

Erste Group Research: Droht den CEE-Volkswirtschaften eine Überhitzung?

- **Das Wirtschaftswachstum bleibt in CEE kräftig (ein Plus von 3,3% wird für 2017 erwartet), doch lassen die deutlich verbesserten Leistungsbilanzen – die vielfach sogar Überschüsse aufweisen – eher ein ausgewogenes Wachstum denn eine Überhitzung der Wirtschaft erwarten**
- **Die Inflationsraten sind deutlich angestiegen, könnten im März allerdings ihren Höhepunkt bereits überschreiten und danach in allen Ländern, mit Ausnahme Rumäniens, wieder nach unten korrigieren**
- **Trotz der anziehenden Inflation (durchschnittliche Steigerung: zwei Prozentpunkte) werden die meisten CEE-Zentralbanken ihre abwartende Haltung beibehalten, bis sich der Preisauftrieb längerfristig über der Zielvorgabe eingependelt hat**
- **Die ersten Schritte zur Straffung der Geldpolitik werden eher in Form verschärfter makroprudentieller Maßnahmen erfolgen, wie sie bereits in Tschechien, der Slowakei und Polen ergriffen wurde, denn über ein Anhebung der Zinsen**

Die in Zentral- und Osteuropa (CEE) zuletzt vielfach sehr positiven makroökonomischen Kennzahlen, wie zum Beispiel die stark anziehende Inflation, die sich abzeichnende Anspannung auf den Arbeitsmärkten und eine kräftige Sachgüterproduktion, werfen die berechnete Frage auf, ob in den CEE-Ländern eine Überhitzung der Wirtschaft droht. Um die ersten Anzeichen einer solchen Entwicklung frühzeitig zu erkennen, verwenden die Analysten der Erste Group für offene Volkswirtschaften wie jene in CEE das Leistungsbilanzdefizit als relevante Kennzahl. Sie verweisen darauf, dass eine wesentliche Verschlechterung der Leistungsbilanz das Entstehen wirtschaftlicher Ungleichgewichte signalisiert. Dies scheint derzeit allerdings nicht der Fall zu sein.

„Sowohl aus historischer als auch aus fundamentaler Sicht sehen die Leistungsbilanzsalden in der Region sehr gut aus. Vor der Krise verzeichneten alle CEE-Länder am BIP gemessen riesige – in manchen Fällen sogar zweistellige – Leistungsbilanzdefizite. Während solche Ungleichgewichte an sich nicht problematisch sind, da in Konvergenz befindliche Volkswirtschaften ja Auslandskapital ins Land bringen müssen, führte der Umstand, dass sie in CEE übermäßig hoch und oft schuldenfinanziert waren, während der Finanzkrise 2008-2009 zu einer verstärkten Schockanfälligkeit der Volkswirtschaften.“

Seither haben die CEE-Volkswirtschaften jedoch wieder ein Gleichgewicht gefunden und ihre Leistungsbilanzsalden enorm verbessert. Kroatien, Tschechien, Ungarn, Slowenien und die Slowakei erzielen sogar Überschüsse. Zum Großteil wurden die Anpassungen von der positiven Entwicklung der Handelsbilanz getrieben. Rückläufige Rohstoffpreise und der verstärkte Zufluss von EU-Mitteln haben ebenfalls zur Verbesserung der Leistungsbilanzpositionen beigetragen“, erläutert Juraj Kotian, Head of CEE Macro/FI Research bei Erste Group.

Die Inflationsraten sind deutlich gestiegen – aber die meisten Zentralbanken werden vermutlich noch weiter abwarten

Die Inflationsrate ist in CEE seit September 2016 deutlich – um durchschnittlich etwa zwei Prozentpunkte – gestiegen. Dieser Anstieg war allerdings zum Großteil so erwartet worden und war nicht die Folge eines Nachfragedrucks. Die gegenüber dem Vorjahr deutliche Trendwende bei den Öl- und Energiepreisen war eher durch die im ersten Quartal 2016 ungewöhnlich niedrige Basis denn die starken Preiserhöhungen der letzten Monate bedingt. In Tschechien, Ungarn, Polen und Slowenien erreichte die Inflation die Zielvorgabe oder kam nahe an sie heran. Im März ist ein weiterer Anstieg möglich, doch sollte danach eine Korrektur einsetzen, sobald der aus den im ersten Quartal 2016 niedrigen Ölpreisen resultierende Basiseffekt ausläuft. Die Analysten der

Erste erwarten daher keine überstürzten Aktionen der Zentralbanken und damit in naher Zukunft keine Zinsanhebungen. „Wir erwarten, dass die Zentralbanken eher ihre abwartende Haltung beibehalten und erst dann Maßnahmen ergreifen werden, wenn sich die Kerninflation längerfristig oder mit einem gewissen Sicherheitsabstand über dem Zielwert einpendelt hat“, erklärt Zoltan Arokszallasi, Chief Analyst, CEE Macro/FI Research.

Serbien ist das einzige CEE-Land, in dem die Analysten dieses Jahr eine Anhebung des Leitzinses erwarten (auch als Reaktion auf die Zinsschritte der Fed, da der US-Dollar für Investoren eine wichtige Rolle spielt). In Rumänien könnte auch nur der Tagesgeldsatz erhöht werden, um die Geldmarktzinsen näher an den Leitzins heranzuführen. Die stärkste geldpolitische Maßnahme könnte als Reaktion auf die höhere Inflation in Tschechien erfolgen. „Wir erwarten, dass die Tschechische Nationalbank ihre Kronen-Obergrenze im April aufgibt und den Zufluss weiterer spekulativer Geldflüsse in die Tschechische Krone abwehren kann. Eine stärkere Krone sollte in dieser exportorientierten Wirtschaft mittelfristig zu einer strafferen Geldpolitik führen und damit zur Eindämmung der Inflation beitragen“, so Zoltan Arokszallasi abschließend.

Eine erste Straffung der Geldpolitik wird durch makroprudentielle Maßnahmen erfolgen

Vor einer Anhebung der Zinsen durch CEE-Zentralbanken erwarten die Analysten der Erste Group eine Verschärfung der Geldpolitik durch restriktivere makroprudentielle Maßnahmen. In Tschechien, der Slowakei und Polen wurden bereits derartige Schritte unternommen. Dort haben die Regulierungsbehörden höhere Anzahlungen für Hypotheken, niedrigere Beleihungsquoten und eine Senkung des Schuldendienstes in Relation zum verfügbaren Einkommen vorgeschrieben.

Ausblick 2017

- Das **Wirtschaftswachstum** sollte sich in der CEE-Region dank der Inlandsnachfrage auf 3,3% (2016: 3,0%) beschleunigen. Dieses Wachstum sollte weiterhin vor allem durch den Verbrauch der privaten Haushalte getrieben werden, während sich die Investitionen nach der schwachen Performance 2016 vor allem durch EU-Mittel beleben könnten.
- Für die **Inflationsrate** wird 2017 gegenüber 2016 ein Anstieg um mehr als zwei Prozentpunkte prognostiziert, wobei (aufgrund des Basiseffekts) der Höhepunkt im März überschritten werden sollte. Danach sollte sich die Inflation in den CEE-Ländern wieder abschwächen oder sogar zurückgehen, ausgenommen in Rumänien, wo die Inflation durch die Senkung indirekter Steuern bisher künstlich niedrig gehalten wurde. Da dieser Effekt aber auslaufen wird, wird die Inflationsrate in Rumänien zum Jahresende im Vergleich zum aktuellen Stand wesentlich höher liegen.
- **Der Leistungsbilanzsaldo** wird sich nur leicht (um durchschnittlich 0,4 Prozentpunkte) verschlechtern, womit die Region weiterhin einen kleinen Überschuss (0,2% des BIP) verzeichnen sollte. Innerhalb der CEE-Region sollte Rumänien die stärkste Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits (um etwa einen Prozentpunkt auf 3,3% des BIP) verzeichnen, doch sollte die Verschlechterung aufgrund einer etwas restriktiveren Fiskalpolitik in Grenzen bleiben, da die Europäische Kommission gegen Rumänien wegen seines über 3% liegenden Haushaltsdefizits 2018 ein Defizitverfahren einleiten könnte.
- **Die CEE-Währungen** werden in den kommenden Quartalen weiter divergieren. Bis Jahresende könnten zwei Währungen gegenüber dem aktuellen Stand des Euro auf- und drei abwerten. Die Tschechische Krone hat nach Aufgabe der Wechselkurs-Obergrenze fundamental das größte Aufwertungspotenzial, doch könnte der extrem hohe Bestand an CZK-Long-Positionen, die zu schließen sein werden, den Aufwärtstrend beschränken oder sogar deutliche Korrekturen auslösen. Die Analysten sehen auch für den Polnischen Zloty gegenüber dem Euro bis Jahresende Spielraum für eine Aufwertung, da Polen angesichts seiner Fundamentaldaten interessante Carry-Möglichkeiten bietet. Gleichzeitig könnte der polnische Markt auch schon damit beginnen, die erste Zinsanhebung im ersten Halbjahr 2018 einzupreisen. In Rumänien und Ungarn, wo beiden Zentralbanken zu einer akkommodierenden Haltung neigen, könnten sich die Währungen leicht abschwächen, was den Zentralbanken jedoch keine Sorgen bereiten wird und derzeit als durchaus erwünscht gilt.