



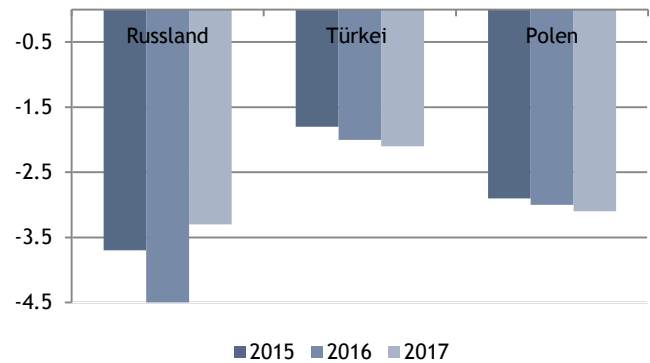
Werden die Regierungen Osteuropas größter Volkswirtschaften unter dem Druck niedriger Ölpreise politische Reformen umsetzen, mit denen sie ihre Wirtschaft und Staatsfinanzen sanieren können? Die Antwort lautet wohl: nein.

Billiges Öl ist für die russische Regierung ein Problem, da der Staatshaushalt zu einem erheblichen Teil aus dem Verkauf des schwarzen Goldes gespeist wird. Dieses Jahr wird der Ölpreis Moskaus Taschen regelrecht durchlöchern – wir rechnen mit einem Haushaltsdefizit von 4,5 % des BIP. Einen Staatsbankrott erwarten wir aber vorerst nicht. Die Notfall-Fonds reichen noch für dieses Jahr. Der Ölpreis darf aber nicht noch weiter fallen. So deuten sich aber auch keine ernstzunehmenden Reformen an. Bloß geplante aber unwahrscheinliche Privatisierungen, höhere Steuern, niedrigere Löhne und Renten sowie außenpolitischen Koordinationsanstrengungen zur Anhebung des Ölpreises. Der Kreml sucht die Schuld lieber im Ausland und den Ausweg in nationalistischer Politik. Die diesjährigen Parlamentswahlen ändern daran nichts. Regierungen, die sich nur auf ihre Rohstoffeinnahmen verlassen, neigen dazu, sich auch in schlechten Zeiten nicht zu bewegen. Russland leidet unter dem Ressourcenfluch.

Die türkische Regierung hofft immer noch, dass die Preise durch das billige Öl fallen. Die Inflation steigt aber – wegen eines signifikanten Anhebung des Mindestlohns und weil die Importe durch die schwache Lira teurer werden. Die Lira-Schwäche kommt wiederum durch die weiter hohe politische und geldpolitische Unsicherheit. Die Rechtstaatlichkeit wird weiter geschliffen, die Verfassung soll auf Präsident Erdogan maßgeschneidert werden. Durch solche „Reformen“ wird die Sparneigung der türkischen Bevölkerung aber nicht steigen. Investitionen werden deshalb weiter durch ausländisches Kapital gestemmt werden müssen. Die Energieabhängigkeit vom Ausland bleibt bestehen und das klaffende Leistungsbilanzdefizit wird nicht reduziert. Viel mehr scheint die Regierung die Lösung weiter bei der Notenbank zu suchen – schließlich stottert das Wachstum während die Preise steigen. Das liegt aber eher am schwächelnden Fundamentalzustand der türkischen Wirtschaft als an der Geldpolitik. Fiskalisch gibt es jedenfalls wenig Sparpotenzial. Zumal noch ganz andere Faktoren die Staatskasse belasten: Der wiederbelebte Konflikt mit den Kurden und der massive Flüchtlingszustrom aus Syrien.

Die polnische Regierung setzt klar auf Reformen – nur leider nicht auf die richtigen. Statt den immer noch strukturschwachen Osten des Landes aufzubauen, wird vor allem auf fiskalische Strohfeuer, Polarisierung und Konfrontation mit Brüssel gesetzt. Klassischer Populismus ist hier am Werke.

Haushaltsprognosen



In % des BIP. Quelle: Berenberg.

BIP-Prognosen

	2015	2016	2017
Russland	-3,7	-2,6	-0,6
Türkei	3,3	2,9	3,0
Polen	3,5	3,5	3,3

In % gegenüber Vorjahr, Haushalt und Leistungsbilanz in % des BIP. Quelle: Berenberg.

Inhaltsverzeichnis

Russland	
Eine Extra-Runde Rezession	Seite 2
Türkei	
Die Inflation steigt	Seite 3
Polen	
Die neue Regierung legt los	Seite 4

RUSSLAND

Eine Extra-Runde Rezession

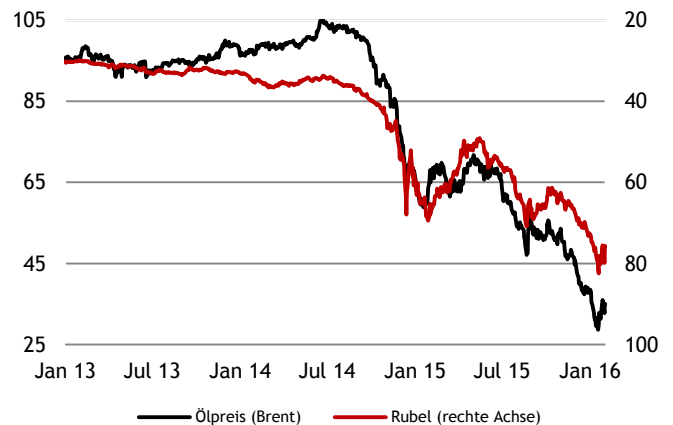
Der Rubel hat erneut Rekordtiefstände erreicht. Seit November 2014 lässt die russische Notenbank den Rubel frei schwanken. Das war zwar angekündigt, aber bereits damals machte das billiger werdende Öl das Rubel-Management einfach zu teuer. Mangels genug Reserven werden die russischen Notenbanker auch künftig keine größeren Interventionen mehr vornehmen (können). Für die Zukunft bedeutet das, dass der Fundamentzustand der russischen Wirtschaft deutlicher am frei schwankenden Wechselkurs ablesbar sein wird. Und fundamental hängt Russland am Öl. Der Rubel wird also prinzipiell ziemlich eng der Ölpreisentwicklung folgen. Wechselkurse über 80 gegenüber dem US-Dollar sind also wahrscheinlicher als Kurse unter 40.

Das billige Öl macht der russischen Wirtschaft also zu schaffen. Letztere steht vor einem weiteren Rezessionsjahr. Das liegt zum einen an dem anhaltend niedrigen Ölpreis, der den Haushalt des Kremls zerschießt und so jeden fiskalischen Stimulus unmöglich macht. Wir senken unsere Haushaltsprognose auf $-4,5\%$. Dazu kommt auch noch die Kapitalflucht der letzten Jahre, die den chronischen Mangel an Investitionen nur noch verschlimmerte. Die westlichen Sanktionen haben Technologietransfer verhindert. Fallende Reallöhne haben die heimische Nachfrage nach unten gedrückt. Derweil erscheint das bescheidene Wachstum in den importsubstituierenden Industrien nicht besonders nachhaltig – sollte die Sanktionsspirale zwischen dem Westen und Moskau diesen Sommer wieder zurückgedreht werden (wir sehen dafür eine 40 %-Chance), dürfte es hier sogar zu einer kleinen Anpassungsrezession aufgrund des wieder erstarkten internationalen Wettbewerbs kommen. Insgesamt erwarten wir vorerst noch keinen Staatsbankrott, aber wir senken unsere Wachstumsprognose auf $-2,6\%$ für dieses und auf $-0,6\%$ im nächsten Jahr. Die „Erholung“ nach $-3,7\%$ im Jahr 2015 wird also noch L-förmiger ausfallen, als zunächst prognostiziert.

Die Preise werden sich aufgrund der anhaltenden Sanktionen und wegen des schwachen Wechselkurses weiter verteuern. Wir heben unsere Inflationsprognose auf $11,3\%$ in diesem Jahr an. Die Notenbank, deren neues Ziel Preisstabilität ist, wird daran nicht viel ändern: Sie muss sich zuerst um Finanzmarktstabilität kümmern, d.h. die Banken und Großunternehmen mit Liquidität versorgen. Insofern erwarten wir auch keine Zinsanhebung. Wahrscheinlich wird die russische Notenbank aber zunehmend geldpolitisches Feintuning einsetzen, um Unternehmen und Banken mit maßgeschneiderter Notfallliquidität zu versorgen.

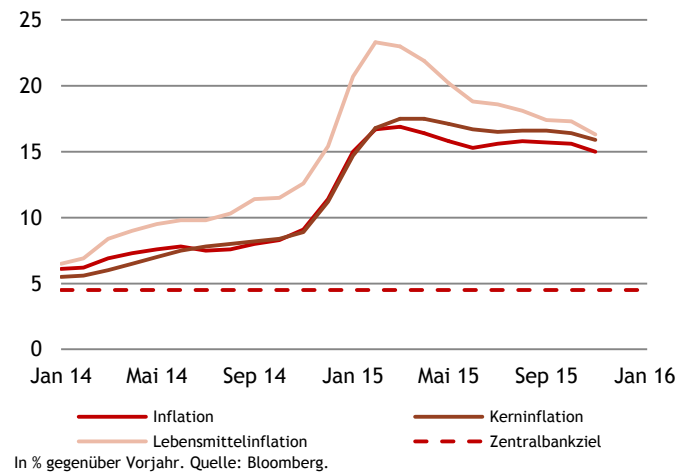
Die russische Regierung bemüht sich mittlerweile um Koordination unter den Öl-produzierenden Staaten, um angebotsseitig den Ölpreis wieder anzuheben. Ob das gelingt, bleibt aber ungewiss.

Wechselkurs und Ölpreis



Lira in US-Dollar, invertierte Achse.. Quelle: Bloomberg

Inflation, Lebensmittel- und Kerninflation



In % gegenüber Vorjahr. Quelle: Bloomberg.

BIP-Prognosen

	2015	2016	2017
BIP	-3,7	-2,6	-0,6
Inflation	15,6	11,3	9,2
Arbeitslosigkeit	6,2	6,5	6,6
Leistungsbilanz	5,1	4,3	3,5
Haushalt	-3,7	-4,5	-3,3

In % gegenüber Vorjahr, Haushalt und Leistungsbilanz in % des BIP. Quelle: Berenberg.

TÜRKEI

Die Inflation zieht an

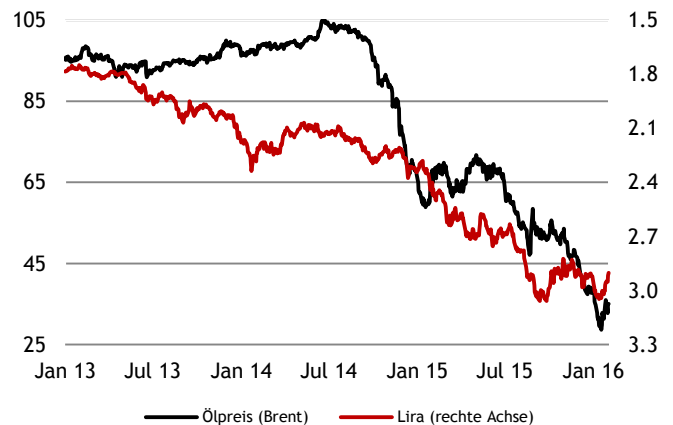
Die Never-Ending Story um die türkische Notenbank bekommt ein weiteres Kapitel – Inhalt: Nichts. Jedenfalls war es das, was die Bank in ihrer Januar-Sitzung tat. Denn die Zentralbank sitzt in der Klemme. Einerseits ist da die Regierung. Deren Geschäftsmodell ist billiger Kredit. Nach den Wahlen im November und deren turbulentem Vorspiel wollen Erdogan und Co. nun liefern. Aber seit die Fed ihre Politik wieder restriktiver hält, vertrauen Investoren der Türkei weniger. Kredit wurde in der von US-Dollar durchsetzten türkischen Wirtschaft teurer. Einige Regierungsmitglieder möchten ihren Wählern aber lieber weiter den nächsten Flachbildfernseher oder die Wohnung finanzieren.

Andererseits wäre eine restriktivere Geldpolitik angebracht. Trotz billigen Öls will die Inflation einfach nicht fallen. Wir erwarten hier sogar einen Anstieg: Nehmen wir auch nur einen leicht höheren Ölpreis an, addieren die weiter hohen Lebensmittelpreise sowie den erhöhten Mindestlohn, dann rechnen wir derzeit mit einer Inflation von 8,9 %, mit hohem Aufwärtsrisiko. Die hohe Inflation ist nicht nur für Verbraucher problematisch, sie senkt auch das Vertrauen in Lira-denominierte Vermögenstitel. Denn als klassischer Emerging Market hängt die Türkei stark von ausländischen, oft kurzfristigen Investitionen ab. Während die heimische Bevölkerung genauso wie die Industrie weiter nach Importen aus der entwickelten Welt verlangt, fehlt ein Fundament, das genug heimisches Kapital und Devisen generiert. Es muss also stark auf ausländisches Geld zurückgegriffen werden. Das macht die Türkei abhängig von der Stimmung der Investoren.

Der Lira-Kurs zeigt, dass sich diese Stimmung nicht allzu sehr gebessert hat. Zwar herrscht seit November Sicherheit darüber, dass die AK-Partei unter strengem Regiment von Präsident Erdogan weiter regieren wird. Aber das fortschreitende Schleifen der Rechtstaatlichkeit, der wieder entflammte Krieg zwischen Regierung und kurdischen Rebellen sowie die exponierte Lage der Türkei im Syrienkonflikt und eben der anhaltende Druck der Regierung auf die Notenbank übersetzen sich in makroökonomischen Druck. Hinzu kommt, dass die Inflation den Verbrauch drückt, während die Exporteure die billige Lira weiter nicht richtig auszunutzen scheinen und die ausbleibenden russischen Touristen keine Deviseneinnahmen bringen werden.

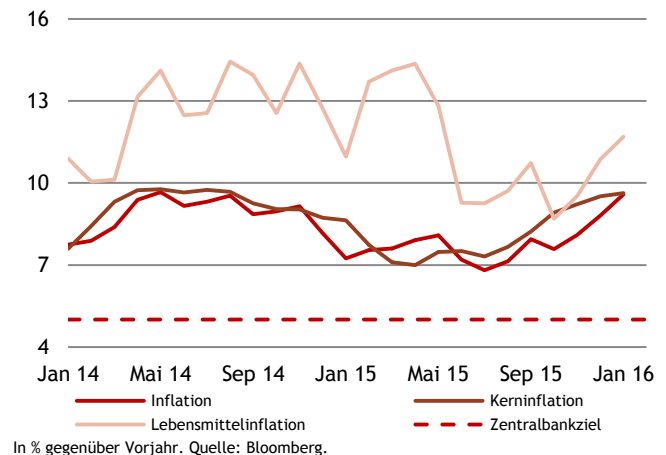
Deshalb ist vielen Regierungsmitgliedern das kurzfristige Wachstum wichtiger. Da im Frühjahr ein neuer Notenbankvorsitzender ernannt werden muss, erwarten wir aktuell mit einer 55 %-Wahrscheinlichkeit, dass die Regierung die Notenbank im Laufe des Jahres nötigen wird, die Geldpolitik weiter zu lockern. Ob das für gesundes Wachstum sorgen würde, ist unsicher. Für die Preisstabilität im Lande wäre das aber sicher fatal.

Wechselkurs und Ölpreis



Lira in US-Dollar, invertierte Achse. Quelle: Bloomberg.

Inflation, Lebensmittel- und Kerninflation



In % gegenüber Vorjahr. Quelle: Bloomberg.

Prognosen

	2015	2016	2017
BIP	3,3	2,9	3,0
Inflation	7,7	8,9	8,1
Arbeitslosigkeit	10,6	10,1	10,2
Leistungsbilanz	-5,1	-5,2	-5,3
Haushalt	-1,8	-2,0	-2,1

In % gegenüber Vorjahr, Haushalt und Leistungsbilanz in % des BIP. Quelle: Berenberg.

POLEN ■

Die neue Regierung legt los

Polens neue national-konservative Regierung legt los. Seit Oktober setzte sie schneller als erwartet so manche besorgniserregende Reform um. Der Politikwechsel wird sich deutlicher in den makroökonomischen Daten widerspiegeln als zuerst erwartet. Fundamental bleibt Polen vorerst aber eine robuste Volkswirtschaft.

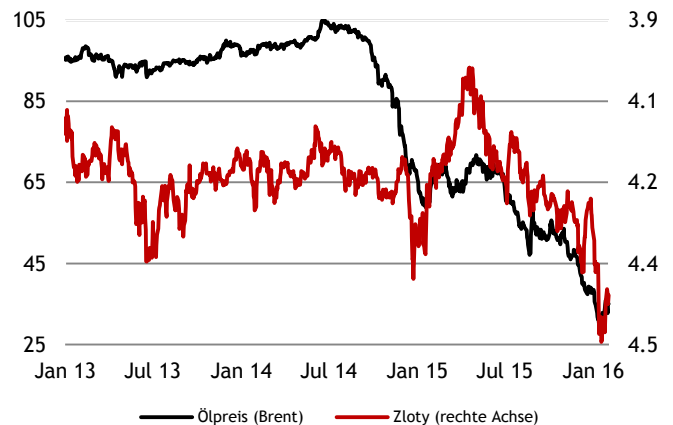
Vor zwei Wochen hat Standard & Poor's polnische Staatsanleihen in Fremdwährung abgewertet (von A- auf BBB+) und das Rating mit einem negativen Ausblick versehen. Die Entscheidung wurde strukturell begründet: Die Rechtstaatlichkeit wird geschliffen, neutrale staatliche Institutionen politisiert und die Staatsfinanzen gebeutelt. Schließlich wären da auch noch Polens Kredite in Schweizer Franken, die etwa 17 % der ausstehenden Privatsektor-Schulden ausmachen. Diese will die neue Regierung auf Kosten der ausländischen Banken in Zloty berschreiben.

Neben Verfassungsgericht, Rundfunk und ausländischen Banken ist vor allem der Zloty Opfer der neuen Regierung. Unter erhöhter Volatilität fiel er auf ein Dreijahrestief gegenüber dem Euro. Das Gemisch aus politischem Lärm aus Warschau und allgemein nervoseren Schwellenlandinvestoren dürfte die Landeswährung noch bis Anfang 2017 um etwa 4,35 Zloty pro Euro schwanken lassen. Wenn die EZB einmal ihr Quantitative Easing beendet, dürfte der Euro auf- und der Zloty entsprechend abwerten.

Frühere Regierungen unter Fuhung der PiS-Partei wurden im Laufe der Legislaturperiode tendenziell immer radikaler. Insofern bleibt in Polen wohl auch nun erst einmal Konfrontation auf der Tagesordnung. Wir erwarten vor diesem Hintergrund:

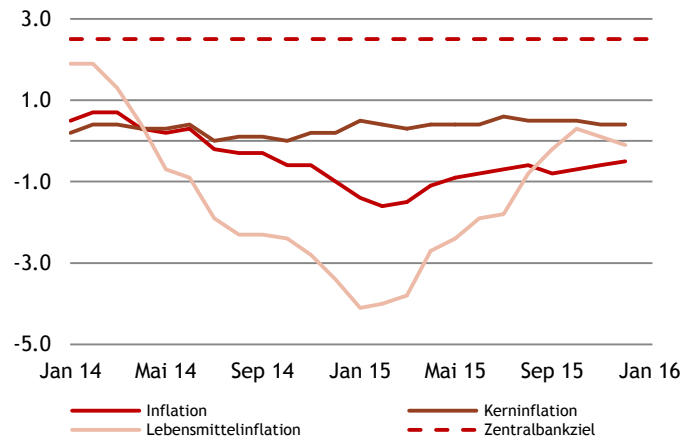
- Ein wachsendes Budgetdefizit: Wahlversprechen kosten. Die selbstbewusstere Regierung wird 2017 wahrscheinlich die Maastricht-Schwelle für einen Haushaltsdefizit von 3 % des BIP – und damit Brüssel – herausfordern.
- Anhaltende Spannungen mit Brüssel. Aber: Brüssel braucht Warschau genauso wie umgekehrt. Das jetzt von der EU eingeleitete Prüfverfahren ist vor allem ein Papiertiger, der vermutlich wichtiger für die EU als für Polen ist.
- Mehr Druck auf die Zentralbank. Die Inflation ist weiter sehr niedrig. Dass aber die Notenbank deshalb ein Wachstumsziel verordnet bekommt, halten wir für unwahrscheinlich – aber ein geldpolitischer Kurswechsel ist nicht auszuschließen.
- Eine erstarkende Opposition: Erfreulich ist z.B. die wachsende Zustimmung für die neue liberale Partei „Moderne“, die viele gute Ideen in die (wirtschafts-)politische Debatte bringt.
- Der Zloty wird stärker schwanken: Die unfreundlichere politische Großwetterlage übersetzt sich in den Wechselkurs. Das lässt die Last der Auslandsverbindlichkeiten größer werden.

Wechselkurs und Ölpreis



Zloty in Euro, invertierte Achse. Quelle: Bloomberg.

Inflation, Lebensmittel- und Kerninflation



In % gegenüber Vorjahr. Quelle: Bloomberg.

Prognosen

	2015	2016	2017
BIP	3,5	3,5	3,3
Inflation	-0,9	0,8	2,2
Arbeitslosigkeit	10,6	9,7	9,5
Leistungsbilanz	-0,3	-0,3	-1,5
Haushalt	-2,9	-3,0	-3,1

In % gegenüber Vorjahr, Haushalt und Leistungsbilanz in % des BIP. Quelle: Berenberg.



IMPRESSUM

Makro-Team Hamburg

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Wolf-Fabian Hungerland
+49 40 350 60-8165 | wolf-fabian.hungerland@berenberg.de

Cornelia Koller
+49 40 350 60-198 | cornelia.koller@berenberg.de

Wolfgang Pflüger
+49 40 350 60-416 | wolfgang.pflueger@berenberg.de

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

Berenberg Makro erscheint
zu folgenden Themen:

- Konjunktur und Geldpolitik
- Währungen
- Rohstoffe
- Emerging Markets
- Osteuropa
- Trends

www.berenberg.de/publikationen