



Wie entwickelt sich der Konsum in Osteuropas großen Volkswirtschaften? Tendenziell gut – zumindest den Einzelhandelsumsätzen zufolge. Aber Rahmenbedingungen und Belastbarkeit unterscheiden sich von Land zu Land.

Einzelhandelsumsätze lassen Rückschlüsse darauf zu, wie willig die Verbraucher sind, Geld auszugeben – und damit die Konjunktur stützen. Wie sich der heimische Verbrauch entwickelt, hängt aber auch von der Kaufkraft der Einkommen ab, den Real-löhnen. Fallen diese, werden die Menschen zukünftig wohl weniger ausgeben. In Schwellenländern schwankt die Inflation oft mehr als in entwickelten Volkswirtschaften, was die um die Inflation bereinigten Löhne, also die Reallöhne, ebenfalls mehr schwanken lässt. Andererseits wächst die Nachfrage in Schwellen-ländern oft stärker als in entwickelten Volkswirtschaften. Doch ist sie, ähnlich der Inflation, auch schwankungsintensiver.

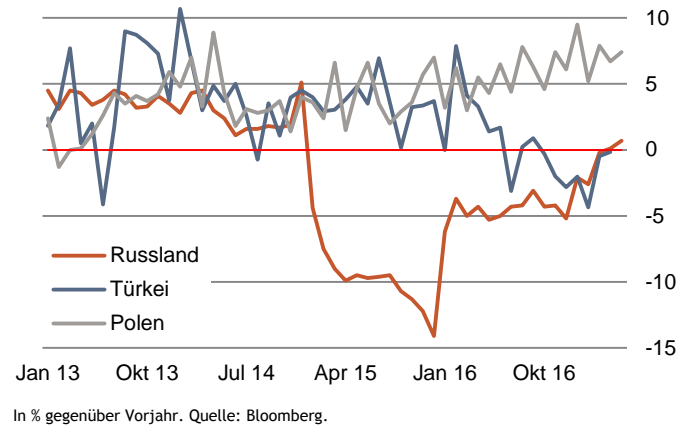
Die Einzelhandelsumsätze in Osteuropas großen Volkswirtschaften wachsen allesamt (obere Abbildung). Die Menschen geben also wieder mehr Geld aus. Doch sowohl Russland als auch die Türkei erholen sich gerade erst von einer konjunkturellen Tal-fahrt, während sich die polnische Nachfrage robust zeigt.

Russland wächst ganz langsam aus einer Rezession (Seite 2). Der Verfall der Ölpreise seit Ende 2014 und die Sanktionen wegen Russlands Annexion der Krim haben den Rubel abstürzen und die Inflation explodieren lassen. Das schwächte Reallöhne und Konsum. Nun ist die Inflation so niedrig wie lange nicht mehr, während die Sanktionen immer noch in Kraft sind. Der heimi-sche Verbrauch steigt und dürfte nach dem – noch nicht abzusehenden – Ende der Sanktionen sogar nochmals einen Schub erfahren.

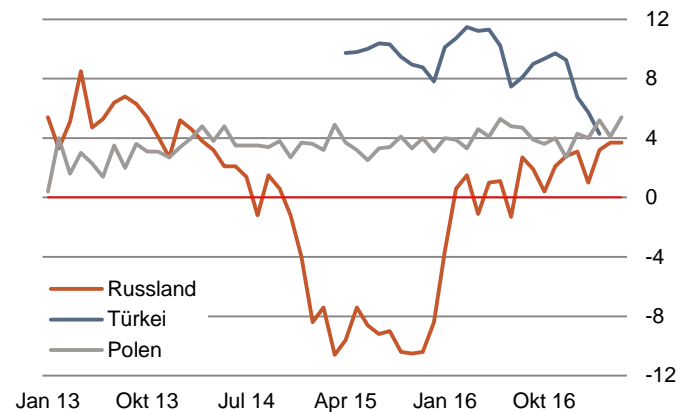
Die Türkei schrammte wegen politischer Turbulenzen und deren volkswirtschaftlichen Folgen knapp an einer Rezession vor-bei (Seite 3). Die Regierung hat durch mehr Staatsausgaben, Steuer-erleichterungen und Kreditgarantien vieles getan, um die Kon-junktur zu stabilisieren. Doch sie behindert die Notenbank beim Bekämpfen der immer noch zweistelligen Inflation, sodass die Reallöhne zuletzt fielen. Das schränkt das Wachstumspotenzial der heimischen Nachfrage ein.

Polen weist einen stabilen positiven Trend beim heimischen Verbrauch auf. Die Reallöhne wachsen nur sehr moderat und die Einzelhandelsumsätze schwanken sichtbar. Aber beides wächst stabil – auch schon vor den Steuergeschenken seit dem Regie-rungswechsel Ende 2015; die deflationsbedingte Konsumzurück-haltung der letzten Jahre ist überwunden.

Wachstum der Einzelhandelsumsätze



Wachstum der Reallöhne



Inhaltsverzeichnis

Russland	
Das Inflationsziel ist vorerst erreicht	Seite 2
Türkei	
Wachstum fast zu gut, um wahr zu sein?	Seite 3
Polen	
Die Wirtschaft wächst stabil	Seite 4

RUSSLAND

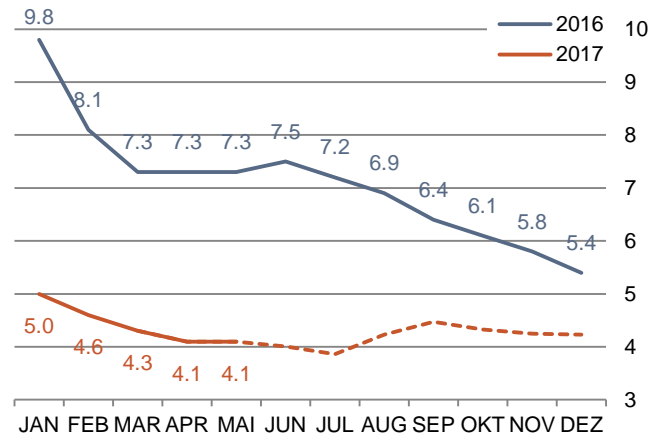
Das Inflationsziel ist vorerst erreicht

Russlands Konjunktur erholt sich weiter in Zeitlupe. Der im Mai verlängerte Deal mit einigen OPEC-Staaten, die Ölfördermengen zu begrenzen, hatte den Ölpreis etwas stabilisiert – und damit auch die zentrale Einnahmequelle der russischen Wirtschaft. Zuletzt fiel der Ölpreis wieder etwas. Das ließ den Kreml nervös werden. Aktuell steht der Preis für ein Fass Öl bei etwa 45 US-Dollar; Grundlage für die Haushaltsplanung ist ein Ölpreis von 40 US-Dollar. Der auf Kante genährte russische Haushalt, der etwa zu 40 % durch Einnahmen aus dem Export von Energie gedeckt wird, ist also weiter das Sorgenkind. Erfreulich ist darüber hinaus jedoch: Außerhalb des Energiesektors entstehen zarte Blüten industriellen Wachstums. Das ist vor allem der Sanktionsspirale zwischen dem Westen und Moskau zu verdanken: Es handelt sich um importersetzendes Wachstum. Derweil wollen die USA erneut ihre Russland-Sanktionen verschärfen.

Das Abkommen zwischen Moskau und seinen OPEC-Partnern hat aber auch Schattenseiten. Teureres Öl macht auch den Rubel wertvoller, was wiederum die in US-Dollar denominierten ÖL-Einnahmen etwas schmälert. Außerdem bremst der steigende Rubel russische Exporteure, deren Produkte im Ausland teurer werden. Schließlich macht die hohe Bedeutung von Öl für die russische Wirtschaft das Abkommen zu einem großen politischen Risiko. Denn ein politisch, also künstlich bestimmter Ölpreis verhindert strukturelle volkswirtschaftliche Anpassungen, die ein niedrigerer Ölpreis erzwingen würde. Der Deal könnte jederzeit aufgekündigt werden (was wir aber für unwahrscheinlich halten). Doch im März 2018 sind Präsidentschaftswahlen und im selben Monat läuft das letzten Monat verlängerte Abkommen aus. Wenn – aller Wahrscheinlichkeit nach – Putin wiedergewählt worden ist, könnten sich die wirtschaftspolitischen Prioritäten so verschieben, dass der Öl-Deal nach den Wahlen nicht nochmal verlängert wird. Ein anderes politisches Risiko bleibt der Syrienkonflikt, in dem zuletzt Washington und Moskau wegen des Abschusses eines syrischen Kampfflugzeuges aneinandergeraten sind.

Derweil hat die Notenbank ihr Inflationsziel von 4 % erreicht: Im April und im Mai lag die Inflationsrate bei 4,1 % und wir erwarten ähnliche Raten auch über die nächsten Monate. Ein hoher Leitzins und ein starker Rubel halten die Inflation in Schach. Die Notenbank hat also Spielraum – und nutzte ihn: Sie senkte im Juni den Leitzins um 25 Basispunkte auf 9 %. Wir erwarten, dass die Notenbank den Leitzins graduell auf um die 7 % zum Jahresende senken wird, ummantelt von sehr konservativer Rhetorik und relativ klarer *forward guidance*, also Ansagen über nächste Zins-schritte. Letztere Maßnahmen werden wichtiger, denn es wird schwer, die Inflation bei 4 % zu halten, während gleichzeitig der Leitzins normalisiert, also hier: gesenkt werden soll.

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	1,2	1,9
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

Wachstum fast zu gut, um wahr zu sein?

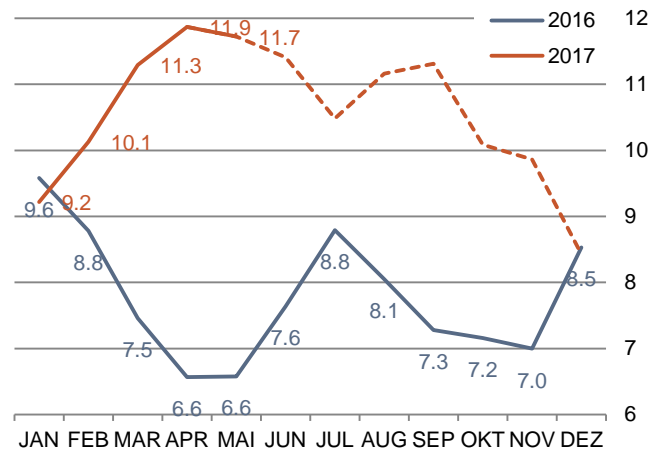
Das BIP-Wachstum fiel im ersten Quartal fast schon zu gut aus, um wahr zu sein: 5 % gegenüber dem Vorjahr. Andere Indikatoren, wie die Industrieproduktion, zeichnen ein schwächeres Bild. Zudem waren Staatsausgaben weiter tragend. Immerhin zogen die Exporte endlich an. Bei den türkischen Wachstumszahlen ist jedoch zu beachten: Kaum jemand im Lande traut sich noch, auch nur minimal regierungskritisch in Erscheinung zu treten – auch nicht die Mitarbeiter des türkischen Statistikamts mit ihren Berechnungen. Überschwänglich gute Konjunkturdaten aus der Türkei sollten also zumindest mit Vorsicht genossen werden.

Nichtsdestotrotz bewegt sich die türkische Wirtschaft in der Tat wieder in etwas ruhigeren Gewässern. Denn mittlerweile ist klar und sicher, dass Präsident Erdogan fest im Sattel sitzt und sitzen wird, keine Kritik duldet und mit harter Hand das Land regiert. Erst im April wurden wieder fast 4 000 Staatsbedienstete entlassen, ganz zu schweigen von weiteren Parlamentariern und Journalisten; die Notstandsgesetze sind weiter in Kraft und ermöglichen dem Präsidenten nahezu unkontrolliert zu regieren.

Die Inflation ist weiter zweistellig, fällt aber trendmäßig – überwiegend aus zwei Gründen: Die Lira erholte sich nach dem Verfassungsreferendum im April. Die Preise importierter Güter werden nicht mehr wechselkursbedingt teurer. Darüber hinaus wird die Inflationsrate auch wegen relativ starker Basiseffekte abnehmen. Ob die Notenbank maßgeblich dazu beiträgt, die Inflation wieder in einstelliges Territorium zu bekommen, ist weniger klar. Sie beließ im Juni die Leitzinsen unverändert bei 8 % (Repo-Zins), 9,25 % (Übernacht-Zins) und 12,25 % (*Late Liquidity Window*-Zins). Anstatt nur einen Leitzins zu haben und diesen zu ändern, bringt die Bank Geld in variierenden Tranchen zu den einzelnen Zinssätzen auf den Markt. Eine solche Unübersichtlichkeit schmälert die Effektivität der Geldpolitik, dient der Notenbank aber als Schutz. Denn: Erdogan und seine Regierung sind allergisch auf hohe Zinsen und machen dies immer wieder deutlich. Erst vergangene Woche mahnte Premierminister Yildirim private Banken endlich „vernünftige“ Zinsen zu verlangen, da ansonsten die Regierung „andere Maßnahmen ergreife“.

Vor dieser Drohkulisse wird Geldpolitik nicht leichter; wir erwarten deshalb sogar, dass die Notenbank die Zinsen über die kommenden Monate lockern wird. Das wird die Lira wieder etwas schwächen. Darüber hinaus steht am 25. September eine neue Quelle für Schwankungen in den türkischen Vermögenspreisen an: Im kurdischen Nordirak wird über die Unabhängigkeit von Bagdad abgestimmt. Ein „Ja“ wäre eher positiv, kann aber wohl einige politische Turbulenzen auslösen.

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	3,4	3,2
Inflation	7,8	10,6	8,8
Haushalt	-3,1	-2,8	-2,7
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 wächst stabil

Polens Konjunktur verläuft weiter stabil. Der heimische Konsum wächst und auch der Export nimmt aufgrund der etwas besseren westeuropäischen Konjunktur, vor allem in Deutschland, zu.

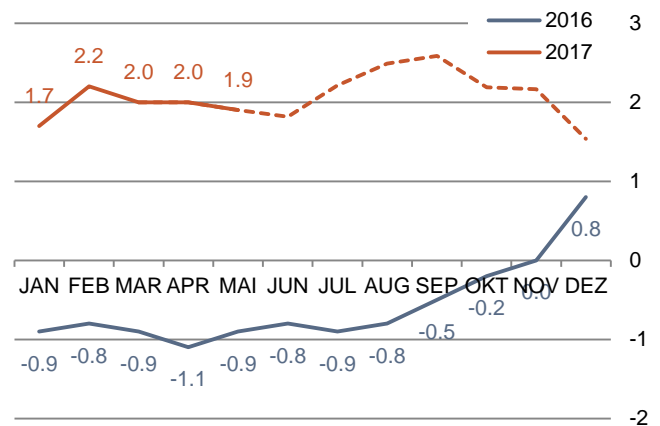
Infolgedessen nimmt die Arbeitslosigkeit ab. Fallende Arbeitslosigkeit lässt die Löhne steigen. Lohndruck kann wiederum schnell höhere Inflation bringen. Dem entgegen wirkt hier jedoch die Zuwanderung aus der Ukraine, die seit Mai Visa-frei vollzogen werden kann – und die sich dadurch wahrscheinlich intensivieren wird. Alleine 2016 haben sich etwa 1,4 Mio. Zuwanderer (bei 38 Mio. Einwohnern!) als Arbeitskräfte registrieren lassen. Sie besetzen vor allem Arbeitsplätze, die sich mit Polen nicht mehr besetzen lassen. Gleichzeitig könnten einige in Großbritannien – typischerweise überdurchschnittlich ausgebildete – lebende Polen nach einem tatsächlich vollzogenem Brexit wieder in ihr Heimatland zurückkehren – und damit dem dortigen Fachkräftemangel entgegenwirken.

Darüber hinaus baut die polnische Wirtschaft langsam ihre außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte etwas ab: Im Juni wurde das erste Mal eine Ladung Flüssiggas aus den USA importiert. Eine wichtiges Ereignis wenn man bedenkt, dass die Energieversorgung von Polens Wirtschaft immer noch sehr stark von russischen Öl- und Gasimporten abhängt. Infolge nun wahrscheinlich wachsender Energieimporte aus den USA wird Polen widerstandsfähiger gegenüber etwaigen geopolitischen Machtdemonstrationen im Energiebereich. Außerdem dürften die Verbraucherpreise dadurch an Stabilität gewinnen.

Die Notenbank belässt den Leitzins unverändert auf 1,5 % und bleibt im Abwarte-Modus, während die Inflationsrate sich weiter normalisiert. Herrschte bis letztes Jahr noch Deflation, erwarten wir für dieses Jahr eine Inflation von durchschnittlich etwa 2 %. All das entspricht den Erwartungen der Notenbank. Diese wird vorerst wohl nichts ändern. Möglicherweise könnte dieses Jahr noch das Inflationsziel von derzeit 2,5 % auf 2 % gesenkt werden, aber erste Leitzinsänderungen erwarten wir frühestens 2018 und dann wahrscheinlich eher nach oben.

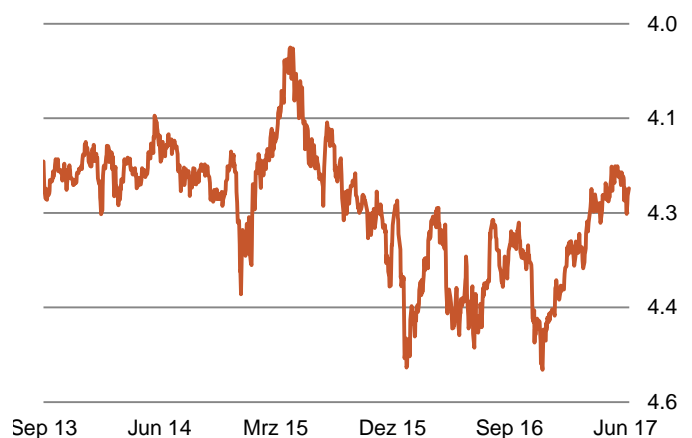
Auch wenn sich die Staatsfinanzen besser als erwartet entwickeln, bleibt die national-populistische Regierung und ihre scharfe Rhetorik gegenüber Brüssel ein zu beobachtendes Risiko. Heikel könnte es zum Beispiel dann werden, wenn es um die nach dem Brexit um die britischen Beiträge geminderten Brüsseler Milliarden-Hilfen an Osteuropa geht. Hier könnte Polen im 2020er Haushalt der EU Beträge in Milliardenhöhe weniger erhalten.

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	-2,4	-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