



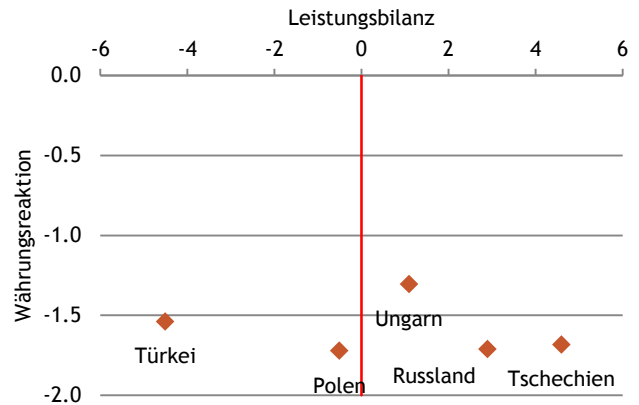
Am 7. Oktober ließen die neuen, relativ guten amerikanischen Arbeitsmarktdaten die Wahrscheinlichkeit steigen, dass die US-Notenbank Fed im Dezember die Zinsen wieder anheben wird – das erste Mal seit einem Jahr. Für Osteuropas Emerging Markets (wie auch anderswo) heißt das: weniger Liquidität wird in Zukunft zu Verfügung stehen. Das spiegelte sich auch in der Reaktion der osteuropäischen Wechselkurse wider.

Viele Schwellenländer importieren unter anderem wegen ihrer schnell wachsenden Mittelschicht mehr als sie exportieren. Um diesen Importüberschuss zu finanzieren, besorgen sich die Banken und Unternehmen aus diesen Emerging Markets Kapital auf den internationalen Finanzmärkten. So entsteht ein Leistungsbilanzdefizit. Doch auch ohne Leistungsbilanzdefizit sind viele Schwellenländer auf den vom US-Dollar dominierten Kapitalmärkten abhängig vom Zins der Fed. Wird der US-Dollar durch höhere amerikanische Leitzinsen teurer, wird das Kapital, das sich die aufstrebenden Volkswirtschaften besorgen wollen, knapper, denn es wird wieder attraktiver in den USA zu investieren. Diese Abhängigkeit setzt die Wechselkurse der Emerging Market-Währungen unter Druck, wenn in Washington die Notenbank an der Zinsschraube drehen. Dabei gilt prinzipiell: Je negativer die Leistungsbilanz, desto stärker die Reaktion der Wechselkurse (und auch anderer Vermögenspreise in den jeweiligen Volkswirtschaften).

Seitdem die Märkte verstärkt auf eine Zinserhöhung setzen, reagierten Osteuropas Währungen wie erwartet negativ – interessanterweise: egal ob mit positiver oder negativer Leistungsbilanz. Der russische Rubel fiel trotz Leistungsbilanzüberschuss. Obwohl sich die Wirtschaft wieder erholt, bleibt Russland eine Monokultur, die vor allem auf den Export von Öl setzt. Damit ist sie sehr anfällig bei Schwankungen der Weltkonjunktur und reagiert sensibel auf die US-Geldpolitik. Auch die türkische Lira verlor. Bei ihr gesellt sich zu dem „globalen“ Faktor US-Geldpolitik – wie mittlerweile immer – noch politisches Risiko dazu: wachsender Einfluss der Regierung auf die Währungshüter (mehr auf Seite 3). Polens Zloty verlor ebenfalls, was nicht nur auf die negative Leistungsbilanz, sondern auch auf politischen Lärm zurückzuführen ist (mehr auf Seite 3). Weitere Verlierer sind der ungarische Forint und die tschechische Krone.

Die übergeordnete Botschaft dieser Währungsreaktionen ist, dass das, was drüben passiert, auch hüben zu spüren ist. Selbst wenn Osteuropa viel enger mit Westeuropa – also vor allem der Eurozone – handelt: Die osteuropäischen Emerging Markets sind abhängig von der Weltwirtschaft und auch von den USA.

Währungsreaktionen nach US-Arbeitsmarktdaten



Währungsreaktionen: in % gegenüber dem 6. Oktober 2016, dem Vortrag der Veröffentlichung der Arbeitsmarktdaten. Leistungsbilanzen: Berenberg-Prognosen in % des BIP. Quelle: Bloomberg, Berenberg.

BIP-Prognosen

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------|------|------|------|
| Russland | -0,8 | 1,0 | 1,6 |
| Türkei | 3,1 | 3,2 | 3,3 |
| Polen | 3,2 | 3,3 | 3,2 |

In % gegenüber Vorjahr. Quelle: Berenberg

Inhaltsverzeichnis

| | |
|-------------------------------------|---------|
| Russland | |
| Nach der Wahl ist vor der Wahl | Seite 2 |
| Türkei | |
| Gewappnet für die Fed-Entscheidung? | Seite 3 |
| Polen | |
| Immer wieder Ärger mit Brüssel | Seite 4 |

RUSSLAND

Nach der Wahl ist vor der Wahl

Vergangenen Monat wählten die Russen ein neues Parlament. Doch es gilt: Nach der Wahl ist vor der Wahl. Wie bereits mehrmals an dieser Stelle prognostiziert, waren die Wahlen und ihr Ergebnis alles andere als spannend oder gar überraschend: Die Putin-Partei *Einiges Russland*, unter Führung von Premierminister Medvedev gewann 54 % der Stimmen. Daneben schafften es noch drei weitere Parteien ins Parlament. Doch diese Parteien sind sämtlich von Putins Gnaden – sie haben in der Vergangenheit so gut wie immer mit der Putin-Partei gestimmt. Ernsthafte Oppositionsparteien – von denen es durchaus ein paar gibt – sind gänzlich an der 5 %-Hürde gescheitert. Auf verschiedenste Arten wurde ihnen im Vorlauf der Wahlen das Leben schwergemacht.

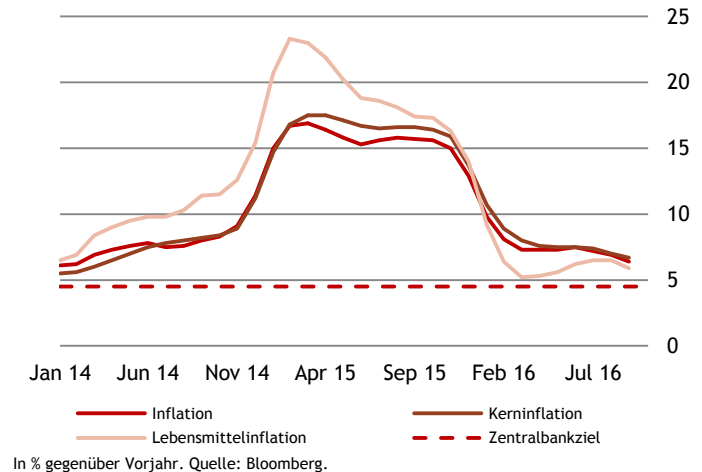
Neu an der Wahl ist nur, dass Direktmandate nun wiedereingeführt wurden. Der Opposition nutzte das aber herzlich wenig. Die Wahlbeteiligung von mageren 48 % ist darüber hinaus die niedrigste seit dem Fall der Sowjetunion. In St. Petersburg und Moskau gingen noch weniger Menschen zur Wahl; hier ist die Opposition am stärksten. Diese Teilnahmslosigkeit wurde noch durch den Umstand verstärkt, dass die Regierung dieses Mal mehr Wert darauflegte, Wahlbetrug zu verhindern, sodass Proteste wie nach der Duma-Wahl im Jahr 2011 (Stichwort: Pussy Riot) dieses Jahr ausblieben. Regierungskritische Russen blieben also lieber zuhause; ihre Ohnmacht hat in der durch den Kreml dominierten Medienlandschaft stark zugenommen.

Die Parlamentswahl bestätigt: Putin sitzt fest im Sattel. „Nur“ 33 % der Russen glauben, dass sich ihr Land in die falsche Richtung entwickelt. Gleichzeitig stimmen 82 % der Politik Putins zu (Quelle: The Economist) – und das, obwohl das Land gerade das zweite Rezessionsjahr durchmacht. Doch für die meisten Wähler war der Nationalstolz (inklusive dramatischer Berichterstattung über die Kriege in der Ukraine und Syrien), an den die Regierungspartei appellierte, wichtiger als ihre fallenden Reallöhne und das mangelnde Produktangebot in den Supermarktregalen.

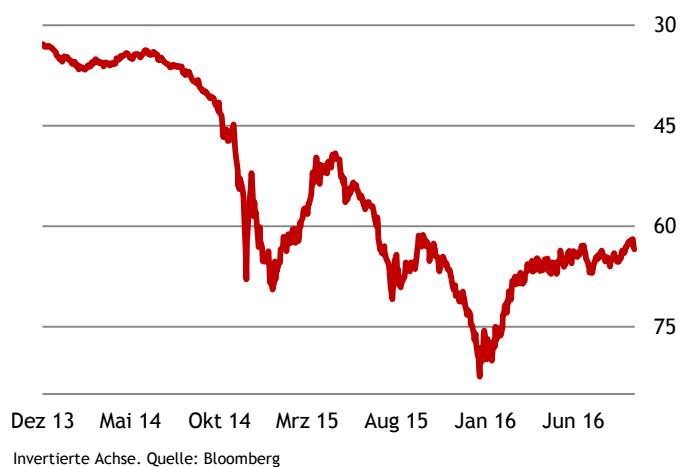
Für die Wirtschaft bedeutet die Wahl vor allem ein „weiter so“. Der nationale Wohlfahrtsfonds wird weiter angezapft, die Ausgaben für das Militär werden aufgrund Russlands fortschreitendem geopolitischen Engagement weiter steigen. Unserer Ansicht nach wird das fundamentale Dogma der russischen Wirtschaftspolitik weiter vor allem eine Wette auf steigende Rohstoffpreise sein.

Derweil senkte die Notenbank im September ein weiteres – und vorerst wohl letztes – Mal den Leitzins auf nun 10 %. Sie nutzte dabei den fallenden Inflationstrend aus. Weitere Senkungen sind laut der Notenbankchefin Nabiullina bis Jahresende „ausgeschlossen“ – ob aber das letzte Wort war, ist unklar.

Inflation, Lebensmittel- und Kerninflation



US-Dollar in Rubel



Prognosen

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------|------|------|------|
| BIP | -0,8 | 1,0 | 1,6 |
| Inflation | 7,4 | 6,2 | 5,4 |
| Haushalt | -4,0 | -3,1 | -2,5 |
| Arbeitslosigkeit | 6,5 | 6,2 | 6,3 |
| Leistungsbilanz | 3,1 | 3,3 | 3,6 |

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

TÜRKEI

Gewappnet für die Fed-Entscheidung?

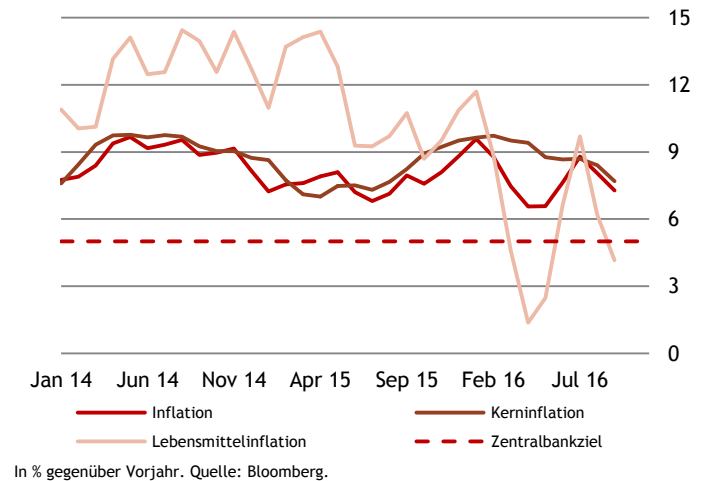
Der Lira-Kurs und auch andere türkische Vermögenspreise haben in den letzten Wochen wieder deutlicher geschwächt. Dahinter stecken – wie auf Seite 1 bereits erwähnt – zwei Gründe:

1. Die neuesten Arbeitsmarktdaten aus den USA lassen eine Zinsanhebung seitens der US-Fed im Dezember immer wahrscheinlicher werden. Die Türkei, für die wir in diesem Jahr ein Leistungsbilanzdefizit von etwa 4,9 % des BIP erwarten und die kurzfristige Auslandsschulden in Höhe von 105 Mrd. US-Dollar hat, wird von höheren Zinsen besonders hart getroffen. Die Volkswirtschaft wird es ab Dezember wieder etwas schwieriger haben, sich im Ausland zu refinanzieren.
2. Dazu kommt – mittlerweile normal für die Türkei – politischer Lärm. Wie seit längerem an dieser Stelle erwähnt, nimmt der Einfluss der Regierung auf die Notenbank stetig zu. Im Rahmen der „Säuberungsmaßnahmen“ nach dem Putschversuch im Juli wurde auch vor der Notenbank nicht halt gemacht. Doch wurden hier die Festnahmen und Entlassungen weitestgehend geheim gehalten. Vor diesem Hintergrund erschien Präsident Erdogans in einem Bloomberg-Interview (!) Ende September geäußerter Wunsch, die Notenbank möge doch bitte weiter die Zinsen senken, wie ein Befehl.

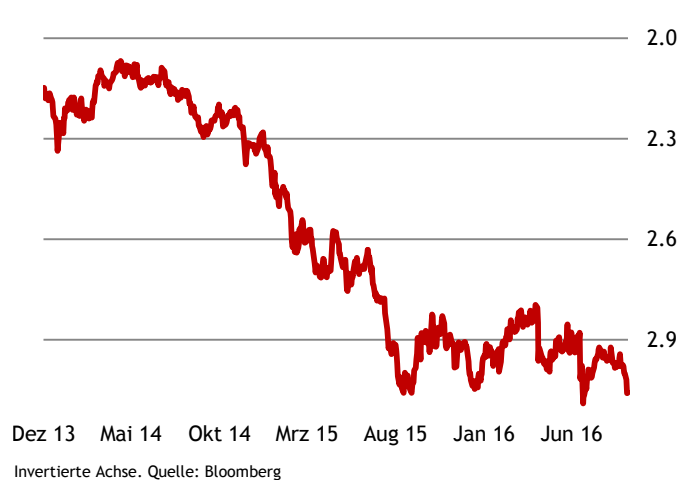
So senkte die Ratingagentur Moody's ihre Einschätzung auf Ba1 (Non-investment Grade). Doch trotz alledem erwarten wir vorerst keine größeren außenwirtschaftlichen Kalamitäten für die türkische Volkswirtschaft. Eine autokratische Regierung plus schwächelnde Lira, Inflation um die 8 % sowie ein Wachstum unter 3,5 % gehören zwar auch für 2017 und 2018 zu unserem Hauptszenario. Aber das Schlimmste ist vorerst vorbei: Ein immer mal wieder befürchteter *Sudden Stop*, also der plötzliche Abzug großer Teile ausländischen Kapitals, sehen wir nicht. Das in der nahen Frist größte Risiko für die türkische Volkswirtschaft wäre die Wahl Donald Trumps zum amerikanischen Präsidenten. Weltwirtschaftliche Turbulenzen kombiniert mit geopolitischer Unsicherheit würde die Türkei in den Augen vieler Investoren vermutlich absteigen lassen.

Die türkische Regierung hat derweil ihr neues mittelfristiges Wachstumsprogramm vorgestellt. Darin sind etwas mehr staatliche Investitionen geplant, die das Land durchaus gebrauchen kann: Der Einbruch beim Tourismus wird beim Wachstum deutliche Spuren hinterlassen und die türkischen Exporte ziehen nur langsam einen Vorteil aus der billigen Lira. Die Inflation ist zuletzt wieder etwas gefallen, aber sie ist mit derzeit 7,3 % weiter zu hoch. Wir erwarten, dass sich das aufgrund einer Erdogan hörigen Geldpolitik auch 2017 nicht ändern wird.

Inflation, Lebensmittel- und Kerninflation



US-Dollar in Lira



Prognosen

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------|------|------|------|
| BIP | 3,1 | 3,2 | 3,2 |
| Inflation | 8,0 | 8,3 | 8,2 |
| Haushalt | -2,1 | -2,1 | -2,1 |
| Arbeitslosigkeit | 10,8 | 10,7 | 11,3 |
| Leistungsbilanz | -4,9 | -5,4 | -5,8 |

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

POLEN

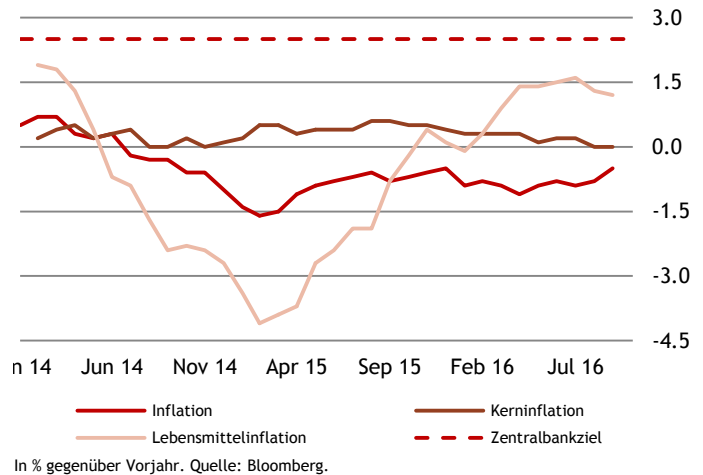
Immer wieder Ärger mit Brüssel

Brüssel und Warschau bleiben auf Konfrontationskurs. Die national-konservative Regierung Polens gewann letztes Jahr die Wahlen indem sie mehr Staatsausgaben versprach (wir berichteten). Um diese zu finanzieren wurden die Steuern auf Banken erhöht. Auch der Einzelhandel sollte höher taxiert werden. Doch aus den höheren Einzelhandelssteuern wird nun nichts. Die EU kassierte die Steuererhöhung vorerst, da sie gegen EU-Recht verstoße (ein Ziel der Steuer war, vor allem ausländische Unternehmen zu treffen). Löcher in den polnischen Haushaltsplanungen sind die Folge, vor allem mittelfristig. Die Frage ist nun, ob Warschau es schafft, ihr Budgetdefizit unter der Maastricht-Schwelle von 3 % des BIP zu halten. Dieses Jahr sieht es noch gut aus, denn trotz Mindestlohnerhöhung fiel die Arbeitslosigkeit geringer als erwartet aus. Das belastet erfreulicherweise die Sozialkassen weniger und gibt Warschauer Haushaltspolitikern etwas Luft zum Atmen. Ansonsten versucht die Regierung mit Maßnahmen gegen Steuerflucht, vor allem einer intensivierten Eintreibung der Mehrwertsteuer, die Budgetlöcher zu stopfen. Doch wir sind skeptisch, ob das für die nächsten Jahre reichen wird.

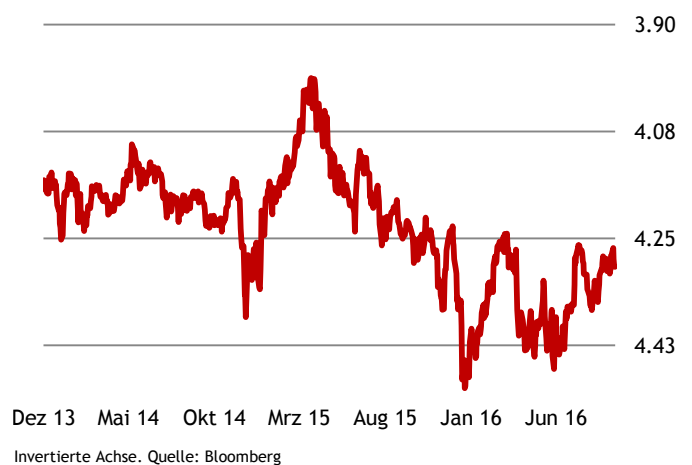
Gleichzeitig nahm die Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal um 3,1 % zu – weniger als erwartet. Die Effekte der politisch wichtigen Kindergelderhöhung blieben volkswirtschaftlich hinter den Erwartungen. So entließ Premierministerin Szydlo kürzlich ihren Finanzminister Szalamacha. Sein Amt wird nun von Wirtschaftsminister (und Vize-Premier) Morawiecki mitgeführt. Er soll dafür sorgen, dass der Kern der Wirtschaftspolitik der Regierung, ein mehrjähriges Investitionsprogramm in Höhe von 1 Bio. Zloty (rund 233 Mrd. Euro), geschmeidiger umgesetzt wird. Die Märkte bewerteten die Konzentration von Wirtschafts- und Finanzpolitik hingegen zurückhaltender, wie man an der Reaktion des Zloty auf die neuen amerikanischen Arbeitsmarktdaten sehen konnte (siehe Seite 1). Doch trotz erhöhter politischer Unsicherheiten und ungelösten Haushaltsfragen dürfte die polnische Wirtschaft sehr wahrscheinlich weiter um den Trend von 3,3 % wachsen.

Derweil bleibt der Leitzins unverändert bei 1,5 % und die Notenbanker ließen durchblicken, dass er dort noch bis Anfang 2018 bleiben wird (um ihn dann anzuheben). Es wird immer deutlicher, dass der seit Juni amtierende Notenbankchef Glapinski und seine Mannschaft unabhängiger von der Regierung sind, als erwartet. So ist es erfreulich, dass sein früherer Assistent und enger Vertrauter Chrzanowski nun neuer Chef der polnischen Bankenaufsicht werden soll. Denn nächste Woche soll die Politik nun endlich eine Lösung für das immer noch bestehende Problem der hohen privaten Schulden in Schweizer Franken vorstellen. Und die Umsetzung des ganzen fällt dann in die Hände der Bankenaufsicht und der Notenbank.

Inflation, Lebensmittel- und Kerninflation



Euro in Zloty



Prognosen

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------|------|------|------|
| BIP | 3,2 | 3,3 | 3,4 |
| Inflation | -0,7 | 0,7 | 1,8 |
| Haushalt | -2,1 | -3,0 | -2,9 |
| Arbeitslosigkeit | 9,0 | 8,3 | 7,9 |
| Leistungsbilanz | -0,7 | -1,9 | -2,2 |

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