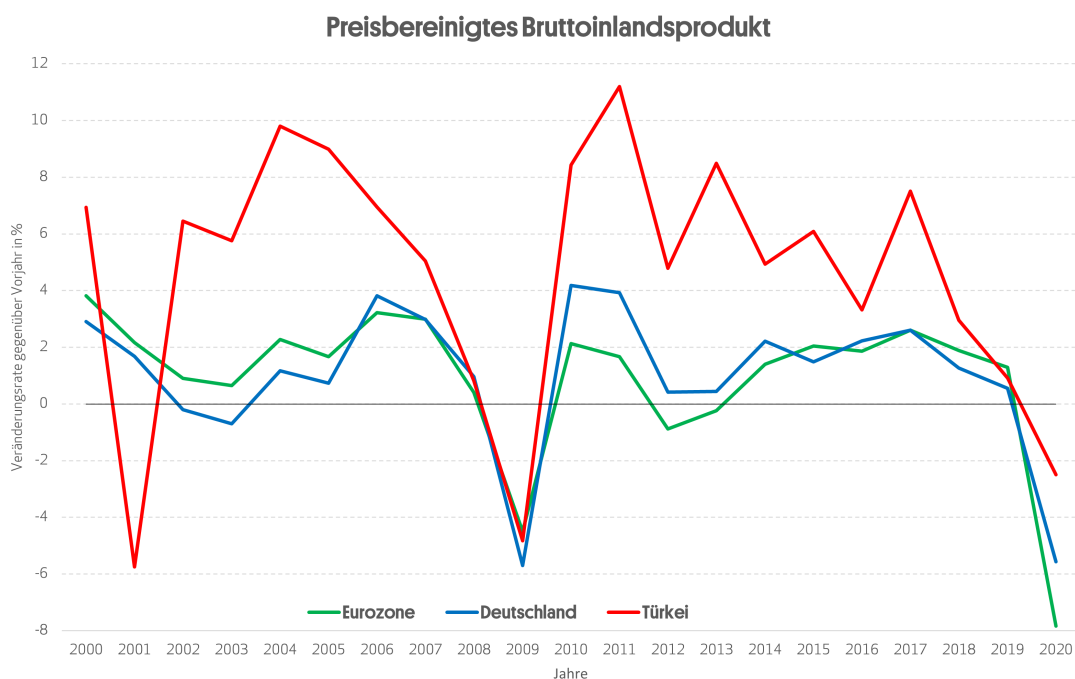


Abbildung 2

Warum ist ein Land mit einer solchen Wachstumsperformance und stabilen, wengleich relativ hohen Inflationsraten in monetären Fragen nicht souverän? Warum kann die Währung nicht Jahr für Jahr um etwa acht Prozent gegenüber Euro und Dollar abwerten, also ungefähr um die Inflationsdifferenz zu den Währungen der wichtigsten Handelspartner? Denn das würde dem Land wenigstens die Möglichkeit verschaffen, sich mit seinen Zinsen an der eigenen realen Wachstumsentwicklung zu orientieren und nicht, wie jetzt zur Bekämpfung der Inflation gefordert, einen geldpolitischen Kurs einzuschlagen, der eine konjunkturelle Erholung abwürgt. Antwort: Weil es bei offenen Güter- und Kapitalmärkten keine Konstellation der relevanten Größen (Zinsen, Preise, Wechselkurse) gibt, bei der eine *kontinuierliche* Abwertung der türkischen Währung *in der notwendigen Größenordnung* von den Marktconstellationen her möglich wäre.

Die Zentralbank eines Land mit einer Inflationsrate von zehn Prozent muss immer deutlich höhere Zinsen setzen als die eines Landes mit zwei Prozent Inflation, weil sie – genau wie die Zentralbank des preisstabilen Landes – darauf bedacht ist, keine noch höhere Inflationierung durch sehr niedrige oder negative Realzinsen zu riskieren. Dabei kann in beiden Ländern der gleiche Realzins herrschen oder zumindest ein Realzins, der in einer einigermaßen festen Relation zur Wachstumsrate des jeweiligen Landes steht (also etwa ein Realzins,

der immer um einen oder zwei Prozentpunkte unter der Wachstumsrate des Landes liegt).

Carry trade

Wenn aber ein Land mit offenen Märkten und einer im internationalen Vergleich sehr guten Wachstumsentwicklung („emerging market“ genannt) hohe Nominalzinsen festlegt, gerät es mit seiner Währung sehr schnell in eine Spekulationsschleife, aus der es keinen einfachen Ausweg gibt. Diese Konstellation ist nämlich dadurch gekennzeichnet, dass es eine Zinsdifferenz (in der langen und in der kurzen Frist) „zugunsten“ des emerging market gibt. Für den global agierenden, nach lukrativen Anlagen suchenden Finanzinvestor ist das ein klares Signal – um nicht zu sagen "gefundenes Fressen". Da die Zinsen sowohl im preisstabilen (und zugleich eher wachstumsschwachen) Industrieland wie im emerging market von den Zentralbanken gesetzt bzw. weitgehend bestimmt werden, gibt es sogar eine gewisse Stabilität der Zinsdifferenz, so dass der Finanzinvestor mit einigermaßen stabilen Erwartungen bezüglich der Dauer der vorhandenen Zinsdifferenz arbeiten kann. Denn die Notenbanken passen die Zinsen – gemessen an den Möglichkeiten, kurzfristig Geld irgendwo auf der Welt zu „investieren“ – nicht sehr häufig an.

Folglich ist das einfachste und absolut naheliegende Geschäft, das ein Finanzinvestor vornehmen kann, die simple Operation, bei der er sich Geld in einem Niedrigzinsland leiht (also vermutlich einem Industrieland) und es in einem Hochzinsland (vermutlich einem emerging market) anlegt, nachdem er seine Finanzierungswährung (die funding currency) in die Währung des Hochzinslandes (seine asset currency) umgetauscht hat.

Das ist die Operation, die man an den Finanzmärkten „carry trade“ nennt. Man bewegt Geldkapital von einem Niedrigzins- in ein Hochzinsland. Man kann dieses Geschäft offenbar für nahezu beliebige Perioden durchführen. Von einer Minute bis zu drei Monaten ist jedenfalls jede Anlageperiode möglich, wenn das Hochzinsland über einen halbwegs entwickelten Finanzmarkt verfügt, bei dem professionelle Geschäfte ohne allzu große Transaktionskosten auch über ganz kurze Fristen möglich sind. Viel längere Fristen sind risikoreicher, weil die Notenbanken die Grundkonstellation ändern können.

Das ist eine Ausgangsposition, bei der wissenschaftlich arbeitende Ökonomen hellhörig werden müssten. Wenn es möglich ist, dass in großen Mengen Kapital

von Niedrigzinsländern in Hochzinsländer fließt, wo soll dann die Abwertung der Währung herkommen, die ein Hochzins-Hochinflation-Land doch braucht, um international wettbewerbsfähig zu bleiben, um also keine absoluten Kostennachteile zu erleiden, die es auf Dauer in eine unhaltbare Verschuldungssituation treiben? Diese einfache Frage wird bis heute in der Ökonomik weltweit praktisch niemals gestellt, geschweige denn beantwortet. Der Grund dafür ist wohl, dass es keine wirklich gute Antwort gibt.

Das Dilemma

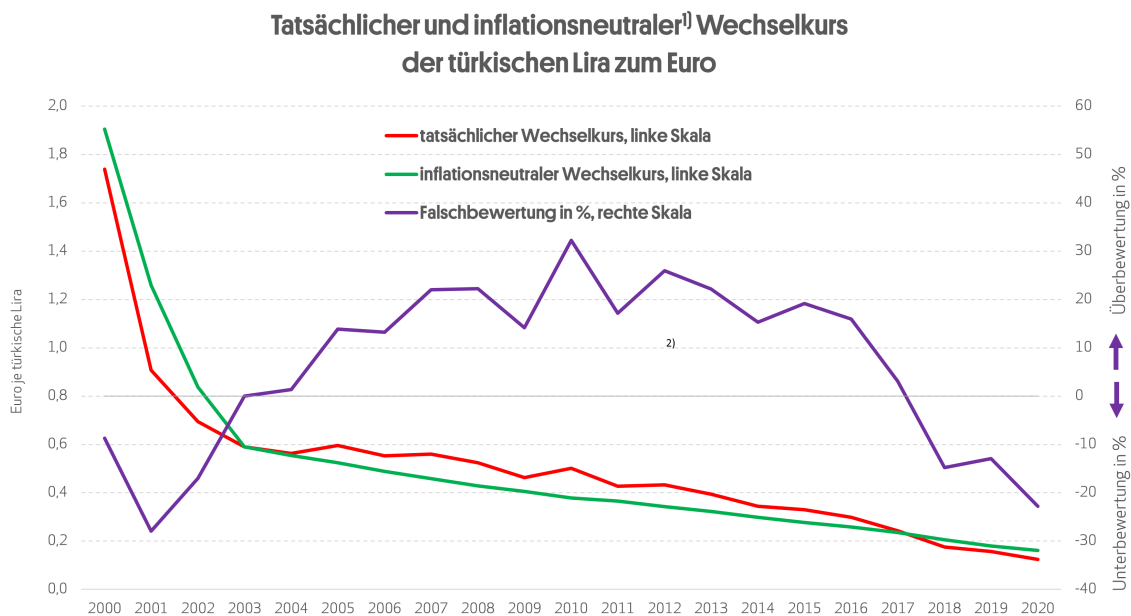
Um zu verhindern, dass die Türkei früher oder später in die Falle einer massiven Überbewertung gerät, hätte die türkische Zentralbank durch permanente Interventionen am Devisenmarkt konsequent für eine Abwertung der eigenen Währung sorgen müssen, die den Inflationsdifferenzen zu den Handelspartnern entsprochen hätte. Eine Möglichkeit, das zu erreichen, wäre ein laufender Ankauf von Devisen gewesen, solange carry trader den Wert der türkischen Lira durch ihre Währungsnachfrage über das realwirtschaftlich gerechtfertigte Maß hinaus nach oben trieben. Aber wo wäre da die Währungssouveränität geblieben? Denn ein Ende der Notwendigkeit, Devisen anzukaufen und dafür die eigene Währung massenhaft zu verkaufen, wäre nicht absehbar gewesen, solange die Zentralbank die Nominalzinsen aufgrund des Inflationsniveaus höher ansetzte als die Nominalzinsen der preisstabileren Industrieländer.

Die andere Möglichkeit wäre gewesen, das Zinsniveau zu senken. Das hätte zwar die Attraktivität der carry trade-Geschäfte und damit den spekulationsgetriebenen Aufwertungsdruck verringert, nur gleichzeitig auch die internen Inflationsgefahren beflügelt. Einer Überhitzung der Wirtschaft wäre dann Tür und Tor geöffnet worden und im Gefolge ein Absturz der Währung an den Devisenmärkten, der über ein sinnvolles Maß hinausgeschossen wäre – eine ebenso unerwünschte Konstellation. Denn die sich dann schlagartig verteuernenden Importe liefern – zumindest wenn es sich um kurz- und erst recht um langfristig nicht durch landesinterne Alternativen ersetzbare Güter wie etwa Rohstoffe handelt – die Grundlage für die nächste Inflationsbeschleunigung. Erneut zeigt sich: In einer Welt des internationalen Handels mit Gütern, Kapital und Währungen gibt es de facto keine Währungssouveränität, auch wenn ein Land eine "eigene" Währung hat.

Devisenbewirtschaftung wäre eine dritte Möglichkeit. Doch ist sie mit einer spürbaren internationalen Handelsverflechtung auf realwirtschaftlicher Ebene nur

schwer vereinbar: Eine Abschottung des Devisenmarkts geht praktisch nicht mit mehr oder weniger offenen Gütermärkten einher. Eine Kontrolle der internationalen Kapitalbewegungen ist einem einzelnen Land nahezu unmöglich, wie das Beispiel Brasilien lehrt, das sich ebenfalls nicht gegen carry trades zu wehren im Stande war.

Folglich hat die Türkei das getan, was fast alle emerging markets in der gleichen Situation getan haben: Man hat die Aufwertung laufen lassen und war obendrein stolz auf die Aufwertung der Lira und auf das „Vertrauen“, das die internationalen Märkte und „Investoren“ offenbar in die Währung des Landes setzten. Und das ging genauso lange gut, bis die internationalen Märkte kein Vertrauen mehr hatten. Der Punkt war 2016 erreicht, als die rasante Talfahrt der Lira begann (Abbildung 3).



¹⁾ Der inflationsneutrale Wechselkurs ist ein um die Inflationsdifferenz (Verbraucherpreise) zwischen Eurozone und Türkei bereinigter fiktiver Wechselkurs, der den tatsächlichen Wechselkurs von 2003 zur Grundlage hat. ²⁾ Differenz zwischen tatsächlichem und fiktivem Wechselkurs in % des fiktiven; Werte > 0 bedeuten Überbewertung, Werte < 0 Unterbewertung der türkischen Lira gegenüber dem Euro im Vergleich zum Jahr 2003. Quelle: Ameco Datenbank, Stand: November 2020; Werte für 2020: Prognose der EU-Kommission; eigene Berechnungen.

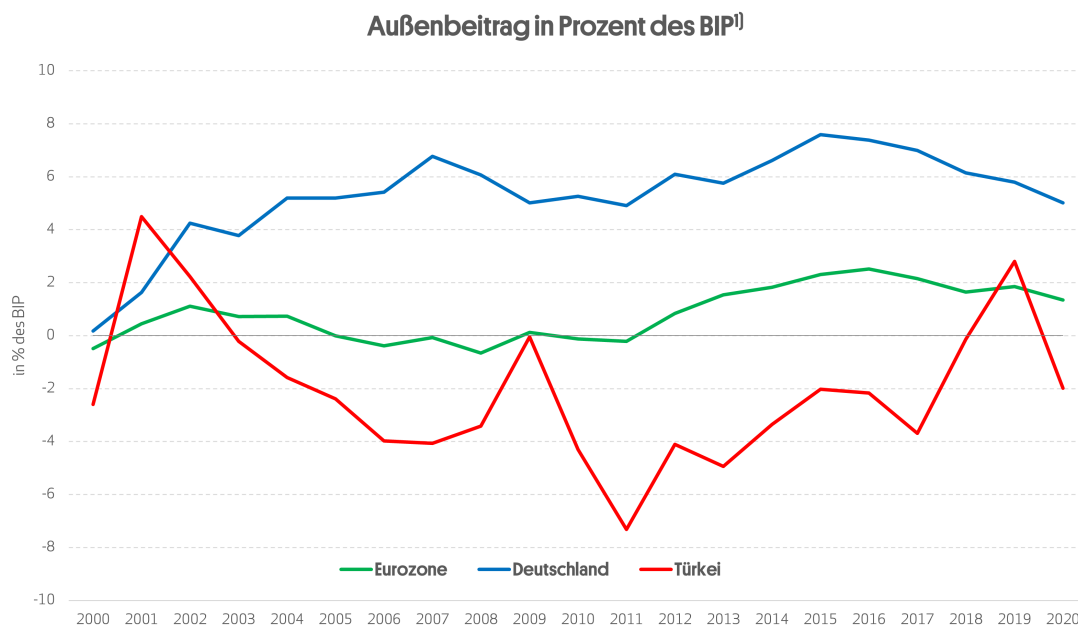
Abbildung 3

Die reale Aufwertung der Lira (und damit der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit) zwischen 2001 und 2016 war beachtlich (in der Abbildung ablesbar am Anstieg der lilafarbenen Kurve der "Falschbewertung"). Zwar sank der tatsächliche nominale Wechselkurs der Lira gegenüber dem Euro schon bis zum Jahr 2016 ziemlich kontinuierlich (von 0,91 auf 0,30 Euro pro Lira). Aber er sank nicht in ausreichendem Maße, um die großen Inflations- und Lohnstückkostendifferenzen

zu den Handelspartnern auszugleichen. Die Falschbewertung, also die ungerechtfertigte reale Aufwertung, betrug im Jahr 2010 über dreißig Prozent.

Spätestens als den „Investoren“ klar wurde, dass die Türkei in der Rezession, die sich 2018 abzeichnete, die Zinsen würde deutlich senken müssen, haben sie das Land blitzartig verlassen. Die dadurch ausgelöste starke Abwertung der Lira führte zu einer Korrektur, die aber die Falschbewertung bis 2020 nicht ganz beseitigte. Inzwischen ist die Lira jedoch noch weiter gefallen.

Ausgelöst wurde die Korrekturbewegung sicher auch von dem deutlich defizitären Außenbeitrag, der klar zeigte, dass die Türkei ein erhebliches Problem mit ihrer Wettbewerbsfähigkeit hatte (Abbildung 4). Seit dem Jahr 2000 gab es nur in den schweren Rezessionsphasen eine Verbesserung der Leistungsbilanz. Natürlich spielte bei der defizitären Außenhandelsbilanz auch das hohe Wachstumstempo des Landes eine Rolle, aber auch das wird von Spekulanten nicht ausreichend gewürdigt, wenn erst einmal eine Korrektur nach unten eingesetzt hat.



¹⁾ Exporte abzüglich Importe von Waren und Dienstleistungen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt; Eurozone: Handelssaldo mit Ländern außerhalb der Eurozone. Quellen: Ameco-Datenbank, Stand November 2020; Werte für 2020: Prognose der EU-Kommission. Eurozone: EZB, Werte bis September 2020.

Abbildung 4

Was folgt?

Man kann sich, um dem Spekulationsdilemma zu entgehen, einem Währungsverbund anschließen, der groß und als Volkswirtschaft geschlossen

genug ist, um gegenüber den großen Weltwährungen wie etwa dem US-Dollar relative Stabilität in den Währungsbeziehungen zu erreichen. Man kann es auch wie China machen, die eigene Inflationsrate mehr oder weniger nach der in den USA ausrichten und zudem mit Devisenmarktinterventionen jeder Aufwertungsspekulation entgegentreten. Doch dafür muss man ein relativ großes Land sein und die Instrumente der Inflationskontrolle (im Wesentlichen die Lohnpolitik) beherrschen. Und auch diese Mixtur wirtschaftspolitischer Möglichkeiten bedeutet die Aufgabe der währungspolitischen Souveränität.

Wie man es auch dreht und wendet, Währungssouveränität ist eine Fata Morgana. Sie kann keine Grundlage für wirtschaftspolitische Beratung sein. Die Wirtschaftspolitik muss in fast allen Ländern mit der Tatsache leben, dass es in einer offenen Weltwirtschaft keine Autonomie gibt, es sei denn, man entscheidet sich für Autarkie. Die Währungsrelationen zwischen den Ländern sind nicht von einem Land souverän bestimmbar, und die Freiheit für Bürger, ihr Geld gegen eine andere Währung zu tauschen, bedeutet zwingend die Kooperation der Staaten bei der Festlegung eines angemessenen Wechselkurses.

Die Türkei muss, wie [hier](#) beschrieben, ihr Lohn-Preis-Problem lösen, um sich aus der Spekulationsfalle zu befreien. Sie muss also Lohnpolitik betreiben – ein Ratschlag, den sie von den Vertretern der westlichen Industrieländer wohl kaum erhalten wird, die dieses wirtschaftspolitische Instrument seit Jahrzehnten tabuisieren. Um dauerhaft erfolgreich zu sein, wird sich auch die Türkei mit ihrer Inflationsrate der westlichen Welt anpassen müssen. "Währungssouveränität" bedeutet dann ein informelles Anlehnen an eine große Währung oder einen Währungsverbund, der bestenfalls keine deflationäre Strategie verfolgt.

[1] vgl. Atlas der Weltwirtschaft Kapitel 11, Abbildungen 11.4 - 11.7