



Wie stark werden Rubel, Lira und Zloty schwanken? Für jede Währung haben die Märkte eine andere Antwort. Die Lira wird weiter stark schwanken, der Rubel beruhigt sich und der Zloty dürfte vergleichsweise wenig schwanken.

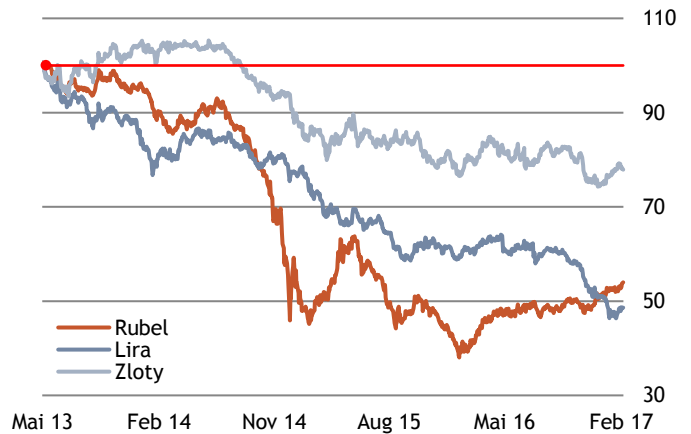
Seit Mai 2013 vollzieht sich ein Wandel in der Welt der Emerging Markets. Damals begann die US-Notenbank, den Märkten wieder weniger Kapital bereit zu stellen. Es folgten höhere US-Zinsen und ein teurerer US-Dollar. Alle Emerging Market-Währungen verloren an Wert, auch in Osteuropa (obere Abbildung) – doch nicht in gleichem Maße: Investoren unterscheiden seitdem immer stärker zwischen den einzelnen Volkswirtschaften. Und das zu Recht, denn wirtschaftlich gibt es deutliche Unterschiede und auch die politischen Risiken variieren stark. Diese Unterschiede spiegeln sich auch in den erwarteten Schwankungen der Wechselkurse wider (untere Abbildung). Die Daten zeigen, welche Schwankungsintensität die Devisenmärkte den betrachteten Währungen über die nächsten zwölf Monate zuordnen. Höhere Schwankungen sind problematisch, denn grenzüberschreitende Geschaftsvertrage sind dadurch zusätzlichen Risiken ausgesetzt und die Versicherungsprämien für Währungsrisiken werden teurer. Das ist wiederum schlecht für den Außenhandel.

Der Rubel stürzte vor allem wegen stark fallender Preise für Öl – dem Hauptexportguts Russland – seit Ende 2014 ab. Doch spätestens seitdem sich Moskau und die meisten Öl-Förderländer der OPEC Ende letztes Jahr darauf einigten, ihre Fördermengen zu deckeln, wird Öl wieder teurer. Das erlaubt der russischen Wirtschaft sich zu erholen – der Verkauf von Öl spült wieder Geld in die ausgebluteten Staatskassen. Dazu kommt die Perspektive auf politisches Tauwetter zwischen dem Kreml und dem Weien Haus. Das reflektiert sich nicht nur im Rubel-Aufschwung, sondern auch in den Erwartungen, dass er in Zukunft weniger schwanken wird.

Die Lira gehört zu den weltweit größten Verliererinnen der US-Geldpolitik. Vermögenswerte aus der stark in US-Dollar verschuldeten Türkei mit ihrem machthungrigen Präsidenten landen zunehmend auf der Verkaufsliste. Die Lira wird nicht nur schwächer, sondern schwankt auch immer deutlicher. Politische Risiken, wie das Verfassungsreferendum im Frühjahr sind hier wichtige Treiber der Wahrungsvolatilitat.

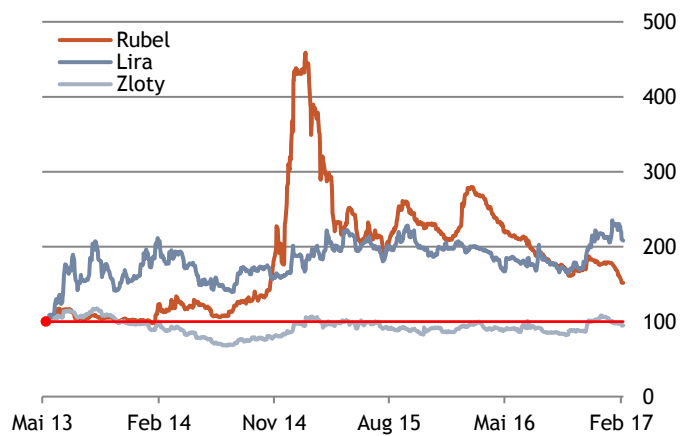
Der Zloty schwächelte zwar auch wegen politischer Spannungen, aber die EU-Mitgliedschaft funktioniert hier grundsätzlich immer noch als Gütesiegel, Korrektiv und Vertrauensvorschuss. Trotz zuletzt wirtschaftspolitisch fragwürdiger Maßnahmen werden vorerst nur relativ geringe Zloty-Schwankungen erwartet.

Wechselkurse wichtiger osteuropäischer Währungen



Index = 100 am 1. Mai 2013, Basis: Wechselkurse gegenüber US-Dollar. Quelle: Bloomberg.

Erwartete Währungsschwankungen



Index = 100 am 1. Mai 2013, Basis: Implizite Wechselkurs-Optionsvolatilitat gegenüber dem US-Dollar mit Verfall in 365 Tagen. Quelle: Bloomberg.

Inhaltsverzeichnis

Russland

Die Notenbank interveniert auf dem Devisenmarkt Seite 2

Türkei

Geldpolitische Flickschusterei wird nicht ausreichen Seite 3

Polen

Leitzins trotz zurückkehrender Inflation konstant Seite 4

RUSSLAND

Die Notenbank interveniert auf dem Devisenmarkt

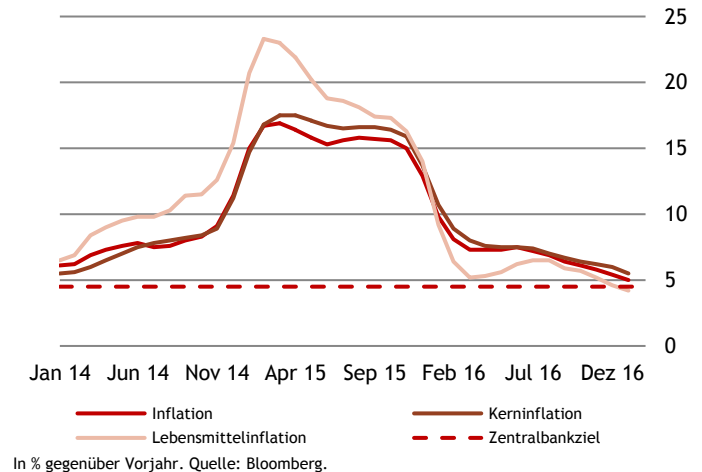
Russlands Volkswirtschaft bleibt auf Erholungskurs. 2016 schrumpfte das BIP noch leicht. Dieses Jahr erwarten wir rund 1,7 % BIP-Zuwachs. Das Rezessionstal ist also durchschritten. Das liegt weiterhin vor allem am wieder teurer werdenden Öl – dem Hauptexportgut Russlands.

Auch der Rubel wird durch den ölbasierten Aufschwung gestärkt. Dazu kommt, dass viele Marktteilnehmer das Verhältnis zwischen Washington und Moskau mit Donald Trump als US-Präsidenten nun etwas optimistischer sehen. Heißt: Trotz wieder aufflammenden Kämpfen in der Ostukraine erwarten einige nun ein Rückschrauben der Sanktionen. Wir sind hier skeptischer (und erwarten kein Ende der Sanktionen in diesem Jahr). Dennoch: In den letzten 12 Monaten gewann der Rubel rund 35 % gegenüber dem US-Dollar. Ende 2017 ist ein Level von rund 53 Rubel pro US-Dollar möglich. Das ist einerseits gut, da Importe nun billiger werden. Billigere Importe senken die Inflationsrate. Letztere hat sich in den letzten Monaten auch dank solider Geldpolitik gut entwickelt. Im Januar betrug sie nur noch 5 % und wir sehen noch weiteres Disinflationspotenzial. Das Notenbankziel von 4,5 % ist in erreichbarer Nähe – etwas, das nicht viele Emerging Markets vorweisen können.

Doch der stärker werdende Rubel ist auch ein Problem, jedenfalls in den Augen des russischen Finanzministeriums. Dieses bezieht seine Einnahmen zu einem großen Teil durch den Ölverkauf, also in US-Dollar, gleichzeitig sind die Ausgaben vorwiegend in Rubel. Dieser *currency mismatch* bringt Schwankungen mit sich, die problematisch werden, wenn die gesamte Haushaltsplanung auf Kante genäht ist. Und das ist sie im russischen Fall. Auch für russische Exporteure, deren Produkte im Ausland nun teurer werden, ist der stärkere Rubel ein Problem. Gleichzeitig ist jetzt aber ein guter Moment, Devisenreserven auszubauen. So haben Notenbank und Finanzministerium beschlossen, den Rubel durch Dollar-Käufe punktuell zu schwächen. Das erklärt auch die erwarteten abnehmenden Wechselkurschwankungen (siehe S. 1).

Doch die Devisenmarktinterventionen bringen die Gefahr mit sich, dass ein künstlich schwach gehaltener Rubel auch die Inflation künstlich höher hält, als sie es sein müsste. Die Folge: Die Notenbank will einerseits weiter das Preiswachstum in Schach halten – andererseits muss sie den Rubel stabilisieren. Die Bank muss nun also vorsichtiger vorgehen. Aufgrund der hohen Realzinsen und der generell positiven Inflationsentwicklung erwarten wir weitere Zinssenkungen auf etwa 8 % im Laufe des Jahres – nun aber etwas langsamer.

Inflation, Lebensmittel- und Kerninflation



Ein US-Dollar in russischen Rubel



Prognosen

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

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

TÜRKEI

Die geldpolitische Flickschusterei wird nicht ausreichen

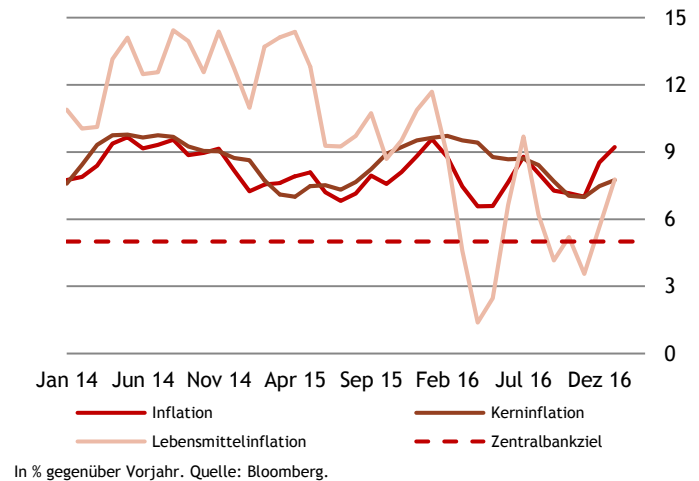
Die Türkei ist gefangen zwischen einer gefährlichen Abhängigkeit von ausländischem, kurzfristig gebundenem Kapital und einer gesellschaftlichen Polarisierung, die immer mehr ausländische und heimische Kapitalgeber, Verbraucher wie auch Touristen verschreckt. Derzeit erwarten wir für 2017 ein leichtes Schrumpfen des BIP um etwa 0,1 % und etwa 0,9 % Wachstum für 2018.

Das Kernproblem der Türkei ist zunächst schwierig zu quantifizieren: Seitdem Präsident Erdogan vor etwa dreieinhalb Jahren immer mehr Macht auf sich konzentriert, steigt die Sorge über die Investitionssicherheit in dem Land. Ohne ordentliche juristische und gesellschaftspolitische Gegengewichte kann die Macht in wenigen Händen schnell zum Kontrollverlust führen. Und die Sorge, dass es genau dazu kommt, wuchs durch den Putschversuch im Sommer 2016 und den danach ausgerufenen (und immer noch anhaltenden) Ausnahmezustand noch einmal. Dazu kommt noch Terrorangst (was auch die Touristen betrifft) sowie die Angst, das falsche zu sagen (was immer mehr „Oppositionelle“ betrifft; die Türkei ist derzeit laut Reporter ohne Grenzen auf Rang 151 von 181 Ländern in Sachen Pressefreiheit).

Diese Unsicherheit, zusätzlich getrieben durch die restriktivere US-Geldpolitik (siehe S. 1), frisst sich immer weiter in alle möglichen türkischen Makro-Daten (z.B. Vertrauen, Inflation, Wechselkurse) und Assetpreise (z.B. Zinsen). So begründete die Ratingagentur Fitch auch ihre kürzliche Entscheidung, türkische Staatsanleihen auf Ramschniveau zu setzen. Und ein Ende ist derzeit – leider – nicht in Sicht: Das Verfassungsreferendum im April, das Erdogans Macht juristisch zementieren soll, aber auch der Krieg mit den Kurden im Südosten des Landes oder der Syrienkonflikt können weitere Turbulenzen auslösen. Das ändert sich auch nicht dadurch, dass Erdogan mit US-Präsident Trump wohl besser zurechtkommt als noch mit Obama (der in den kurdischen Militärs eine starke Kraft gegen den IS sah).

Eine solide Geldpolitik könnte dem erodierenden Vertrauen in die Politik entgegenwirken. Doch die Märkte trauen auch der Notenbank immer weniger Unabhängigkeit und damit Handlungsfähigkeit zu. Präsident Erdogan wettet gegen eine „Zinslobby“ und fordert, die Zinsen niedrig zu halten. Die Notenbank versucht, durch das Nutzen von mittlerweile vier (!) verschiedenen Leitzinsen (deren Zusammenspiel nur schwer greifbar ist) den Druck von den Märkten und den Druck aus dem Präsidentenpalast auszugleichen. Im Januar hob sie einige Zinsen etwas an, aber mehr als geldpolitische Flickschusterei war das nicht. Die Inflation (zuletzt 9,2 %) frisst z.B. bei Zinsen auf fünfjährige Staatsanleihen von 10,8 % weiter zu viel vom Nominalzins, sodass sich ausländisches Kapital weiter zurückzieht.

Inflation, Lebensmittel- und Kerninflation



Ein US-Dollar in türkischer Lira



Prognosen

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

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

POLEN ■

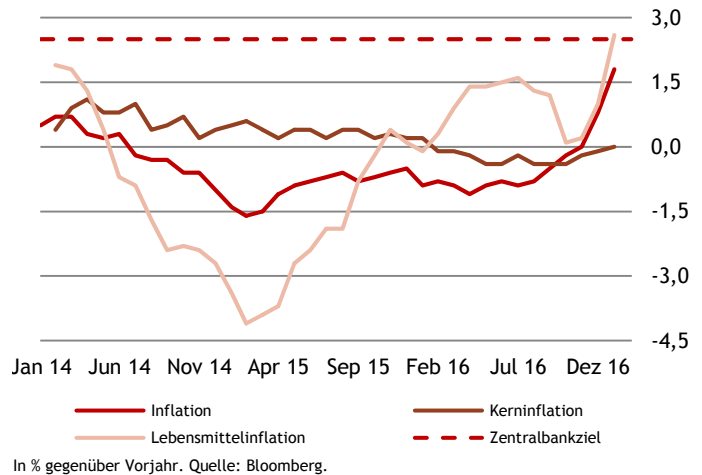
Notenbank hält den Leitzins trotz zurückkehrender Inflation konstant

Die polnische Wirtschaft wuchs 2016 offiziellen Hochrechnungen zufolge etwa 2,8 %. Das ist weniger als die Regierung erwartete. Letztere lieferte auch gleich eine Erklärung: Die BIP-Zahlen von vor 2015, als also noch die Vorgängerregierung an der Macht war, seien zu hoch gewesen. Denn: Es seien steuerbegünstigte Exporte deklariert worden, die aber niemals stattfanden. Wirtschafts- und Finanzminister Morawiecki nennt z.B. Handys, die in den Exportstatistiken auftauchten, die aber in Polen gar nicht hergestellt werden. Wie groß dieses Problem für die Berechnung der BIP-Zahlen tatsächlich ist, soll nun erst einmal von Zentralbank, Finanzministerium und Statistikamt geklärt werden. Unter dem Strich heißt das für Polen aber, dass das BIP zukünftig wohl eher um 3 als um 3,5 % schwanken wird.

Derweil gehen die Querelen zwischen Warschau und Brüssel weiter. Brüssel kritisiert, dass Warschau weiter die Rechtsstaatlichkeit im Lande untergrabe. Damit begründete die Ratingagentur Standard & Poor's im Januar dann auch ihre Entscheidung, die Kreditwürdigkeit Polens auf BBB+ zu senken. Auch bereitet die Haushaltsdisziplin Sorge. Warschau will, wie z.B. auch Budapest, wieder mehr Macht von der europäischen auf die nationale Ebene holen. Dennoch soll der hürdenfreie Zugang zum Binnenmarkt erhalten bleiben. Vor diesem Hintergrund kritisiert die polnische Regierung Gedankenspiele von einem „Europa der zwei Geschwindigkeiten“. Diese sind derzeit in Brüssel und anderswo beliebt. Polen könnte dabei in die Gruppe der „langsameren“ EU-Mitglieder fallen, wobei sich der Begriff „Geschwindigkeit“ auf den Integrationswillen des jeweiligen Landes – und nicht die Wirtschaftsleistung – bezieht. Doch gerade für europäische Schwellenländer sorgt die EU-Integration für eine höhere Glaubwürdigkeit und Verlässlichkeit bei Investoren. Das EU-Gütesiegel für die polnische Regierung, das momentan noch beruhigend auf Investoren wirkt (siehe S. 1), könnte dann also Kratzer bekommen – und damit die Unsicherheit über die Entwicklung polnischer Assetpreise erhöhen.

Die Inflation normalisiert sich weiter und kletterte von 0,8 % im Dezember auf 1,8 % im Januar. Doch ist sie immer noch weit vom Notenbankziel von 2,5 % entfernt. Deshalb entschied die polnische Zentralbank in ihrer Sitzung am 8. Februar, den Zins unverändert bei 1,5 % zu lassen. Notenbankchef Glapinski nennt das „konservativ und vorsichtig“; die Notenbank wird also weiter abwarten. Entsprechend erwarten wir trotz fallender Realzinsen bis Ende 2017 vorerst keine Zinsänderungen.

Inflation, Lebensmittel- und Kerninflation



Ein Euro in polnischen Zloty



Prognosen

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

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