



Über die letzten 15 Jahre wuchsen Osteuropas große Wirtschaften stark. Das war zu einem großen Teil das Ergebnis wirtschaftspolitischer Reformen. Zuletzt nahm aber vor allem außerhalb der EU das Wachstumsmomentum ab. Überall müssen Wirtschaftspolitiker wieder mehr liefern.

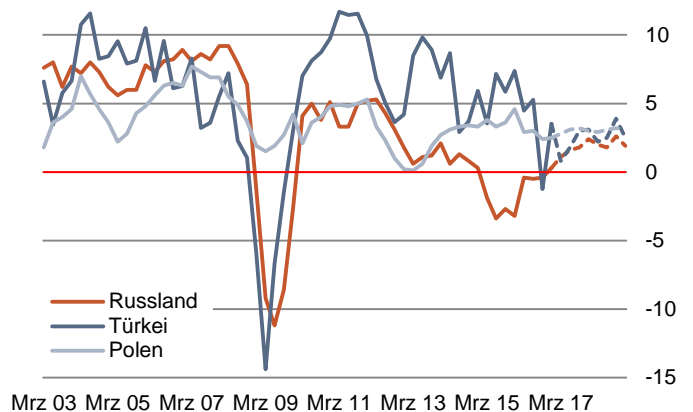
Wirtschaftswachstum ist mehr als nur die Wachstumsrate des BIP. Das Pro-Kopf-Einkommen zeigt, wenn die Wirtschaft nicht stärker als die Bevölkerung wächst, stagniert das Einkommen. Und dann neigen auch Verbrauch und Investitionen zum Stagnieren.

Nach der großen Finanzkrise 2008 wuchsen Osteuropas große Volkswirtschaften unterschiedlich stark und unterschiedlich stabil (obere Abbildung). Russlands Wirtschaft glitt vor zwei Jahren wegen des Ölpreisverfalls nochmal in eine Rezession. Die Türkei hingegen wies zunächst sogar zweistellige Wachstumsraten auf. Doch hohe außenwirtschaftliche Abhängigkeit und innenpolitisch fragwürdige Entwicklungen ließ die Konjunktur deutlich schwanken und letztlich schwächeln. Polens Wirtschaft überstand die Krise als einzige ohne Rezession; auch danach entwickelte sie sich stabil und wuchs weiter stärker als der Durchschnitt Westeuropas.

Der Vergleich zu Deutschland (untere Abbildung) zeigt, dass seit 2003 das Pro-Kopf-Einkommen von Russland, der Türkei und Polen von durchschnittlich 15 % auf 25 % des deutschen Pro-Kopf-Einkommens stieg. Im Jahr 2016 betrug die deutsche Wirtschaftsleistung pro Kopf 38 651 Euro, während es in Russland bei 8 929 Euro, in der Türkei bei 9 909 Euro und in Polen bei 12 316 Euro lag. Vor allem für Polen und andere osteuropäische EU-Mitglieder erwarten wir, dass die Aufholjagd weitergeht. Doch das große Aufholen der osteuropäischen Schwellenländer passierte überwiegend vor der großen Finanzkrise.

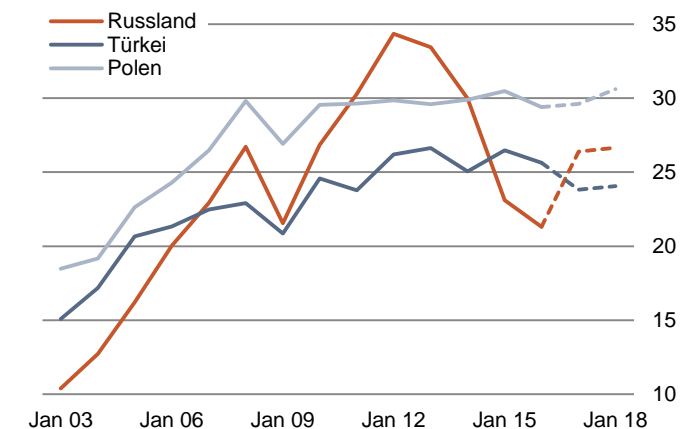
Unsere Prognosen (gestrichelte Linien) zeigen, dass sich das für Osteuropas große Schwellenländer vorerst wohl auch nicht ändern wird. Das starke Wachstumsmomentum von vor der Krise scheint passé. Hauptgründe sind in unseren Augen der grassierende Unwille und zum Teil die Unfähigkeit, wirtschaftspolitische Reformen zu priorisieren: Investitionen und Ersparnisse müssen lohnender, Unsicherheiten beseitigt sowie Frauen und Minderheiten besser in den Arbeitsmarkt integriert werden. Russland muss seine Wirtschaft breiter aufstellen und darf nicht nur auf Öl setzen. Die Türkei braucht innenpolitisch versöhnende Maßnahmen und muss außenwirtschaftlich widerstandsfähiger werden. Polens Regierung darf nicht den populistischen Versuchungen nationalistischer Wirtschaftspolitik verfallen.

BIP-Wachstum



In % gegenüber Vorjahresquartal; gestrichelte Linien = Prognose. Quelle: Bloomberg, Berenberg.

Pro-Kopf-Einkommen relativ zu Deutschland



In % des deutschen Pro-Kopf-Einkommens im jeweiligen Jahr; gestrichelte Linie = Prognose. Quelle: Bloomberg, IMF, Berenberg.

Inhaltsverzeichnis

Russland	
Erholung in Zeitlupe, Inflation sinkt	Seite 2
Türkei	
Das Präsidialsystem wird die Probleme des Landes nicht lösen	Seite 3
Polen	
Die Wirtschaft ist weiter stabil	Seite 4

RUSSLAND

Erholung in Zeitlupe, Inflation sinkt

Russlands Wirtschaft erholt sich in Zeitlupe. Im ersten Quartal wuchs das BIP um 0,5 %. Das ist zwar weniger als erwartet, aber die Öl-bedingte Rezession ist Vergangenheit. Bis 2018 wird der langsam steigende Ölpreis das russische Wirtschaftswachstum tragen und Moskau erlauben, die Haushaltslöcher zu stopfen. Über die nächsten Quartale erwarten wir also weiter eine graduelle Erholung der Wirtschaft. Dazu kommt die unterstützende Geldpolitik. Die geringe Diversifikation der russischen Wirtschaft, anhaltende Sanktionen sowie nachlassende Produktivität machen große positive Überraschungen aber unwahrscheinlich.

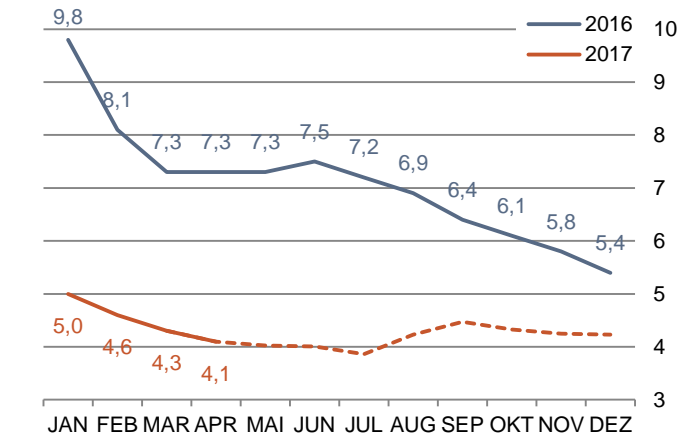
Gewöhnlich geht mit Wirtschafts- auch ein höheres Preiswachstum einher. Doch in Russland scheint das aktuell nicht zu gelten. Wir erwarten, dass die Inflationsrate dieses Jahr durchschnittlich bei 4,3 % liegen wird (2016 waren es noch 7,1 %). Die Gründe:

1. Seitdem die Notenbank Ende 2014 von einem Wechselkurs zu einem Inflationsziel wechselte gilt: Verliert bzw. gewinnt Öl an Wert, verliert bzw. gewinnt auch der Rubel an Wert. Vor diesem Hintergrund hat sich die Bank sehr konservativ verhalten. Dadurch hat sie die zum Teil drastischen Preissteigerungen während des Rubelverfalls 2015 schnell wieder unter Kontrolle bekommen. Derzeit ist der Leitzins bei 9,5 % immer noch sehr hoch im Vergleich zu einer Inflationsrate von 4,1 %.
2. Der wertvollere Rubel dämmt das Preiswachstum ein. Nun wieder teureres Öl sorgt für eine langsam weiter erstarkende Landeswährung, die wiederum Importe günstiger macht.
3. Basiseffekte werden sich in diesem Jahr vorteilhaft auf den Verlauf der Inflationsrate auswirken.

Das größte Risiko für Inflationsausschläge nach oben sehen wir derzeit in einem kurzfristigen Einbruch des Ölpreises. Sollte die Absprache zwischen Russland und anderen ölfördernden Staaten, die gemeinsame Fördermenge zu deckeln, platzen. Wir erwarten aber das Gegenteil: Eine Verlängerung der Absprache bis 2018.

Für die Notenbank ist die Inflationsentwicklung ein Segen. Das primäre geldpolitische Ziel, eine Inflationsrate von 4 % für dieses Jahr, wird schon jetzt als nahezu erreicht eingepreist, sodass sich die Notenbank expansiver verhält. Seit März wurde der Leitzins zwei Mal gesenkt und wir erwarten, dass das bis ins dritte Quartal so weitergehen wird. Ein Leitzins von etwa 7 % zum Jahresende ist sehr wahrscheinlich; ein Leitzins darunter nicht ausgeschlossen. Darüber hinaus erwarten wir, dass die Notenbank im Laufe des Jahres wieder auf den Devisenmärkten US-Dollar und Euro kaufen wird, um ihre Reserven aufzustocken. Das wird wiederum dafür sorgen, dass sich die Wertsteigerung des Rubels etwas vom Ölpreisverlauf entkoppelt.

Inflation in diesem und letztem Jahr



In % gegenüber Vorjahresmonat. Gestrichelte Linie = Prognose. Quelle: Berenberg, Bloomberg.

Ein US-Dollar in russischen Rubel



Invertierte Achse. Quelle: Bloomberg.

Prognosen

	2016	2017	2018
BIP	-0,2	1,3	2,1
Inflation	7,1	4,3	4,6
Haushalt	-3,9	-2,5	-2,0
Arbeitslosigkeit	5,5	5,4	5,3
Leistungsbilanz	1,7	2,6	3,1

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

TÜRKEI

Das Präsidialsystem wird die Probleme des Landes nicht lösen

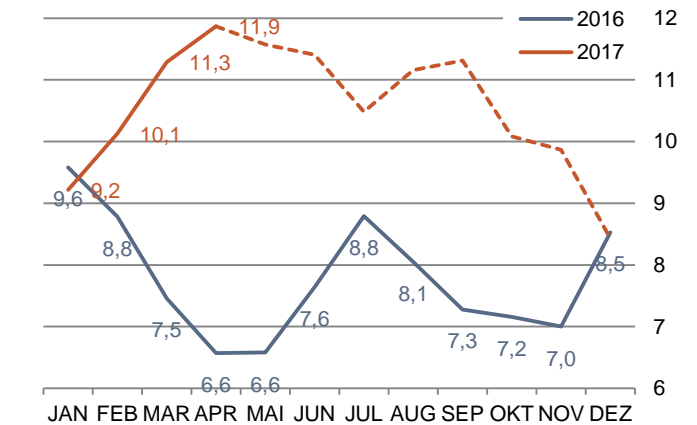
Im April entschied sich die türkische Bevölkerung in einem unter fragwürdigen Umständen gehaltenen Referendum knapp dafür (51,4 % vs. 48,6 % dagegen), das Regierungssystem von einer *parlamentarischen* zu einer *präsidialen* Demokratie zu ändern. Das neue System wird erst 2019, nach Neuwahlen des Parlaments und des Präsidenten, voll effektiv. Es ist aber gut möglich, dass die Wahlen vorgezogen werden. Doch die Märkte reagierten prompt und überwiegend positiv auf das Ergebnis. Die Lira stabilisierte sich und gewann etwas an Wert.

Wird jetzt alles gut? Wahrscheinlich nicht. Die positive Marktreaktion sollte nicht überbewertet werden. Sie begründet sich vor allem damit, dass nach dem Referendum wieder etwas Ruhe in das innenpolitisch höchst angespannte Land eingekehrt ist. Außerdem haben die Märkte die Unsicherheit über das Ergebnis des Referendums wieder ausgepreist. Schließlich macht die türkische Politik gerade einfach weniger Schlagzeilen als sonst.

Das nun kommende Präsidialsystem ist maßgeschneidert auf Präsident Erdogan. Im neuen System kann er unter Umständen bis 2034 an der Macht bleiben. Die strukturellen makroökonomischen Probleme (schwächelnde Investitionen, Wachstum unter Potenzial, hohe außenwirtschaftliche Verwundbarkeit) bestehen aber weiter – und wir sind skeptisch, ob ein noch weniger durch Parlament, Rechtsstaat und Öffentlichkeit kontrollierter Präsident wirklich nachhaltige, notwendige Reformen durchführen wird. Durch den Notstand nach dem Putschversuch letzten Sommer kann Erdogan de facto bereits jetzt als exekutiver Präsident regieren. Das führte bislang aber überwiegend zu Eskalation und Konflikt. Wahrscheinlicher ist also – leider –, dass politische Unruhe, Korruption und Vetternwirtschaft zu- und wirtschaftspolitische Agilität abnehmen werden, je länger Erdogan Präsident bleibt. Langfristig wird sich dadurch das Investitionsklima im Land tendenziell verschlechtern.

Nach dem Referendum werden außenpolitische Themen wie das Verhältnis zu Europa sowie das türkische Engagement im Syrien-Konflikt die Märkte immer mal wieder erschrecken. Wir erwarten zwar nicht, dass sich die Türkei von Europa oder der Nato wirklich abwenden wird (dazu ist sie wirtschaftlich zu abhängig), doch scharfe Rhetorik gegenüber dem Westen als auch Terroranschläge werden die Stimmung von Investoren und Touristen weiter dämpfen. Umso wichtiger wird eines der letzten wirtschaftspolitischen Gegengewichte zur Regierung: die Notenbank. Ihre Geldpolitik ist zwar zögerlich, doch hat sie zumindest den Druck auf die Wirtschaft immer wieder etwas entschärft. Der Preis dafür ist aber eine derzeit zweistellige Inflationsrate.

Inflation in diesem und letztem Jahr



In % gegenüber Vorjahresmonat. Gestrichelte Linie = Prognose. Quelle: Berenberg, Bloomberg.

Ein US-Dollar in türkischer Lira



Kurs für 1 US-Dollar. Invertierte Achse. Quelle: Bloomberg

Prognosen

	2016	2017	2018
BIP	2,9	2,2	2,8
Inflation	7,8	10,6	8,8
Haushalt	-3,1	-3,3	-2,8
Arbeitslosigkeit	10,9	12,0	11,5
Leistungsbilanz	-3,8	-4,2	-4,8

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

POLEN

Die Wirtschaft ist weiter stabil

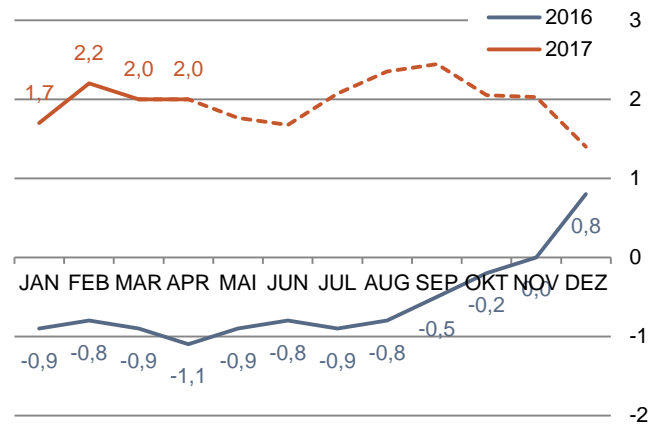
Die polnische Wirtschaft wächst robust. Im ersten Quartal dieses Jahres wuchs das BIP um satte 4 % gegenüber dem Vorjahresquartal. Vor allem die durch diverse staatliche Stimuli angereizte heimische Nachfrage wirkt sich positiv aus. Dazu kommt ein positives außenwirtschaftliches Umfeld. Denn: wenn die deutsche Wirtschaft anzieht, profitieren meist die verlängerten Werkbänke Deutschlands, also auch die polnische Wirtschaft. Die positive Entwicklung bestätigte kürzlich auch die Ratingagentur Moody's. Sie behielt ihr Rating für polnische Staatsanleihen zwar bei A2, hob aber ihren Ausblick von „negativ“ auf „stabil“ an.

Trotz der positiven Konjunkturreffekte durch mehr Staatsausgaben bleibt die national-populistische Regierung des Landes weiter ein zu beobachtendes Risiko für die Wirtschaft. Sie verschärft immer wieder ihre Rhetorik gegenüber Brüssel, während aus Brüssel kaum merkliche Retouren kommen. Mittelfristig kann sich auch deshalb ein sogenanntes „Europa der zwei Geschwindigkeiten“ herausbilden. Das hieße, dass zukünftig die Regierungen der EU-Staaten, die Brüssel weniger zugeneigt sind, noch weniger an der europäischen Integration teilhaben werden als andere. Dabei ist die EU-Mitgliedschaft – inklusive aller Gelder, aber auch Regeln, die aus Brüssel kommen – in den Augen der Investoren ein Gütesiegel für Polens aufstrebende Volkswirtschaft. Für sie bedeutet die EU, dass sich an die „Spielregeln“ (wie z.B. die Maastricht-Kriterien) gehalten wird. Entfernt sich Warschau also weiter von Brüssel, kann das mittelfristig einige Investitionen dämpfen.

Die Inflationsrate normalisiert sich derweil weiter. War sie im letzten Jahr noch überwiegend negativ, erwarten wir für dieses Jahr eine Inflation von durchschnittlich etwa 2 %. All das entspricht den Erwartungen der Notenbank. Diese gibt sich deshalb weiter sehr zurückhaltend und hält den Leitzins konstant bei 1,5 %. Dort wird der Leitzins wohl auch noch bis weit ins nächste Jahr bleiben. Erste Leitzinsänderungen erwarten wir frühestens im Sommer 2018. Eine Zinsänderung in beide Richtungen sind möglich.

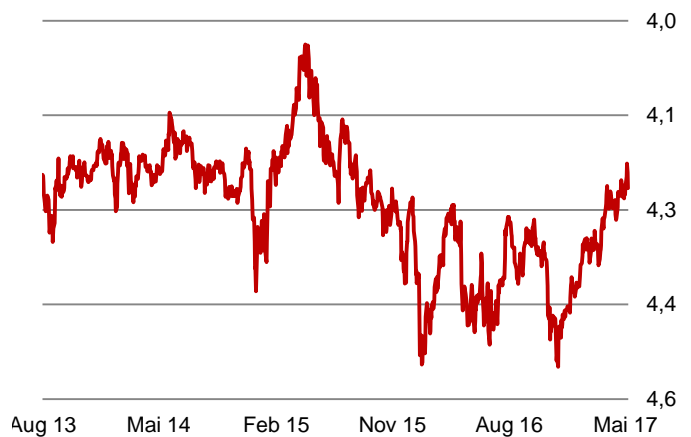
Die Stabilität der polnischen Wirtschaft und der Aufschwung der europäischen Konjunktur spiegeln sich auch im Verlauf des Zloty-Kurses wider. Er gewinnt unter üblichen Schwankungen langsam aber immer sicherer dazu. Sollten keine irritierenden Schlagzeilen aus Warschau kommen, könnte der Zloty zum Jahresende durchaus wieder unter 4,10 pro Euro notieren.

Inflation in diesem und letztem Jahr



In % gegenüber Vorjahresmonat. Gestrichelte Linie = Prognose. Quelle: Berenberg, Bloomberg.

Ein Euro in polnischen Zloty



Kurs für 1 Euro. Invertierte Achse. Quelle: Bloomberg

Prognosen

	2016	2017	2018
BIP	2,7	3,7	3,6
Inflation	-0,6	2,0	2,2
Haushalt	-2,4	-2,8	-2,9
Arbeitslosigkeit	9,0	7,4	6,7
Leistungsbilanz	-0,3	-1,3	-1,8

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

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