

Schwäche im Ausland trübt die Aussichten

CEE Macroeconomic Analysis & Strategy

CEE Quarterly: 4Q24

Übersetzung der englischen Originalversion
vom 1. Oktober 2024

[Link](#)

Sehr geehrte Abonnenten,

im Einklang mit der Vision unserer Gruppe, die Bank für die Zukunft Europas zu sein, konzentrieren wir uns weiterhin auf Produktinnovationen und exzellenten Service. Ab dem 2. September werden diese Publikationen in „Investment View“ umbenannt und von der UniCredit Group Investment Strategy bereitgestellt, einem einzigartigen globalen Team, das die Anlagestrategien der UniCredit-Kunden unterstützt und unsere Research-Experten mit einbezieht. Diese strategische Entwicklung hat keine Auswirkungen auf den Inhalt der Mitteilungen, die Sie abonniert haben. Allerdings gelten unsere makroökonomischen und strategischen Research-Publikationen nicht mehr als Investment Research im Sinne der geltenden aufsichtsrechtlichen Bestimmungen.

Dieser weitere Schritt zielt darauf ab, internes Fachwissen zu nutzen und unseren Kunden durch Beratungs- und Portfoliomanagementlösungen zusätzliche und einheitliche Dienstleistungen anzubieten. Unsere erstklassige Wirtschafts- und Marktanalyse wird nun dazu beitragen, die Anlagestrategie der UniCredit Group zu formulieren, basierend auf makroökonomischen Daten und Finanzinformationen, die vom internen Team bereitgestellt werden.

Group Investment Strategy



“ Ihr führender Bankpartner in Mittel- und Osteuropa ”

 **Bank Austria** Member of  **UniCredit**

 **HypoVereinsbank** Member of  **UniCredit**

 **UniCredit Bank**

 **UniCredit Bank Banja Luka**

 **UniCredit Bulbank**

 **Zagrebačka banka**
UniCredit Group

Inhalt

- 4 Schwäche im Ausland trübt die Aussichten
- 58 Im CEE Quarterly verwendete Akronyme und Abkürzungen

LÄNDER

- 20 **Bulgarien:** Das Bekenntnis zum Beitritt zur Eurozone steht vor einem weiteren Test
- 24 **Kroatien:** Inlandsnachfrage bleibt voraussichtlich der wichtigste Wachstumsmotor
- 28 **Tschechische Republik:** Die Privaten Haushalte sind der Schlüssel zu einem BIP-Aufschwung
- 32 **Ungarn:** Disinflation auf dem Weg, finanzpolitische Unsicherheit bleibt
- 36 **Polen:** Erholung auf Kurs
- 40 **Rumänien:** Fiskalische Unsicherheit prägt die Wirtschaftsaussichten
- 44 **Slowakei:** Slowakei steht vor Haushaltskürzungen
- 46 **Slowenien:** Schwächere Exporte belasten das Wachstum

EU-KANDIDATEN UND ANDERE LÄNDER

- 48 **Bosnien und Herzegowina:** Suche nach Veränderungen in der Struktur der Staatsausgaben
- 50 **Serbien:** Inlandsnachfrage treibt das Wachstum weiter an
- 54 **Türkei:** Der Fokus liegt weiter auf der Disinflation

Erstveröffentlichung der
deutschen Übersetzung am
18. Oktober 2024

Marco Valli,
Head of Macroeconomic Analysis,
Chief European Economist
Piazza Gae Aulenti, 4 - Tower C
I-20154 Milan

Impressum:
UniCredit
Group Investment Strategy
Arabellastraße 12
D-81925 Munich

Anbieterkennzeichnung:
www.investmentinsights.unicredit.eu

Marco Valli, Head of Macroeconomic Analysis, Chief European Economist (UniCredit, Milan)
+39 02 8862-0537, marco.valli@unicredit.eu

Zsolt Becsey, Chief Economist Hungary (UniCredit Bank Hungary)
+36308190489, zsolt.becsey@unicreditgroup.hu

Gökçe Çelik, Senior CEE Economist (UniCredit, London)
+ 44 207 826-6077, gokce.celik@unicredit.eu

Hrvoje Dolenc, Chief Economist (Zagrebačka banka)
+385 1 6006-678, hrvoje.dolenc@unicreditgroup.zaba.hr

Eszter Gárgyán, CFA, FX Strategist - CEE (UniCredit, Munich)
+49 89 378 20469, eszter.gargyan@unicredit.de

Lubomír Koršňák, Chief Economist (UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia)
+42 12 4950-2427, lubomir.korsnak@unicreditgroup.sk

Mauro Giorgio Marrano, Senior CEE Economist (UniCredit, Vienna)
+43 664-88291393, mauro.giorjomarrano@unicredit.de

Anca Maria Negrescu, Senior Economist Romania (UniCredit Bank Romania)
+40 21 200-1377, anca.negrescu@unicredit.ro

Kristofor Pavlov, Chief Economist (UniCredit Bulbank)
+359 2 923-2192, kristofor.pavlov@unicreditgroup.bg

Pavel Sobišek, Chief Economist (UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia)
+420 955 960-716, pavel.sobisek@unicreditgroup.cz

Schwäche im Ausland trübt die Aussichten

Gökçe Çelik

Senior CEE Economist
(UniCredit, London)
+44 207 826-1032
gokce.celik@unicredit.eu

Mauro Giorgio Marrano

Senior CEE Economist
(UniCredit, Vienna)
+43 664-88291393
mauro.giorgiomarrano@unicredit.eu

Eszter Gárgyán, CFA

FX Strategist – CEE
(UniCredit, Munich)
+49 89 378 20469
eszter.gargyan@unicredit.de

- Wir erwarten, dass die Volkswirtschaften der EU-CEE¹-Region im Jahr 2024 um etwa 2,3% und 2025 um 2,8% wachsen werden, wobei das Wachstum in den westlichen Balkanländern² über 3% liegen wird. Für die Türkei prognostizieren wir eine Verlangsamung des Wachstums auf 3% in diesem Jahr und 2,8% im Jahr 2025.
- Der private Verbrauch wird der größte Wachstumsmotor bleiben. Wir gehen davon aus, dass die Investitionen im Jahr 2025 stärker zum Wachstum beitragen werden, insbesondere wenn die öffentlichen Investitionen mit Hilfe von mehr EU-Mitteln anziehen. Für das kommende Jahr erwarten wir eine allmähliche Erholung der Auslandsnachfrage.
- Die Arbeitsmärkte sind weiterhin angespannt, was auf die starke Inlandsnachfrage zurückzuführen ist, auch wenn wir eine gewisse Differenzierung zwischen den Sektoren feststellen, die die unterschiedlichen Auswirkungen der schwachen Auslandsnachfrage widerspiegelt. Wir erwarten, dass das Lohnwachstum weiterhin über der Inflation liegen wird.
- Wir erwarten, dass die Slowakei, Rumänien und die Türkei im Jahr 2025 erhebliche Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung unternehmen werden, während die Anpassungen in Polen und der Tschechischen Republik gering ausfallen werden. Ungarn wird sein Haushaltsdefizit weiter senken. In allen anderen CEE-Ländern sind die fiskalischen Risiken begrenzt. Sollte es nicht zu einer Straffung der Finanzpolitik kommen, sehen wir in Ungarn, Rumänien und der Slowakei das Risiko einer Herabstufung der Bonität.
- Die Disinflation könnte in 4Q24 zum Stillstand kommen, sich aber im nächsten Jahr fortsetzen, was zusammen mit den sinkenden Kernmarktzinsen den Zentralbanken in der Region Spielraum für Zinssenkungen verschaffen würde. Fiskalische Risiken und die Divergenz zwischen Waren- und Dienstleistungsinflation rechtfertigen ein vorsichtiges Vorgehen. Wir gehen davon aus, dass die NBP und die CBRT in 1H25 mit Zinssenkungen beginnen werden, während die CNB möglicherweise bereits ihren finalen Leitzins in diesem Zyklus erreicht hat. Die NBH, die NBR und die NBS hingegen könnten ihre Zinssenkungen schrittweise fortsetzen, da sie das Ende des Zyklus nach 2025 voraussichtlich noch nicht erreicht haben werden.
- Während die Risiken einer übermäßigen Abschwächung des Wechselkurses aufgrund der sich verbessernden Außenhandelspositionen gedämpft sind, erwarten wir, dass die Wechselkurse aufgrund der lockeren Haushaltslage und einer positiven Lücke bei den Inflationsaussichten im Vergleich zu den wichtigsten Handelspartnern der Region tendenziell steigen werden. Die Ausnahme ist die EUR-CZK.
- Eine starke Vertretung der EU-CEE-Länder in der neuen Europäischen Kommission bietet diesen Ländern bedeutende Möglichkeiten, die Zukunft der Europäischen Union zu gestalten.
- Die mögliche Wiederwahl Donald Trumps zum US-Präsidenten könnte wirtschaftliche und geopolitische Risiken für die CEE-Länder mit sich bringen, wenn die US-Wirtschaftspolitik protektionistischer wird und das Engagement in der NATO nachlässt.

Die Inlandsnachfrage wird trotz der Haushaltskonsolidierung weiterhin der Wachstumsmotor sein

Die Inlandsnachfrage hat die wirtschaftliche Erholung in der CEE-Region in diesem Jahr angetrieben, während die schwache Exportnachfrage das verarbeitende Gewerbe belastet hat. Wir erwarten nach wie vor eine Erholung der Auslandsnachfrage im Jahr 2025 und weisen auf die Risiken hin, dass eine länger anhaltende Schwäche die Inlandsnachfrage über die Arbeitsmarktbedingungen und die Erwartungen der Verbraucher beeinträchtigen könnte. Wir glauben, dass die Regierungen der CEE-Länder in diesem Fall nur begrenzten fiskalischen Spielraum haben, um das Wachstum anzukurbeln, da sie ihre Haushaltsdefizite einschränken müssen. Während die Transfers an die Haushalte zurückgefahren werden könnten, um angesichts der notwendigen Haushaltskonsolidierung Spielraum für Investitionsausgaben zu schaffen, wird der private Verbrauch weiterhin durch das Lohnwachstum gestützt, das die Inflation in der Region übersteigt. Im Gegensatz zur Finanzpolitik dürfte die Geldpolitik weiter gelockert werden, da die anhaltende Disinflation und die niedrigeren Kernzinsen den Zentralbanken Spielraum für weitere Zinssenkungen bieten.

¹EU-CEE bezieht sich auf die CEE-Länder, die Mitglied der EU sind: Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, die Slowakei, Slowenien, Tschechien und Ungarn.

² Westlicher Balkan bezieht sich auf Serbien und Bosnien und Herzegowina

1. SCHWACHE AUSLANDSNACHFRAGE

Die seit langem erwartete Erholung der Auslandsnachfrage hat sich verzögert, und die verfügbaren Daten deuten nicht darauf hin, dass eine deutliche Verbesserung unmittelbar bevorsteht. Wir halten zwar an unserer Annahme fest, dass es 2025 zu einer Verbesserung kommen wird, meinen aber, dass das Risiko eines Übergreifens der Schwäche auf die Binnennachfrage über die Beschäftigung und die Verbraucherstimmung zunimmt.

Keine Anzeichen für ein schnelles Anziehen der Auslandsnachfrage

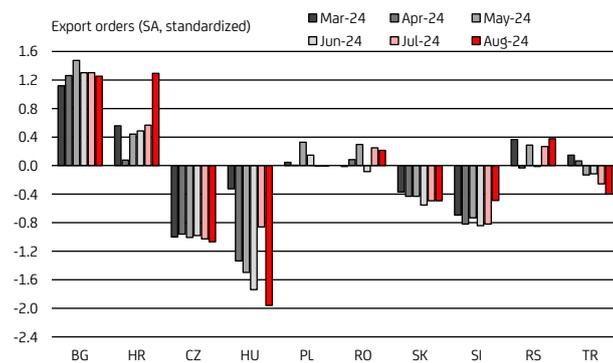
Für die CEE-Volkswirtschaften hatten wir den Beginn einer allmählichen Erholung der Auslandsnachfrage bereits für 2H24 erwartet. Die Konjunktur in der Eurozone ist jedoch im bisherigen Jahresverlauf schleppend geblieben, und Hochfrequenzindikatoren wie die PMIs und der deutsche Ifo-Index signalisierten zuletzt einen weiteren Verlust an Dynamik im verarbeitenden Gewerbe, insbesondere in Deutschland. Wie die rückläufigen Exportaufträge zeigen, ist dies ein schlechtes Vorzeichen für die Warenexporte der von diesen Märkten abhängigen CEE-Länder (Grafik 1).

Geringe Exportnachfrage belastet CEE-Hersteller

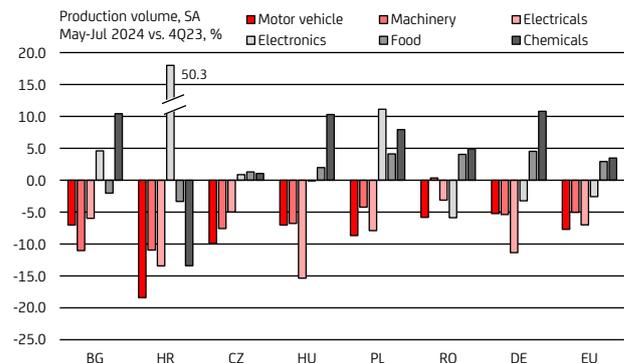
Die Tschechische Republik und Ungarn könnten die anfälligeren CEE-Volkswirtschaften sein, da ihr Anteil an den Ausfuhren nach Deutschland mit mehr als 30% in Tschechien und über 25% in Ungarn am höchsten ist. Die anderen sehr offenen Volkswirtschaften der Region, die Slowakei und Slowenien, folgen demselben Muster. Polens Anteil an den Ausfuhren nach Deutschland ist zwar ebenfalls hoch (28%), könnte aber besser abschneiden, da seine Ausfuhren nach Sektoren stärker diversifiziert sind. Es überrascht auch nicht, dass die Produktion von Maschinen, elektrischen Ausrüstungen und Kraftfahrzeugen seit 4Q23 rückläufig ist (Grafik 2), da dies die wichtigsten Exportgüter der Region nach Deutschland sind.

SCHWACHE AKTIVITÄT DER HANDELSPARTNER BELASTET CEE-FABRIKEN

Grafik 1: Exportaufträge gingen in den offensten Volkswirtschaften stärker zurück



Grafik 2: Hersteller der wichtigsten Exportgüter nach Deutschland leiden stärker



Grafik links: Exportaufträge (saisonbereinigt, standardisiert); Grafik rechts: Produktionsvolumen, saisonbereinigt, Mai-Juli 2024 vs. 4Q23, in %: Kraftfahrzeuge, Maschinen, Elektrische Geräte, Elektronische Geräte, Nahrungsmittel, Chemieprodukte

Quelle: Eurostat, nationale statistische Ämter (Kroatien), Macrobond, UniCredit Group Investment Strategy

Unterschiedliche Trends in den Handelsbilanzen

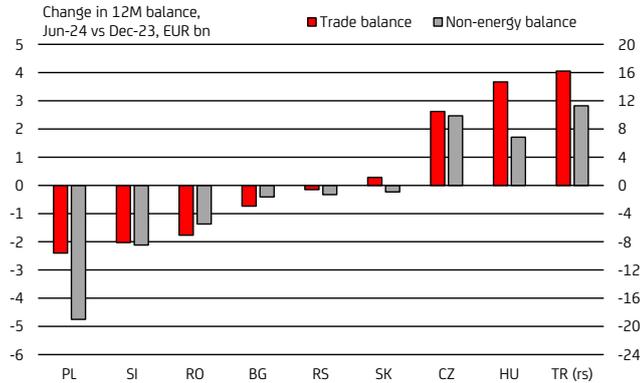
Die Entwicklung der Handelsbilanz (12 Monate kumuliert) verlief in den CEE-Ländern seit Beginn dieses Jahres unterschiedlich (Grafik 3). Mit Ausnahme von Slowenien und der Türkei ist jedoch allen Ländern gemeinsam, dass die Exporte zurückgegangen sind. In den Ländern, in denen sich die Handelsbilanz verbesserte, d.h. in Tschechien und Ungarn, war dies auf einen noch stärkeren Rückgang der Importe zurückzuführen. Die Energiebilanzen verbesserten sich in allen Ländern mit Ausnahme Bulgariens und Rumäniens, was auf geringere Einfuhrmengen und den Rückgang der Energiepreise³ zwischen 1H23 und 1H24 zurückzuführen ist. Bulgarien und Rumänien waren stärker von der Dürre und dem niedrigen Wasserstand der Flüsse betroffen, die ihre Energieproduktion (Wasserkraft und Kernenergie) reduzierten.

Die Leistungsbilanzsalden werden sich 2024 im Vergleich zum Vorjahr wahrscheinlich verschlechtern, was die oben erwähnte Handelsbilanzdynamik widerspiegelt, obwohl die Dienstleistungsexporte bisher besser abschneiden. In unserem Basisszenario (Grafik 4) erwarten wir, dass sich sowohl die Leistungsbilanz als auch die erweiterten Basissalden im nächsten Jahr verbessern werden. Sie könnten jedoch enttäuscht werden, wenn sich die Handelsdynamik nicht erholt. Letzteres könnte auch den Zufluss ausländischer Direktinvestitionen durch eine geringere Investitionsbereitschaft beeinträchtigen.

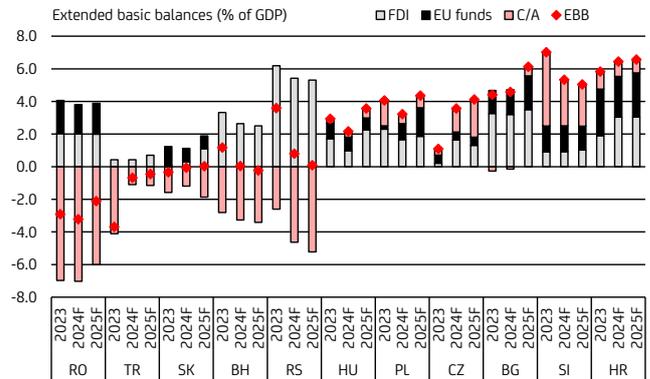
³ Ausgenommen Erdölprodukte.

BISHER UNEINHEITLICHES BILD DER AUßENHANDELSBILANZEN

Grafik 3: In den meisten Fällen geringere Ausfuhren, in einigen sogar geringere Einfuhren



Grafik 4: Verbesserung der Leistungsbilanz und der erweiterten Salden bis 2025



Grafik links: Veränderung der 12-Monatsbilanz, Juni 2024 vs. Dezember 2023, in Mrd. EUR, Handelsbilanz, Handelsbilanz ohne Energieprodukte
 Grafik rechts: Erweiterte Basisbilanz (in % des BIP); ausländische Direktinvestitionen, EU Mittel, Leistungsbilanz, erweiterte Basisbilanz

Quelle: nationale statistische Ämter, Eurostat, UniCredit Group Investment Strategy

2. BEDARF AN FISKALISCHER KONSOLIDIERUNG BEDEUTET LIMITIERTEN FISKALISCHEN SPIELRAUM ZUR UNTERSTÜTZUNG DES WACHSTUMS

Notwendigkeit der Haushaltskonsolidierung begrenzt finanzpolitischen Spielraum in der Slowakei, Rumänien und Polen

Wir sehen einen begrenzten Spielraum für die Regierungen, das Wachstum durch die Finanzpolitik zu stützen, wenn die schwache Auslandsnachfrage die Wirtschaftstätigkeit im nächsten Jahr weiter belastet. Insbesondere die Länder, gegen die die Europäische Kommission ein Defizitverfahren eingeleitet hat, d.h. die Slowakei, Polen, Ungarn und Rumänien, müssen ab 2025 mit der Haushaltskonsolidierung beginnen, um die Anforderungen der Kommission zu erfüllen. Eine zu langsame Anpassung der Defizite könnte das Risiko einer Herabstufung des Ratings in diesen Ländern erhöhen.

Haushaltsdefizite haben sich 2024 aufgrund von Wahlversprechen vergrößert

Die Haushaltsdefizite werden in diesem Jahr höher ausfallen als 2023, da die Regierungen vor den Wahlen zögerten, den Geldhahn zuzudrehen und/oder versuchten, ihre Versprechen an die Wähler zu erfüllen (Grafik 5). Eine Ausnahme bilden Tschechien und Ungarn, denen es gelungen ist, die Ausgaben und das Haushaltsdefizit zu verringern, auch wenn weitere Fortschritte im Jahr 2025 durch die anstehenden Wahlen eingeschränkt werden könnten. In der Türkei wird das Haushaltsdefizit in diesem Jahr zwar geringer ausfallen als 2023, doch wird sich das Kassendefizit aufgrund aufgeschobener Zahlungen (die Ende 2023 aufgelaufen sind) wahrscheinlich ausweiten, was bedeutet, dass der lockere finanzpolitische Kurs auch 2024 fortgesetzt wird.

Polen scheint es nicht eilig zu haben, seine Fiskalpolitik vor den Präsidentschaftswahlen zu verschärfen

Von den Ländern, die einem Defizitverfahren unterliegen, scheint Polen dasjenige zu sein, das für 2025 die am wenigsten beeindruckende Anpassung anstrebt. Im Einklang mit dem Ende August angekündigten Haushaltsentwurf erwarten wir eine Senkung des Haushaltsdefizits um nur 0,2 Prozentpunkte von 5,7% des BIP im Jahr 2024 auf 5,5% des BIP im nächsten Jahr. Angesichts der entscheidenden Präsidentschaftswahlen, die voraussichtlich im Mai-Juni stattfinden werden, wird die polnische Regierung wahrscheinlich schmerzhaftes Haushaltskürzungen vermeiden und die erforderliche Haushaltskonsolidierung auf 2026 verschieben, das einzige wahlfreie Jahr zwischen 2023 und 2027. Das Ausbleiben einer größeren Anpassung ist zum Teil auf die höheren Verteidigungsausgaben zurückzuführen.

Ungarn hofft, das Wachstum durch die Senkung von Zinsausgaben zu stimulieren

Die rumänischen Behörden lehnten es ab, sich im Vorfeld der Parlaments- und Präsidentschaftswahlen im November-Dezember 2024 auf eine restriktive Haushaltspolitik festzulegen. Das diesjährige Haushaltsdefizit wird wahrscheinlich mehr als 7% betragen, und wir erwarten, dass Steuererhöhungen, einschließlich einer Erhöhung des wichtigsten Mehrwertsteuersatzes auf Waren und Dienstleistungen (aber nicht auf Lebensmittel) um 2 Prozentpunkte ab 2025, das Defizit im nächsten Jahr in Richtung 6% des BIP bringen werden.

In Ungarn erwarten wir, dass das Haushaltsdefizit von 4,9% des BIP in diesem Jahr auf 4,3% des BIP im Jahr 2025 zurückgehen wird und damit über den derzeitigen Zielen der Regierung (4,5% des BIP im Jahr 2024 und 3,7% des BIP im Jahr 2025) liegt. Der Rückgang des Defizits im nächsten Jahr wird auf geringere Zinsausgaben zurückzuführen sein, d.h. ein hoher Anteil an verbrauchsabhängigen und variabel verzinslichen Anleihen wird dazu beitragen, die Belastung vor dem Hintergrund niedrigerer Zinssätze schneller zu verringern.

Unterdessen könnte sich der Primärsaldo ausweiten, da die Regierung plant, die Wirtschaft im nächsten Jahr vor den Wahlen im Jahr 2026 durch Maßnahmen zur Förderung der Kreditvergabe an KMU und von Investitionen sowie durch höhere Kinderbetreuungsleistungen und Steuerfreibeträge anzukurbeln.

Höhere Steuern und geringereEnergiesubventionen in der Slowakei

In Erwartung der strengen Konsolidierungsaufgaben der Europäischen Kommission arbeitet die Slowakei daran, ihr Defizit im nächsten Jahr um mindestens 1% des BIP zu senken. Die Maßnahmen zielen hauptsächlich auf die Erzielung von Einnahmen ab und umfassen neue Steuern und Abgaben für Unternehmen, während der größte Beitrag von einer Erhöhung der Mehrwertsteuer (von derzeit 20% auf 23%) auf Waren außer Lebensmitteln kommen soll. Auf der Ausgabenseite plant die Regierung eine Kürzung der Energiesubventionen für Haushalte.

Auch die türkische Regierung wird den Geldhahn zudrehen

Die türkische Regierung könnte ihren finanzpolitischen Kurs im nächsten Jahr deutlicher straffen. Die Ausgaben werden (im Verhältnis zum BIP) gesenkt werden, da die erdbebenbedingten Kapitaltransfers zurückgehen werden. Die Regierung hofft auch, die Steuereinnahmen zu erhöhen, was vor dem Hintergrund der schwächeren Binnennachfrage schwierig sein könnte. Die Maßnahmen zur Erreichung dieses Ziels könnten sich eher auf die Verbesserung der Steuererhebung als auf die Erhöhung der indirekten Steuern konzentrieren, da letztere die Inflation anheizen würden.

Mehrjährige Haushaltspläne geben einen guten Überblick über die Dauer und das Tempo der Haushaltskonsolidierung

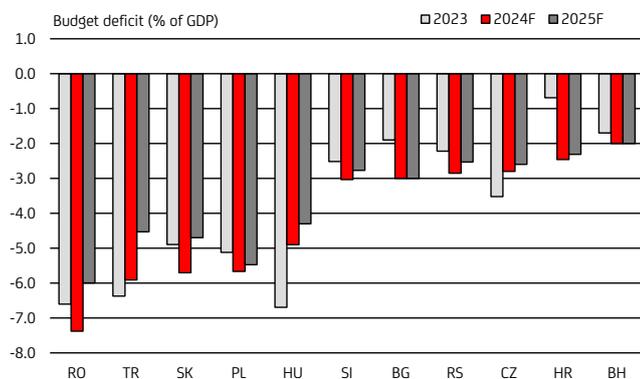
Die EU-CEE-Länder werden demnächst ihre mittelfristigen Haushaltsstrukturpläne vorlegen. Die Länder, die unter das Defizitverfahren fallen, müssen angeben, wie sie ihr Haushaltsdefizit am Ende des Anpassungszeitraums auf 3% senken wollen. Die Regierungen der CEE-Länder scheinen zu einem längeren Anpassungszeitraum zu tendieren, der jedes Jahr eine geringere Konsolidierung ermöglicht. Der rumänische Premierminister Marcel Ciolacu gab bekannt, dass das Land einen siebenjährigen Anpassungszeitraum beantragt hat. Die jüngsten Äußerungen des polnischen Finanzministers Andrzej Domanski deuten auf eine ähnliche Forderung hin, im Gegensatz zu seinen früheren Äußerungen Ende August, die signalisierten, dass er einen vierjährigen Anpassungszeitraum bevorzugt. Die Länder werden diese Forderung durch wachstumsfördernde Investitionen rechtfertigen müssen. Angesichts der geopolitischen Risiken könnten auch die Verteidigungsausgaben als Rechtfertigung dienen.

Die Regierungen der CEE-Länder hoffen auf geringere Anpassungen über einen längeren Zeitraum

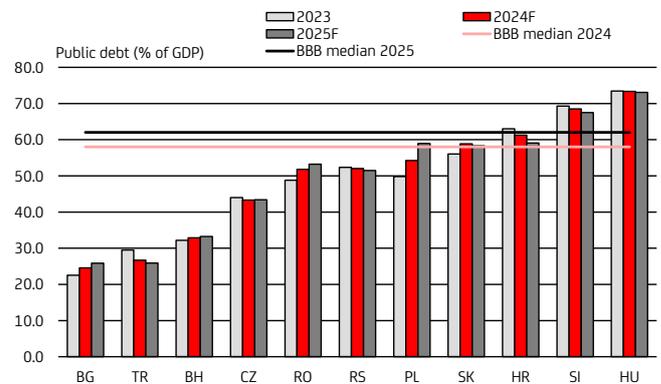
Umgekehrt könnte ein langsamerer Rückgang der Haushaltsdefizite zu einer höheren Staatsverschuldung und damit zu einem höheren Risiko einer Herabstufung führen. Für Ungarn, Rumänien und die Slowakei sehen wir weiterhin das Risiko einer Herabstufung, wenn die Pläne zur Haushaltsanpassung enttäuscht werden oder die Regierungen sie während der Umsetzung verwässern. Ohne einen sichtbaren Defizitabbau wird sich Polens Staatsverschuldung im nächsten Jahr dem Schwellenwert von 60% des BIP nähern (Grafik 6). Allerdings begrenzen Faktoren wie ein höheres Potenzialwachstum und geringere außenwirtschaftliche Ungleichgewichte unseres Erachtens das Risiko einer Herabstufung Polens.

BEGRENZTER FINANZIELLER SPIELRAUM

Grafik 5: Die Finanzpolitik muss 2025 gestrafft werden



Grafik 6: Staatsschuldenquoten könnten in Rumänien, Polen, Bulgarien sowie Bosnien und Herzegowina weiter steigen



Grafik links: Haushaltsdefizit (in % des BIP); Grafik rechts: Staatsdefizit (in % des BIP)

Quelle: Eurostat, Finanzministerien, nationale statistische Ämter, Macrobond, UniCredit Group Investment Strategy

3. PRIVATER VERBRAUCH FÜHRT WACHSTUM AN, GESTÜTZT DURCH GUTE ARBEITSMÄRKTE

Unterschiedliche Trends beim Verbrauch der Haushalte im Jahr 2025

Begünstigt durch hohe Reallohnzuwächse und eine Fortsetzung der fiskalischen Transfers, treiben die Verbraucher in den CEE-Länder das Wirtschaftswachstum im Jahr 2024 an. Wir erwarten, dass der private Konsum auch 2025 der größte Wachstumsfaktor sein wird. Wir sehen jedoch unterschiedliche Trends in Bezug auf seinen Beitrag, da die Dynamik des Lohnwachstums in den einzelnen Ländern unterschiedlich ist und die fiskalische Politik wahrscheinlich nicht so unterstützend bleiben wird wie in den meisten Ländern. In Tschechien und Ungarn könnte der Konsum im nächsten Jahr schneller wachsen, in der übrigen Region, insbesondere in Rumänien und der Slowakei, jedoch langsamer.

Die Arbeitsmärkte bleiben angespannt, aber es gibt Schwachstellen

Die Arbeitsmärkte werden wahrscheinlich auch 2025 stark bleiben, da die Wirtschaftstätigkeit in der Lage sein wird, mindestens so viele Arbeitsplätze zu schaffen, wie neue Erwerbspersonen hinzukommen, außer in Rumänien und der Türkei. Das Beschäftigungswachstum hat nach einem schwachen Jahr 2023 wieder zugenommen, obwohl in den meisten Ländern in der Landwirtschaft weniger Arbeitsplätze geschaffen wurden. Unter den anderen Wirtschaftssektoren führen die Dienstleistungen das Beschäftigungswachstum an, was wahrscheinlich auf eine geringere Tendenz zum Horten von Arbeitskräften als in anderen Sektoren sowie auf den größeren Anteil dieses Sektors an der Gesamtbeschäftigung zurückzuführen ist (Grafik 8). Die Industrie hinkt aufgrund der schwachen Auslandsnachfrage hinterher. Wie die Beschäftigungszahlen lagen auch die geleisteten Arbeitsstunden in der Industrie unter den Ende 2022 und Anfang 2023 verzeichneten Werten. Wir glauben, dass sich die Schaffung von Arbeitsplätzen im Bausektor im nächsten Jahr beschleunigen könnte, da sowohl die öffentlichen als auch die privaten Investitionen anziehen dürften.

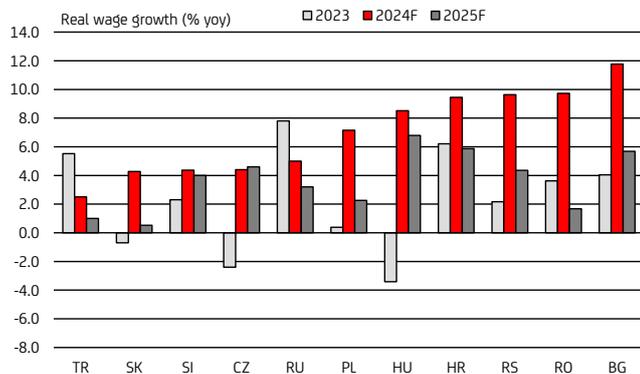
Die Löhne werden 2025 real weiter steigen, aber langsamer als in diesem Jahr

Angesichts der angespannten Arbeitsmarktlage werden die Reallohne weiter steigen, wenn auch in allen Ländern außer Tschechien langsamer als in diesem Jahr (Grafik 7). Selbst bei einem solchen Anstieg werden die Lohnempfänger in Tschechien gerade die realen Verluste von 2021-22 wieder wettmachen, während die meisten anderen Länder einen Anstieg von 10-40% gegenüber 2019 verzeichnen werden. In Ungarn haben sich die Regierung und die Gewerkschaften kürzlich darauf geeinigt, den Mindestlohn in den nächsten drei Jahren auf 50% des Durchschnittslohns anzuheben, was ein jährliches nominales Wachstum des Mindestlohns im zweistelligen Bereich bedeuten könnte. Die Regierung hat auch weitere Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor (Bildungs- und Gesundheitswesen) als Teil ihres geplanten "Friedensbudgets" angekündigt, das das Wachstum im nächsten Jahr vor den Parlamentswahlen 2026 beschleunigen soll.

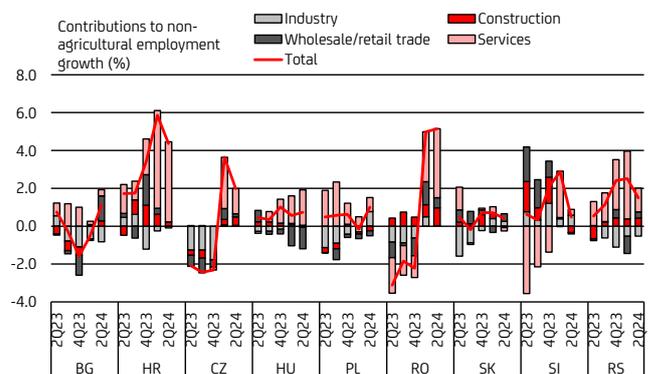
Die Regierungen in Polen, Rumänien und der Slowakei werden wahrscheinlich weniger großzügig mit den Löhnen im öffentlichen Sektor und der Anhebung der Mindestlöhne sein. In der Türkei könnte die Regierung angesichts ihres ehrgeizigen Inflationsbekämpfungsziels (das mittelfristige Programm geht von einer Inflation von 17,5% bis Ende 2025 aus) im nächsten Jahr eine vorsichtige Mindestlohnerhöhung anstreben, muss aber auch berücksichtigen, dass die Inflationserwartungen der privaten Haushalte viel höher liegen.

ANGESPANNTE ARBEITSMÄRKTE WERDEN WEITERES REALLOHNWACHSTUM UNTERSTÜTZEN

Grafik 7: Die Löhne werden auch 2025 stärker steigen als die Inflation



Grafik 8: Dienstleistungssektoren führen das Beschäftigungswachstum an, während die Industrie zurückbleibt



Grafik links: Reallohnwachstum (in % ggü. Vj.)

Grafik rechts: Beiträge zum Beschäftigungswachstum außerhalb der Landwirtschaft (%); Industrie, Baugewerbe, Groß- und Einzelhandel, Dienstleistungen, Summe

Quelle: Statistische Ämter, Eurostat, UniCredit Group Investment Strategy

Steuerliche Transfers dürften reduziert werden

Die fiskalischen Transfers an die Haushalte wurden in diesem Jahr trotz der teilweisen Aufhebung einiger Maßnahmen weitgehend beibehalten. In Polen hat die Regierung die Obergrenzen für die Energiepreise in 2H24 erhöht, arbeitet aber an der zusätzlichen Finanzierung für das nächste Jahr, um einen weiteren Anstieg zu vermeiden. In der Slowakei werden die Energiesubventionen für Haushalte gesenkt und der Mehrwertsteuer-Normalsatz angehoben, während die Mehrwertsteuer auf Lebensmittel von 10% auf 5% gesenkt wird, um die negativen Auswirkungen der früheren Maßnahmen auf die Kaufkraft abzumildern. Auch in der Türkei werden die Haushalte aufgrund der geringeren Subventionen wahrscheinlich mit höheren Energiepreisen konfrontiert sein. Eine Lockerung der Kreditkonditionen sowie die erwartete geldpolitische Lockerung könnten jedoch dazu beitragen, dass der private Verbrauch im weiteren Verlauf des Jahres wieder anzieht.

Investitionen werden 2025 wieder durch öffentliche Ausgaben angetrieben

Investitionen werden im Jahr 2025 wahrscheinlich der zweitwichtigste Wachstumsmotor in der Region sein, wiederum hauptsächlich dank der öffentlichen Investitionen, insbesondere des durch EU-Transfers finanzierten Teils der Ausgaben.

Die Erholung der privaten Investitionen wird schrittweise erfolgen

Die Erholung der privaten Investitionen wird 2025 wahrscheinlich nur schrittweise erfolgen. Aufgrund der schwachen Auslandsnachfrage sind die Investitionen auch 2024 nur schleppend vorangekommen. Jüngste Unternehmensumfragen zeigen weiterhin, dass nur wenige Unternehmen einen Bedarf an zusätzlichen Ausrüstungen melden (Grafik 9). Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die Investitionen mit der Zeit verbessern werden, da die Finanzierung billiger wird und das Vertrauen der Unternehmen zunimmt. Der erhebliche Fachkräftemangel in der Region ist ein weiterer Grund, die Automatisierung und damit die Ausgaben für Ausrüstungen zu erhöhen. Die Slowakei wird wahrscheinlich eine bemerkenswerte Ausnahme in der Region sein, mit einer stärkeren Erholung der privaten Investitionen aufgrund großer Investitionen im Zusammenhang mit einem neuen Volvo-Autowerk, einer Batterieproduktionsanlage und dem Bau des vierten Blocks des Kernkraftwerks Mochovce. Die private Bautätigkeit, insbesondere der Wohnungsbau, könnte dank niedrigerer Zinssätze anziehen. In Ungarn könnte der Ausbau der Produktionskapazitäten für Elektrofahrzeuge und Batterien die Investitionen ankurbeln, die größtenteils durch chinesische Direktinvestitionen finanziert werden, obwohl die Schwäche der europäischen Automobilindustrie diese Projekte verzögern könnte.

Höhere EU-Mittel, insbesondere aus dem Programm für Wiederaufbau und Stabilität (RRF)

Öffentliche Investitionen werden weiterhin in erheblichem Maße von EU-Mitteln, insbesondere von Mitteln der Sonderfazilität für regionale Entwicklung, abhängen, da die Staatshaushalte weiterhin begrenzt sind. Die RRF-Auszahlungen (RRF = Recovery and Resilience Facility = Programm für Wiederaufbau und Stabilität) im Jahr 2024 werden in Bulgarien, Tschechien, Polen, Rumänien und der Slowakei wahrscheinlich geringer ausfallen, als erwartet und sich zwischen 0,5% und 1,0% des BIP bewegen, wobei Kroatien mit 3,3% des BIP einen deutlichen Ausreißer darstellt. Im Jahr 2025 dürften die Auszahlungen jedoch in den meisten Ländern im Zuge der Umsetzung der Reformen auf 1-1,5% des BIP ansteigen, wobei Kroatien erneut der Spitzenreiter ist (Tabelle 1). Eine bemerkenswerte Ausnahme bildet Ungarn, wo wir für 2025 nur sehr begrenzte RRF-Mittel erwarten, wobei die fehlenden EU-Transfers teilweise durch bilaterale chinesische Darlehen für Infrastrukturprojekte ersetzt werden (sehr wahrscheinlich zu deutlich höheren Kosten). Zusätzlich zu den RRF-Mitteln dürften auch die regulären EU-Mittel anziehen, da die Auszahlungen im Zusammenhang mit dem EU-Haushalt 2021-27 an Fahrt gewinnen, obwohl, wie in der letzten Ausgabe dieser Publikation erwähnt, die Haushaltsanpassung diese Ströme verlangsamen könnte, da diese EU-Mittel erst nach getätigten Ausgaben ausgezahlt werden (siehe [CEE Quarterly 3Q24](#), Juni 2024). Die westlichen Balkanländer könnten vom neuen EU-Wachstumsplan profitieren, wenn sie bei den Reformen Fortschritte machen.

Risiken: schwächeres Wachstum bei den wichtigsten Handelspartnern und mangelnde Umsetzung von Reformen

Risiken für die Investitionsaussichten bestehen vor allem in einer länger anhaltenden Schwäche des verarbeitenden Gewerbes bei den wichtigsten Handelspartnern der Region, wodurch sich die ohnehin begrenzten Investitionspläne verzögern könnten, sowie in der Nichtumsetzung der Reformen, die für die Inanspruchnahme der RRF-Mittel erforderlich sind. Was letzteres betrifft, so ist die Slowakei aufgrund der umstrittenen Politik ihrer Regierung am meisten gefährdet.

INVESTITIONEN HAUPTSÄCHLICH DURCH EU-MITTEL ANGETRIEBEN

Grafik 9: Immer noch wenige Unternehmen melden einen Mangel an Ausrüstung

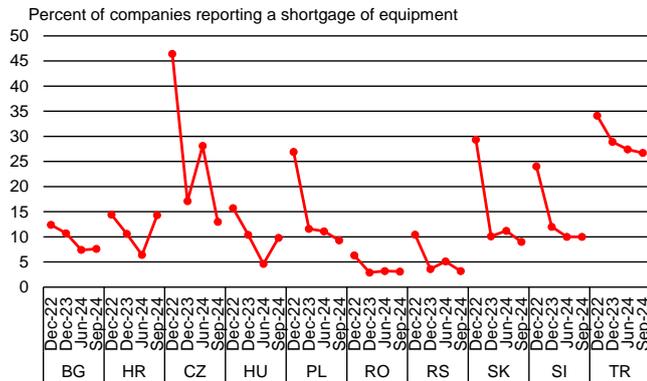


Tabelle 1: EU-Transfers werden in diesem Jahr steigen

	Recovery and Resilience Fund (RRF), EUR bn		Disbursements		Expected in	
	Total 2021-3Q24	% of allotment	2024	% GDP	2025	% GDP
Bulgaria	1.4	24.1	0.6	0.6	1.1	1.0
Croatia	4.5	45.3	2.4	3.1	1.9	2.2
Czechia	2.7	29.3	1.2	0.4	1.7	0.5
Hungary	0.9	9.5	1.0	0.5	0.2	0.1
Poland	11.4	20.0	6.3	0.7	13.0	1.5
Romania	9.4	33.2	0.2	0.1	4.0	1.1
Slovakia	2.7	41.7	0.9	0.7	1.6	1.2
Slovenia	0.8	32.2	0.5	0.8	0.6	0.9
Total	33.8	26.2	13.1		16.9	

Grafik links: Anteil der Unternehmen, die über einen Ausrüstungsmangel berichtet haben
 Grafik rechts: Auszahlungen aus dem Programm für Wiederaufbau und Stabilität (RRF = Recovery and Resilience Facility), in Mrd. EUR
 Quelle: Statistische Ämter, Eurostat, Europäische Kommission, UniCredit Group Investment Strategy

5. WACHSTUMSPROGNOSEN

Wir prognostizieren ein BIP-Wachstum in der EU-CEE-Region von 2,3% im Jahr 2024 und 2,8% im Jahr 2025

Setzt man diese Bausteine zusammen, so prognostizieren wir für die EU-CEE-Wirtschaft ein Wachstum von 2,3% im Jahr 2024 und 2,8% im Jahr 2025. Wir gehen davon aus, dass die Inlandsnachfrage auch 2025 das Wachstum ankurbeln wird, wobei der Beitrag der Investitionen stärker wird, während eine straffere Finanzpolitik den privaten Verbrauch leicht dämpfen könnte. Wenn die fiskalischen Anpassungen umfangreich sind, steigt das Risiko geringerer öffentlicher Investitionen. Wir erwarten auch einen größeren Beitrag der Auslandsnachfrage im nächsten Jahr. Wir sehen Polen im nächsten Jahr mit einer Wachstumsrate von 3,5% als Spitzenreiter in der Region, während Rumänien mit weniger als 2% wachsen könnte, da es das größte fiskalische Anpassungspaket umsetzen muss.

Westbalkan wächst schneller als die EU-CEE-Region

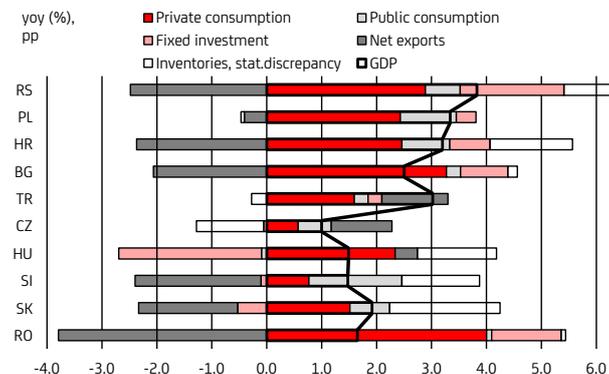
Die Wirtschaftstätigkeit in den westlichen Balkanländern wird im Vergleich zu den EU-CEE-Ländern lebhafter bleiben. Wir prognostizieren ein BIP-Wachstum von über 3% in diesem Jahr und eine Beschleunigung auf über 3,5% im Jahr 2025.

Langsameres Wachstum in der Türkei in den Jahren 2024 und 2025

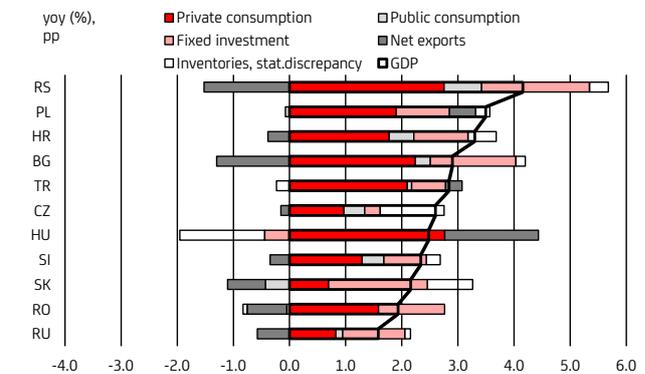
Wir erwarten, dass die türkische Wirtschaft im Jahr 2024 um 3,0% und im Jahr 2025 um 2,8% wachsen wird, da sich die Inlandsnachfrage aufgrund der restriktiven Geldpolitik verlangsamt und die Wirtschaftstätigkeit unter das Potenzial sinkt. Wir gehen davon aus, dass die Wirtschaftstätigkeit wieder an Fahrt gewinnt, sobald sich die Finanzierungsbedingungen im nächsten Jahr zu lockern beginnen.

WACHSTUMSPROGNOSEN

Grafik 10: Inlandsnachfrage wird 2024 die Belastung durch die Nettoexporte ausgleichen



Grafik 11: Widerstandsfähiger Verbrauch und stärkere Investitionen im Jahr 2025



Grafik links (für 2024), Grafik rechts (für 2025), in % ggü. Vj., Prozentpunkte: Privater Konsum, Staatsverbrauch, Anlageinvestitionen, Nettoexporte, Lagerbestände und statistische Restgröße, BIP

Quelle: Statistische Ämter, Macrobond, UniCredit Group Investment Strategy

6. STARKE INLANDSNACHFRAGE HÄLT DRUCK BEI DEN KERNPREISEN HOCH

Disinflation kam im Sommer zum Stillstand

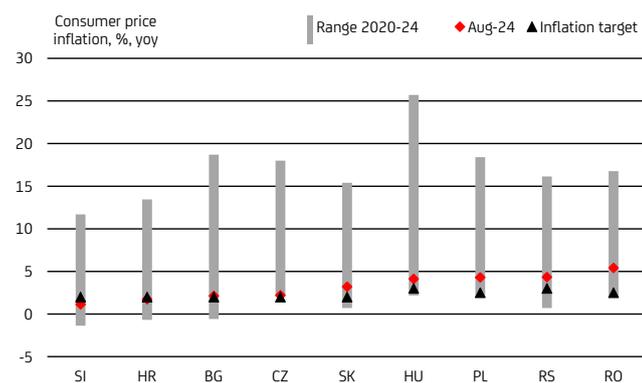
Nach der deutlichen Verlangsamung der Inflation in der ersten Jahreshälfte kam der Inflationsabbau in den meisten mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften im Sommer zum Stillstand, da die stützende Wirkung der Lebensmittelpreise nachzulassen begann. Die durch die Inlandsnachfrage bedingte Komponente der Inflation hat sich sogar noch erhöht, insbesondere in den Ländern, die einen lockeren Haushaltssaldo aufweisen. Die Struktur der Inflation und die verzögerten fiskalischen Anpassungen deuten darauf hin, dass es für die Zentralbanken verfrüht wäre, angesichts der anhaltenden starken Erholung des Verbrauchs den Sieg über die Inflation zu verkünden. Sieht man von den Auswirkungen steuerlicher Maßnahmen und volatilerer Lebensmittel- und Energiepreise ab, so liegen die Messwerte für die dauerhafteren Inflationskomponenten in den meisten Ländern über den Zielvorgaben, was auf Risiken für die mittelfristigen Inflationsaussichten hinweist. Während die anhaltende Disinflation und die rückläufigen Kernmarktzinsen den Zentralbanken in den CEE-Länder Spielraum für Zinssenkungen bieten, ohne eine übermäßige Abschwächung des Wechselkurses auszulösen, rechtfertigt die Divergenz zwischen der Kerninflation bei Gütern und der immer noch erhöhten Dienstleistungsinflation, die sich unserer Einschätzung nach 2025 fortsetzen wird, eine vorsichtige Geldpolitik.

Kernpreisdynamik ist in Tschechien und Polen am geringsten

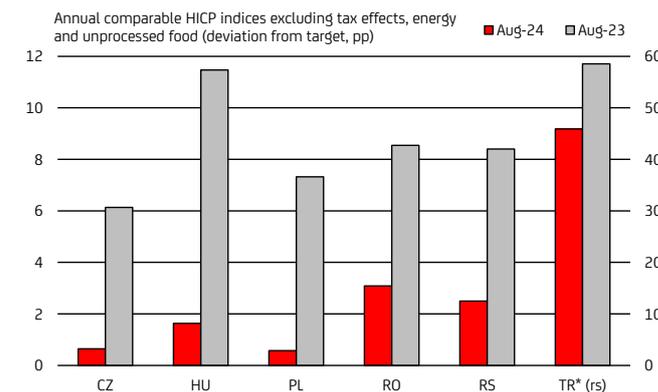
Betrachtet man die Entwicklung der Kerninflation, so ist die Inflationsdynamik in Tschechien am geringsten, wo die Straffung der Finanzpolitik und die hohen Ersparnisse der privaten Haushalte den Verbrauch gedämpft haben. Auch in Polen liegt die Entwicklung der Kerninflation in der Nähe der Zielvorgaben der Zentralbank, wenn man die inflationären Auswirkungen von Regulierungsmaßnahmen, die sich auf die Preise für Lebensmittel und Energie für die Haushalte auswirken, herausrechnet. Die lockere Haushaltslage hat in Rumänien und Ungarn zu größeren Abweichungen der Kerninflation von den offiziellen Zielen beigetragen, was auf die starke Nachfrage nach Gütern in Rumänien und das schnelle Lohnwachstum zurückzuführen ist, das die Dienstleistungspreise in beiden Ländern in die Höhe treibt. Während die fiskalische Anpassung im Anschluss an die diesjährigen Wahlen und das verlangsamte Lohnwachstum die Kerninflation in Rumänien bis Ende 2025 in die Nähe von 3,5% bringen könnten, dürfte die Kerninflation in Ungarn angesichts positiver fiskalischer Impulse und zweistelliger Lohnzuwächse im Vorfeld der Parlamentswahlen im Frühjahr 2026 über 4% und damit am oberen Rand des Zielbandes der Nationalbank bleiben.

DIE GESAMTINFLATION HAT SICH DEUTLICH VERLANGSAMT, ABER DIE MEISTEN CEE-LÄNDER WEISEN IMMER NOCH ÜBER DEN ZIELEN LIEGENDE TRENDS IN DER KERNINFLATION AUF

Grafik 12: Inflation näherte sich im August in den meisten CEE-Volkswirtschaften dem Ziel



Grafik 13: Ohne die günstigen Auswirkungen der Lebensmittel- und Energiepreise liegt die Kerninflation immer noch über dem Zielwert



Grafik links: Inflation der Verbraucherpreise, in % ggü. Vj.; Bandbreite 2020-24, August 2024, Inflationsziel

Grafik rechts: Vergleichbare harmonisierte Verbraucherpreisindizes ohne Steuereffekte und Preise für Energie und unverarbeitete Lebensmittel, in % ggü. Vj. (Abweichung vom Ziel, in Prozentpunkten)

*Die Zahlen für die Türkei schließen Steuereffekte nicht aus; Quelle: Macrobond, Eurostat, UniCredit Global Investment Strategy

Divergenz zwischen Kerngüter- und Dienstleistungspreisen

Eine wachsende Kluft zwischen der sich verlangsamenden Kerngüterpreisinflation und der immer noch erhöhten Dienstleistungspreisinflation ist ein globales Phänomen nach einer Periode hoher Inflation, das auch auf den entwickelten Märkten zu beobachten ist, wobei die Lohnentwicklung und die Dienstleistungspreise tendenziell eher rückwärts gerichtet sind. Neben strukturellen Faktoren wie einer schwächeren demografischen Entwicklung und einem geringeren einwanderungsbedingten Arbeitskräfteangebot

in einigen CEE-Ländern wird die Dienstleistungspreis-inflation auch durch den Konvergenzprozess in der CEE-Region durch den Balassa-Samuelson-Effekt⁴ angekurbelt, weshalb die meisten CEE-Zentralbanken außerhalb des Euroraums höhere Inflationsziele als die EZB haben. Die anhaltende Verlangsamung der chinesischen Verbrauchernachfrage und ein nachlassender Trend bei der Kerninflation in der Eurozone deuten auf eine Abschwächung der importierten Inflation im Segment der handelbaren Güter hin, während die Preise in den nicht handelbaren Segmenten möglicherweise starr bleiben. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn fiskalische Anreize eine zusätzliche Inlandsnachfrage nach Wohnungen, Bau- und Verbraucherdienstleistungen erzeugen können, wie in Ungarn und Polen und möglicherweise in Tschechien im Wahljahr 2025.

Die Dürre im Sommer und die jüngsten Überschwemmungen deuten auf Aufwärtsrisiken für die Lebensmittelpreise hin, da die disinflationären Basiseffekte nachlassen

Die disinflationäre Wirkung der Lebensmittelpreise in der Region erreichte im Frühjahr aufgrund von Basiseffekten ihren Höhepunkt. Während die weltweiten Agrarrohstoffpreise im Sommer weitgehend stabil waren, begannen die Preise für landwirtschaftliche Erzeugnisse in Osteuropa aufgrund der sommerlichen Trockenheit zu steigen. Die extremen Witterungsbedingungen und Überschwemmungen im September setzen die Lebensmittelpreise in der Region weiteren Aufwärtsrisiken aus, die die Disinflation in 4Q24 bremsen könnten.

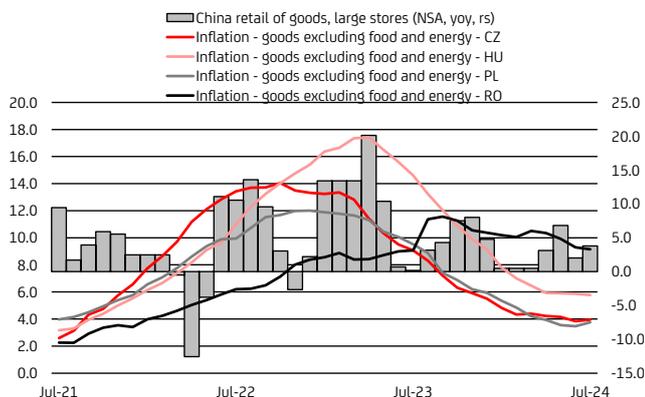
Geopolitische Ereignisse stellen nach wie vor ein Aufwärtsrisiko für die Energiepreise in der Region dar

Während die weltweite Schwäche der Industrie zu sinkenden Rohstoffpreisen geführt hat, ist Energie immer noch eine Quelle von Inflationsrisiken in der CEE-Region, obwohl das Risiko einer drohenden Verknappung der Energieversorgung beseitigt wurde. Die Großhandelspreise für Strom sind in der CEE-Region nach wie vor einer übermäßigen Intraday-Volatilität ausgesetzt, mit deutlich höheren durchschnittlichen Tagespreisen als in Westeuropa. Die Preise in Ungarn, Rumänien und den westlichen Balkanländern waren diesen Schwankungen besonders ausgesetzt, wo die durchschnittlichen Tagespreise für Strom in der ersten Septemberhälfte zwischen 120 EUR/MWh und 230 EUR/MWh schwankten, verglichen mit einem Durchschnitt von 70 EUR/MWh in Deutschland⁵.

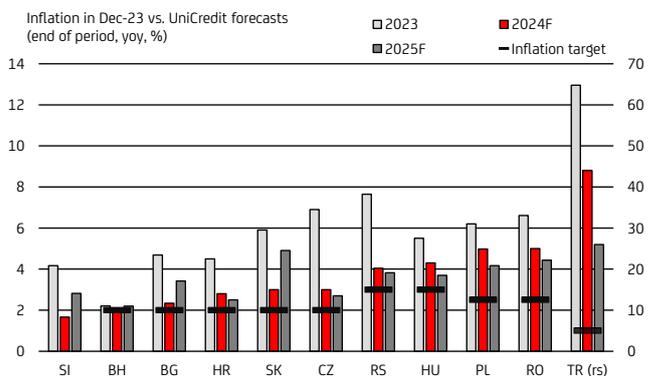
Die Preisunterschiede könnten auf einen Nachfrageüberhang im Zusammenhang mit Stromexporten in die Ukraine und die Republik Moldau, auf die begrenzte Wirksamkeit der Verbindungsleitungen zu den westeuropäischen Märkten und auf regulatorische Engpässe auf den heimischen Märkten, wie Preisobergrenzen und bestimmte Verpflichtungen für die Versorger, zurückzuführen sein. Im Jahr 2025 zwingt die Notwendigkeit fiskalischer Anpassungen möglicherweise die Regierungen dazu, die Subventionen für die Endverbraucherpreise in Rumänien, der Türkei und Polen zu reduzieren, während wir in Ungarn im Vorfeld der Parlamentswahlen im Frühjahr 2026 keine großen Preiserhöhungen bei den Versorgungsunternehmen erwarten.

NACH WIE VOR ERHÖHTE INFLATION DER DIENSTLEISTUNGSPREISE UND REGULATORISCHE ERHÖHUNGEN DER ENERGIEPREISE KÖNNTEN INFLATION ÜBER DEM ZIELWERT HALTEN

Grafik 14: Abschwächung des chinesischen Konsums deutet auf geringere importierte Inflation in der CEE-Region hin



Grafik 15: Wir erwarten, dass die Inflation in Kroatien, Tschechien, Ungarn und Serbien bis Ende 2025 in der Nähe des Ziels oder innerhalb des Zielbandes liegen wird



Grafik links: Einzelhandel mit Gütern in großen Geschäften (nicht saisonbereinigt, % ggü. Vj., rechte Skala), Inflation der Güterpreise ohne Nahrungsmittel und Energie in den Ländern: Tschechien, Ungarn, Polen, Rumänien; Grafik rechts: Inflation im Dezember 2023 vs. UniCredit Prognosen (zum Ende der Periode, in % ggü. Vj.)

Quelle: Nationale statistische Ämter, Macrobond, UniCredit Group Global Investment Strategy

⁴ Der Balassa-Samuelson-Effekt deutet darauf hin, dass ein höheres Produktivitätswachstum im Sektor der handelbaren Güter zu einem Anstieg der Löhne und damit auch zu einem schnelleren Lohnwachstum im Sektor der nicht handelbaren Güter (Dienstleistungen) führt, was wiederum die Inflation der Dienstleistungspreise in die Höhe treibt.

⁵ Quelle: <https://thingler.io/map>

7. DISINFLATION UND NIEDRIGERE ZINSEN IN DEN KERNMÄRKTEN SCHAFFEN SPIELRAUM FÜR ZINSENKUNGEN

Die monetären Bedingungen lockern sich in der gesamten Region

Disinflationstendenzen, sinkende Kernmarktzinsen und verbesserte Handelsbilanzen haben es den Zentralbanken in der Region ermöglicht, mit der Normalisierung der Zinssätze zu beginnen oder fortzufahren. Die Tatsache, dass die Fed ihren Normalisierungsprozess mit einem mutigeren Schritt von 50 Basispunkten begonnen hat, und die Aussicht auf einen vorgezogenen Zinssenkungszyklus durch die EZB vergrößern den Spielraum für die Zentralbanken in den CEE-Länder, indem sie das Risiko einer übermäßigen Währungsvolatilität dämpfen, auch wenn wir den Rückgang der Zinserwartungen für die Kernmärkte am Markt für übertrieben halten. Daher erwarten wir nur begrenzte zusätzliche Unterstützung für die CEE-Zinsen und -Währungen durch externe Faktoren. Wir denken, dass eine mögliche weitere Abschwächung der Kernmarktzinsen wahrscheinlich mit wachsenden Rezessionsängsten, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe, zusammenhängen würde, da die Märkte die Inflationsängste bereits weitgehend eingepreist haben. Angesichts der Offenheit der CEE-Volkswirtschaften dürfte ein solches externes Umfeld trotz der Aussicht auf schnellere Zinssenkungen in den Kernmärkten CEE-Anlagen kaum unterstützen.

US-Wahl könnte zu einem Anstieg der Risikoaversion führen

Unsere Basisprognose eines gleichbleibenden bis leicht schwächeren USD ist ein gutes Zeichen für die Stabilität der CEE-Währungen, während der Ausgang der US-Präsidentenwahlen die Region gegen Jahresende noch einer höheren Volatilität aussetzen könnte. Obwohl große Unsicherheit darüber besteht, welche wirtschafts- und außenpolitischen Maßnahmen Donald Trump in einer möglichen zweiten Amtszeit ergreifen wird, gehen wir davon aus, dass Zollerhöhungen und andere protektionistische Handelsmaßnahmen sowie eine erhöhte geopolitische Unsicherheit, falls die USA ihre Unterstützung für die Ukraine und die NATO zurückfahren, die CEE-Vermögenswerte durch eine Verschlechterung der Risikostimmung und eine Flucht in sichere Anlagen belasten könnten.

Die Zentralbanken befinden sich in unterschiedlichen Phasen der Zinssenkungszyklen

Die Zentralbanken in der Region befinden sich in unterschiedlichen Phasen der geldpolitischen Lockerung. Während wir davon ausgehen, dass die CNB ihren endgültigen Leitzins in diesem Zyklus bereits in 1H25 erreichen wird, werden die NBH, die NBR und die NBS mit Zinssenkungen wahrscheinlich vorsichtig vorgehen und ihren finalen Leitzins erst nach 2025 erreichen, da die Kerninflation weiterhin über dem Zielwert liegt. Wir erwarten, dass auch die beiden am wenigsten dovishen Zentralbanken der Region im nächsten Jahr mit der Lockerung beginnen werden, wobei die NBP angedeutet hat, dass die Zinssenkungen in 2Q25 beginnen könnten, während die CBRT im September zum ersten Mal den Hinweis auf eine mögliche weitere Straffung aus ihrer Forward Guidance gestrichen hat, was unserer Meinung nach den Boden für eine allmähliche Lockerung ab Anfang 2025 bereiten sollte.

CNB will Senkung auf 4% im Jahr 2024 und auf 3,5% im Jahr 2025, wobei sie langsamer vorgeht, als die aktuellen Marktforwards erwarten lassen

In Tschechien wird die Regierung trotz der bevorstehenden Wahlen im Jahr 2025 wahrscheinlich auf fiskalische Anreize verzichten, und im Gegensatz zum Rest der Region gibt es keine regulatorischen Preiskontrollen, was ein Aufwärtsrisiko für den Inflationspfad darstellt. Dies deutet darauf hin, dass die Inflation im Jahr 2025 im Bereich von 2 bis 3% bleiben dürfte, nachdem sie im Dezember 2024 aufgrund von Basiseffekten vorübergehend auf 3,0% gestiegen ist. Trotz der geringen Inflationsdynamik, der hohen Ersparnisse der privaten Haushalte, die eine Erholung des Konsums bremsen, und des sich verlangsamenden Nominallohnwachstums in 2Q24 hält der CNB-Vorstand an seiner vorsichtigen Haltung fest und verweist auf die hartnäckig hohe Dienstleistungspreisinflation von weiterhin rund 5%. Da die Inflation gegen Ende des Jahres anziehen könnte, geht unsere Basisprognose davon aus, dass der CNB-Vorstand weniger Zinssenkungen vornehmen wird als vom Markt erwartet, nämlich nur eine weitere Senkung um 25 Bp in 4Q24. Während Abwärtsrisiken für das Wachstum und das Kernzinsumfeld unsere Prognose für den 2-Wochen-Reposatz von 4% zum Jahresende gefährden, halten wir die Messlatte für eine weitere dovish Wende am vorderen Ende der CZK-Kurve für hoch. Dies stützt unsere Ansicht, dass die EUR-CZK bis Ende 2024 bei etwa 25,0 bleiben wird. Die CNB wird sich ihrem finalen Leitzins im nächsten Jahr wahrscheinlich vorsichtig nähern. Die Mitglieder des CNB-Direktoriums sehen das langfristige Gleichgewichtsniveau der Realzinsen weiterhin bei etwa 1%. Die CNB sieht Risiken, die auf eine höhere und volatilere Inflation als in der Vergangenheit hindeuten, und zwar aufgrund struktureller Probleme (erhöhte Geldmenge sowie Verschiebungen und häufigere Unterbrechungen der Versorgungsketten), die die Inflation über dem Zielwert von 2% halten, was auf einen Endsatz von mehr als 3% hindeutet. Wir sind der Ansicht, dass der Leitzinspfad der Fed für die CNB unter den regionalen Zentralbanken am wenigsten relevant ist, da sich die CNB strikt auf das Inflationsziel konzentriert. Daher gehen wir davon aus, dass die CNB in 1H25 nur zwei weitere Zinssenkungen um 25 Bp vornehmen und ihren Zinssenkungszyklus bei 3,50% beenden wird, was über den derzeitigen Markterwartungen liegt. Ein positiver erweiterter Basissaldo (EBB) und eine sich ausweitende Zinsprämie gegenüber dem EUR dürften die CZK stützen und die EUR-CZK bis Ende 2025 in Richtung 24,7 bringen.

NBH senkt den Zinssatz in diesem Jahr auf 6,25% und 2025 auf 5,50%, um der nachlassenden Kerninflation Rechnung zu tragen

In Ungarn könnten die jüngsten schwachen Inflationsdaten, die schwächer als erwartete Erholung des Konsums und die niedrigeren kurzfristigen USD-Sätze den Spielraum der NBH für Zinssenkungen erhöhen. Gleichzeitig liegt die Kerninflation immer noch nahe bei 5%, und die Konjunkturpläne der Regierung, die im Vorfeld der Wahlen im Frühjahr 2026 ehrgeizige BIP-Wachstumsziele (3-6%) unterstützen, rechtfertigen eine vorsichtige Haltung der NBH. Die NBH sieht sich mit den am wenigsten verankerten Inflationserwartungen in Mitteleuropa konfrontiert, wobei der HUF empfindlicher auf externe Risikofaktoren reagiert als andere CEE-Währungen und einen der höchsten FX-Pass-Throughs zur Inflation aufweist. Auch wenn der HUF von der nachlassenden globalen Nachfrage nach Rohstoffen und den sinkenden Renditen an den Kernmärkten profitieren könnte, dürfte er angesichts der nach wie vor hohen Abhängigkeit von Öl- und Gaslieferungen aus Russland, der anhaltenden Streitigkeiten mit der EU, der hohen Staatsverschuldung und der im Vergleich zum Umfang der HUF-Liquidität immer noch relativ geringen Devisenreserven die am stärksten von externen Schocks betroffene Regionalwährung bleiben.

Eine dovische Wende in der NBH-Führung bleibt ein Aufwärtsrisiko für den EUR-HUF

In Anbetracht der wieder anziehenden Inlandsnachfrage und positiver fiskalischer Impulse behält die NBH den EUR-HUF im Auge und versucht, ein signifikantes Übergreifen des Wechselkurses auf die Inflation zu vermeiden. Wir erwarten, dass die NBH weiterhin auf Wechselkursschwankungen reagieren und den Leitzins in 4Q24 noch einmal um 25 Bp auf 6,25% senken wird, wobei Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit weiteren vorzeitigen Zinssenkungen durch die EZB bestehen. Ein neuer NBH-Gouverneur wird im März 2025 vom Premierminister ernannt. Eine der größten Unsicherheiten im Zusammenhang mit den ungarischen Zinssichten besteht darin, ob der derzeitige vorsichtige geldpolitische Kurs über 1Q25 hinaus beibehalten wird und ob die neue NBH-Führung die Prioritäten von der Inflation auf das Wachstum verlagert. Eine dovische Wende in der Geldpolitik, entweder durch übermäßige Zinssenkungen oder durch Kreditanreize, die die billige Liquidität ankurbeln, könnte zu einer Abwertung des HUF führen, die sich auf die Inflation auswirken würde. Während ein positiver erweiterter Basissaldo das Risiko einer stärkeren HUF-Abwertung verringert, ist jede Verschlechterung der Handelsbilanz ein wichtiger Faktor, den es zu beobachten gilt, da Konsum und Investitionen anziehen, während die Exporte angesichts der Schwäche des verarbeitenden Gewerbes weiter nach unten tendieren könnten. Aufgrund der gestiegenen fiskalischen Risiken haben wir unsere EUR-HUF-Prognose für das Ende dieses Jahres von 395 auf 400 angehoben, erwarten aber für 2025 einen stärker kontrollierten HUF-Abwertungsdruck als in unserer vorherigen Prognose, wobei wir von einer gewissen Kontinuität in der Geldpolitik während des gesamten Jahres 2025 ausgehen und den Leitzins bis Dezember 2025 auf 5,50% anheben, was im Einklang mit einer Abschwächung der Kerninflation in Richtung 4% bis 2H25 steht. Wir gehen daher davon aus, dass der EUR-HUF das nächste Jahr in einer Spanne von 410-415 beenden wird, wobei Aufwärtsrisiken im Zusammenhang mit einer unerwartet lockeren Finanzpolitik - die sich auch auf das lange Ende der Kurve übertragen könnte - und einem übermäßig dovischen Kurswechsel der neuen NBH-Führung bestehen.

Die NBP könnte in 2Q25 mit Zinssenkungen beginnen und den Leitzins im nächsten Jahr auf 5,0% senken

In Polen wird ein Aufwärtstrend bei der Inflation im weiteren Jahresverlauf aufgrund von Basiseffekten und einem Anstieg der Gesamtinflation in Richtung 6% in 1Q25 die NBP trotz der laufenden Zinssenkungen der großen Zentralbanken und der CEE-Länder zögern lassen, die Zinsen zu senken. Da die Wiederbeschleunigung der Inflation in 3Q24 hinter den früheren optimistischen Prognosen von NBP-Präsident Adam Glapinski zurückgeblieben ist - nicht nur aufgrund einer weniger inflationären Anpassung der Energiepreise für private Haushalte, sondern auch aufgrund der günstigen Kernpreistrends -, ist die jüngste Rhetorik der NBP-Ratsmitglieder dovischer geworden und signalisiert die Möglichkeit, mit Zinssenkungen zu beginnen, nachdem die Inflation in 1Q25 ihren Höhepunkt erreicht hat. Wir erwarten, dass die NBP die Bedingungen für den Beginn schrittweiser Zinssenkungen bis zum 2Q25 erfüllen wird, und erwarten für das nächste Jahr drei Zinssenkungen um jeweils 25 Bp, wodurch der Leitzins von 5,75% auf 5,0% sinken würde, sowie eine Verlangsamung der Gesamtinflation auf 4,2% bis zum Jahresende. Während dies die realen Ex-post-Raten (berechnet aus der realisierten Inflation) auf unter 1% drücken würde, was Glapinski in der Vergangenheit als Referenzpunkt für die geldpolitische Kalibrierung angegeben hat, wird die NBP wahrscheinlich den Schwerpunkt auf die Inflationsaussichten verlagern, von denen wir erwarten, dass sie im Jahr 2026 innerhalb des Zielbandes von 1,5-3,5% liegen werden, unterstützt durch einen strafferen finanzpolitischen Kurs.

Wir sind pessimistisch gegenüber dem PLN und erwarten einen Anstieg des EUR-PLN in Richtung 4,50 bis Ende 2025

PLN-Anlagen waren im letzten Jahr in der CEE-Region am beliebtesten, da die Zinssätze der NBP stabil blieben, während andere Zentralbanken mit der Lockerung begannen, und die Anlegerstimmung nach der Wahl einer EU-freundlichen Regierung im letzten Herbst, die zu einer schnellen Lösung der Streitigkeiten führte, die den Zugang zu EU-Mitteln blockierten, positiv war. Da die meisten guten Nachrichten bis zum 2Q24 bereits eingepreist waren, haben ein ins Stocken geratener Reformprozess, fiskalische Fehlentwicklungen und politische Risiken im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen im Jahr 2025 dazu geführt, dass der EUR-PLN seit Mitte 2024 überwiegend seitwärts gehandelt wird.

Wir sind der Meinung, dass der Abwertungsdruck auf den PLN bis zum Jahresende dominieren könnte, da wir erwarten, dass die globale Risikoaversion zunehmen wird und der PLN am stärksten von Positionsreduzierungen zum Jahresende betroffen sein könnte. Aus fundamentaler Sicht dürfte die positive EBB den Abwertungsdruck in Grenzen halten, aber der Zufluss von EU-Mitteln könnte ins Stocken geraten, während der verfassungsrechtliche Stillstand zwischen dem Präsidenten und der Regierungskoalition Gesetzesänderungen blockiert. Da die Zinssenkungen der NBP im nächsten Jahr eine wichtige Stütze für den PLN abschwächen könnten, erwarten wir, dass der EUR-PLN bis Ende 2025 in Richtung 4,50 ansteigen wird, gegenüber den Ende dieses Jahres erwarteten 4,35.

Die NBR könnte die Zinssätze im nächsten Jahr auf 5% senken, da die Straffung der Finanzpolitik die Inflation ohne Steuern bremst

Wir erwarten, dass die NBR angesichts der fiskalischen Unsicherheit für den Rest des Jahres 2024 in Wartestellung bleiben wird. Die Regierung hat ihre Defiziterwartung auf 6,9% des BIP revidiert, aber wir gehen davon aus, dass das Haushaltsdefizit in diesem Jahr bei 7,4% des BIP liegen wird, wobei im nächsten Jahr eine größere Anpassung erforderlich ist. Wir erwarten, dass die NBR weitere Zinssenkungen vornehmen wird, wenn die neue Regierung Steuererhöhungen ankündigt. Sollte die Mehrwertsteuer angehoben werden, könnte sich die NBR auf eine Inflationsmessung ohne Mehrwertsteueränderungen konzentrieren (wie sie es in der Vergangenheit getan hat), was es ihr ermöglichen würde, die Zinssätze im nächsten Jahr auf 5% zu senken. Der EUR-RON wird sich wahrscheinlich weiterhin in einer Bandbreite bewegen, wir rechnen jedoch mit einem Anstieg auf 5,00-5,10 in 1Q25. Sollte der Abwertungsdruck auf den RON zunehmen, entweder aufgrund einer geringeren Risikobereitschaft für Schwellenländeranlagen oder weil die rumänischen Behörden mit der Umsetzung eines fiskalischen Anpassungspakets in Verzug geraten, erwarten wir, dass die NBR einen Teil der überschüssigen Liquidität, die auf dem Interbankenmarkt verbleibt, sterilisieren wird, was die kurzfristigen Zinssätze in diesem Prozess nach oben treiben würde. Auch der Abwertungsdruck würde Zinssenkungen hinauszögern.

Die NBS wird die Leitzinsen in diesem Jahr und im Jahr 2025 wahrscheinlich weiter senken

In Serbien erwarten wir nach drei Zinssenkungen seit Juni, mit denen der Leitzins von 6,50% auf 5,75% gesenkt wurde, eine weitere Senkung um 25 Bp im Oktober und wahrscheinlich eine weitere im Dezember, so dass der Leitzins zum Jahresende bei 5,25% liegen wird. Wir schätzen, dass die Inflation bis zum Jahresende auf 4,0% sinken wird. Diese Verlangsamung ist voraussichtlich auf Basiseffekte bei den Energiepreisen zurückzuführen, und die Kerninflation dürfte gegen Jahresende leicht zurückgehen. Dies wird die höhere Lebensmittelpreisinflation wahrscheinlich mehr als ausgleichen. Wir gehen davon aus, dass es 2024 keine weiteren Erhöhungen der Gas- oder Stromtarife geben wird (was für einen großen Basiseffekt im November sorgen dürfte). Für 2025 erwarten wir, dass die Inflation bis zur Jahresmitte auf 3,5% sinkt und sich in der zweiten Jahreshälfte um dieses Niveau herum bewegt. Die NBS hat derzeit Spielraum für weitere Lockerungen, zum einen, weil die Inflationsaussichten weiterhin günstig sind, zum anderen, weil der Dinar unverändert unter Aufwertungsdruck steht und die NBS Devisen kauft, um die Währung stabil zu halten, und zum dritten, weil die wichtigsten globalen Zentralbanken ihre Lockerungspolitik fortsetzen dürften. Im Jahr 2025 könnte die NBS den Leitzins weiter senken; unsere Prognose liegt bei 4,50% bis Jahresende.

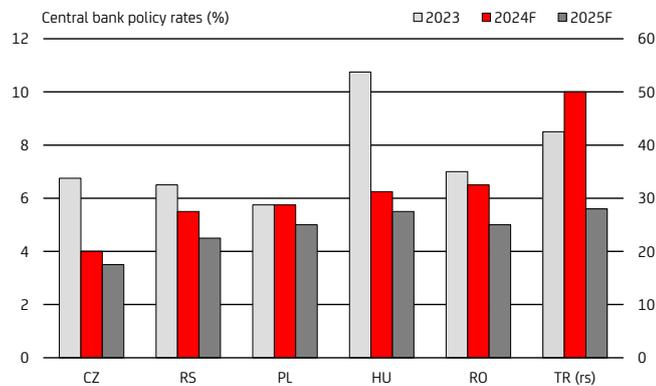
Die Disinflation könnte es der CBRT ermöglichen, die Leitzinsen auf 30% im Jahr 2025 zu senken und den Abwertungsdruck auf die TRY gering halten

Die Verbesserung des türkischen Leistungsbilanzdefizits, makroprudenzielle Maßnahmen zur Eindämmung der Konvertierung von Einlagen Gebietsansässiger in Devisen und ein Anziehen der Kapitalzuflüsse nach einem starken Anstieg der effektiven TRY-Zinsen haben der türkischen Zentralbank geholfen, ihre Devisenreserven wieder aufzufüllen und die TRY relativ stabil zu halten. Dies hat dazu geführt, dass die TRY im bisherigen Jahresverlauf die zweitbeste Performance der Schwellenländerwährung auf globaler Ebene auf Basis der Gesamttrendite aufweist. Die CBRT hat ihren einwöchigen Reposatz seit März unverändert bei 50% belassen, da die Inflation in 2Q24 ihren Höhepunkt erreichte und sich bis August auf 52% verlangsamte, was durch Basiseffekte und eine Verlangsamung der Warenpreise begünstigt wurde. Im September ließ die CBRT in ihrer Erklärung zum ersten Mal ihre hawkische Tendenz fallen und erkannte die disinflationären Auswirkungen der nachlassenden Inlandsnachfrage und einer stabilen Währung an. Die immer noch hohen Inflationserwartungen und Dienstleistungspreise werden die CBRT wahrscheinlich davon abhalten, den Reposatz vor Anfang 2025 zu senken. Wir erwarten, dass der Reposatz ab 1Q25 schrittweise gesenkt wird, um ihn bis Ende 2025 auf 28% zu bringen. Dies würde im Einklang mit der sich verlangsamenden Inflation stehen und die realen Zinssätze weiterhin im positiven Bereich halten sowie die Inflationsbekämpfung unterstützen. Die Risiken für unsere Prognose sind eher in Richtung eines früheren Beginns des Zinssenkungszyklus (Ende 4Q24) geneigt, wenn sich die Inflationserwartungen sichtbar verbessern und/oder die Kerninflation, insbesondere die Dienstleistungskomponente, schneller als erwartet zurückgeht. Die CBRT wird wahrscheinlich ein gewisses Maß an realer Aufwertung zulassen, um Verluste bei der Wettbewerbsfähigkeit angesichts einer immer noch beträchtlichen positiven Inflationslücke im Vergleich zu den wichtigsten Handelspartnern des Landes auszugleichen. Dabei könnten ein sinkendes Zahlungsbilanzdefizit und positive Realzinsen, die Portfoliokapitalzuflüsse anziehen, den Abwertungsdruck auf die TRY dämpfen.

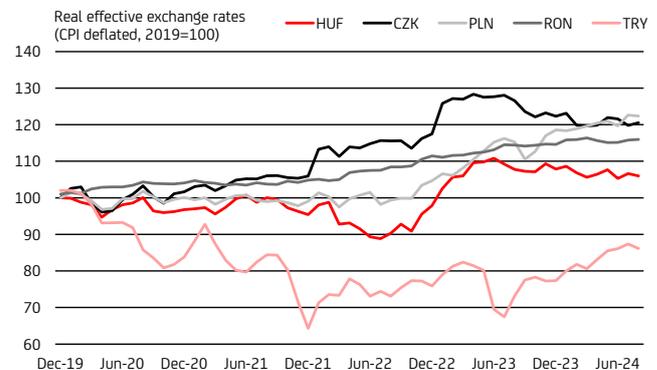
Wir gehen davon aus, dass USD-TRY bis zum Jahresende allmählich auf 37,0 und bis Ende 2025 auf 44,5 ansteigen wird und damit unter den derzeit implizierten Terminkursen bleibt.

CEE-ZENTRALBANKEN IN VERSCHIEDENEN PHASEN IHRER ZINSENKUNGSZYKLEN

Grafik 16: In Polen und der Türkei könnten die Zentralbanken im nächsten Jahr mit Zinssenkungen beginnen, während die CNB im Jahr 2025 ihren finalen Leitzins erreichen dürfte



Grafik 17: Die TRY bleibt unterbewertet, der HUF hat sich angepasst, und der PLN ist zur am meisten überbewerteten CEE-Währung auf REER-Basis geworden



Grafik links: Leitzins der Zentralbanken (in %); Grafik rechts: Realer effektiver Wechselkurs (mit dem VPI deflationiert, 2019=100)

Quelle: BIZ, Zentralbanken, UniCredit Group Investment Strategy

8. CHANCEN UND RISIKEN

Wir zeigen die wichtigsten Chancen und Risiken für die CEE-Region in den Jahren 2024 und 2025 auf:

Starke Vertretung von EU-CEE-Ländern in der neuen Europäischen Kommission

- In der neuen Europäischen Kommission sind EU-CEE-Länder stark vertreten. Präsidentin Ursula von der Leyen hat die Nominierungen für ihre zweite Europäische Kommission bekannt gegeben, und die EU-CEE- sowie baltischen Staaten haben sehr wichtige Mandate erhalten. Richtig eingesetzt, könnten sie den jüngsten EU-Mitgliedern bei der Gestaltung der künftigen europäischen Politik helfen. Im Folgenden sind die wichtigsten Punkte für die EU-CEE-Region aufgeführt, wie wir sie sehen.
 - Die EU-CEE-Region wird durch die rumänische Exekutiv-Vizepräsidentin Roxana Mînzatu vertreten sein, auch wenn ihr Mandat im Bereich Arbeit und Qualifikation nicht zu den wichtigsten gehört.
 - Zu den wichtigen EU-CEE-Ressorts gehören der EU-Haushalt (Piotr Serafin aus Polen), der Handel (Maroš Šefčovič aus der Slowakei), die EU-Erweiterung (Marta Kos aus Slowenien) und - neu hinzugekommen - die Mittelmeerpolitik (Dubravka Šuica aus Kroatien). Die EU-CEE-Staaten werden in der Europäischen Kommission auch durch Kommissare für Gesundheit (Olivér Várhely aus Ungarn), internationale Partnerschaften (Jozef Síkela aus Tschechien) und Forschung und Entwicklung (Ekaterina Zaharieva aus Bulgarien) vertreten sein.
 - Die drei baltischen Staaten wurden als Vorreiter der europäischen Integration anerkannt und erhielten einen Posten als Exekutiv-Vizepräsident (Estlands Kaja Kallas, die neue Hohe Vertreterin, die dem EU-Außenminister entspricht) und zwei sehr wichtige Posten, nämlich Wirtschaft (Lettlands Valdis Dombrovskis) und gemeinsame Verteidigung (Litauens Andrius Kubilius).
 - Zu den anderen Ressorts mit großen Auswirkungen auf die EU-CEE-Staaten gehören Raffaele Fitto (Italien), der für Kohäsion und Reformen (einschließlich regionaler Entwicklung) zuständig sein wird, Michael McGrath (Irland), der für Justiz, Demokratie und Rechtsstaatlichkeit verantwortlich ist, und Magnus Brunner (Österreich), der für innere Angelegenheiten und Migration zuständig sein wird.

Der neue Wirtschaftsplan von Draghi

- Der neue Draghi-Wirtschaftsplan für die EU birgt viele Chancen, aber auch Risiken für die CEE-Region und den Westbalkan. Die Aussicht auf gemeinsame Energie- und Verteidigungsausgaben in Europa verheißt Gutes für die EU-Mitglieder und Kandidaten aus Mittel- und Osteuropa, die von einer besseren Anbindung an die westeuropäischen Energienetze profitieren würden, was dazu beitragen würde, Energiepreisunterschiede wie in diesem Sommer in Europa zu verhindern. Ein Verteidigungsschirm würde Mittel- und Osteuropa in einem unsicheren geopolitischen Umfeld helfen, in dem eine stärkere Koordinierung zwischen den Verbündeten willkommen wäre.

Schließlich könnte die Betonung von Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum eine zentralere Auszahlung von EU-Mitteln für Humankapital mit sich bringen. Bislang ist es keinem EU-CEE-Land gelungen, ein angemessenes Umschulungs- und Weiterbildungsnetz für seine Arbeitskräfte aufzubauen, insbesondere für die große Zahl der Nichterwerbstätigen. Mehr Investitionen in die Bildung wären ebenfalls zu begrüßen, da die Arbeitgeber in der CEE-Region über eine immer größer werdende Kluft zwischen den erforderlichen Qualifikationen und den in der formalen Bildung erworbenen Fähigkeiten klagen.

**Wiederwahl von Donald Trump
zum US-Präsidenten:
wirtschaftliche und geopolitische
Risiken für die CEE-Region**

3. Die mögliche Wiederwahl von Donald Trump zum US-Präsidenten könnte mehrere Risiken mit sich bringen, von denen die wichtigsten wirtschaftlicher und geopolitischer Natur sind. Weitreichende Zölle, die auch Europa betreffen würden, würden die Belastung des europäischen verarbeitenden Gewerbes, das sich seit dem Energieschock 2021-22 nur schwer erholen kann, noch verstärken. Für die CEE-Länder wären die Auswirkungen hauptsächlich indirekt, über die Exporte nach Deutschland, Italien und die Eurozone im Allgemeinen. Im geopolitischen Bereich würde sich jede Schwächung des Engagements der USA in der NATO nachteilig auf die CEE-Länder und eine Lösung des Konflikts in der Ukraine auswirken - ein Risiko, über das wir in einer früheren Ausgabe dieser Publikation⁶ ausführlicher geschrieben haben.

⁶ Siehe [CEE Quarterly 2Q24](#), S. 20

UNSERE GLOBALEN PROGNOSEN

	BIP-Wachstum, %			VPI (Durchschnittswert), %			Leitzinssatz**, %			Rendite von 10-jährigen Anleihen (EoP), %			Wechselkurs (LC vs. USD)		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Eurozone	0,5	0,7	1,1	5,4	2,4	1,8	4,00	3,00	2,00	2,49	2,60	2,60	1,10	1,11	1,13
Deutschland*	-0,3*	0,0*	1,0*	5,9	2,2	1,5				2,02	2,30	2,30			
Frankreich	1,1	1,1	1,2	4,9	2,0	1,3									
Italien	1,0	0,8	1,1	5,7	1,0	1,8				3,70	3,70	3,80			
UK	0,3	0,9	0,9	7,3	2,5	1,9	5,25	4,50	2,75				1,27	1,31	1,26
USA	2,9	2,6	1,3	4,1	2,8	1,8	5,50	4,50	3,25	3,88	3,80	3,60			
Ölpreis, USD/bbl													82	72	78

* Nicht-arbeitsstagebereinigte Zahlen. Bereinigt um Arbeitstage: -0,1% (2023), 0,1% (2024) und 1,1% (2025); **Einlagensatz für die EZB

DIE AUSSICHTEN AUF EINEN BLICK

Reales BIP (Veränderung in %)					CPI EoP (Veränd. in %)					C/A-Saldo (% BIP)								
2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
EU-CEE	4,4	0,7	2,3	2,8	EU-CEE	16,8	6,1	4,0	3,8	EU-CEE	-4,7	-0,4	-0,6	-0,2				
Bulgarien	3,9	1,8	2,5	2,9	Bulgarien	16,9	4,7	2,3	3,4	Bulgarien	-1,4	-0,3	-0,1	0,6				
Kroatien	7,0	3,1	3,2	3,3	Kroatien	13,1	4,5	2,8	2,5	Kroatien	-2,8	1,1	0,9	0,8				
Tschechien	2,9	0,0	1,0	2,6	Tschechien	15,8	6,9	3,0	2,7	Tschechien	-4,7	0,4	1,4	2,3				
Ungarn	4,6	-0,9	1,5	2,5	Ungarn	24,5	5,5	4,3	3,7	Ungarn	-8,3	0,3	0,4	0,6				
Polen	5,6	0,2	3,3	3,5	Polen	16,6	6,2	5,0	4,2	Polen	-2,4	1,6	0,6	0,8				
Rumänien	4,1	2,1	1,7	1,9	Rumänien	16,4	6,6	5,0	4,4	Rumänien	-9,2	-7,0	-7,0	-6,0				
Slowakei	1,9	1,6	1,9	2,2	Slowakei	15,4	5,9	3,0	4,9	Slowakei	-7,3	-1,6	-1,2	-1,9				
Slowenien	2,7	2,1	1,5	2,3	Slowenien	10,3	4,2	1,7	2,8	Slowenien	-1,1	4,5	2,8	2,6				
Serbien	2,5	2,5	3,8	4,2	Serbien	15,1	7,6	4,0	3,8	Serbien	-6,9	-2,6	-4,6	-5,2				
Türkei	5,5	5,1	3,0	2,8	Türkei	64,3	64,8	44,0	26,0	Türkei	-5,1	-4,1	-1,1	-1,2				

Erweiterter Basissaldo (in % des BIP)					Auslandsverschuldung (in % des BIP)					Allgemeiner Staatshaushalt (Saldo in % BIP)								
2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
EU-CEE	-0,7	2,2	2,2	3,1	EU-CEE	69,1	66,1	64,3	64,1	EU-CEE	-3,8	-4,8	-5,0	-4,6				
Bulgarien	1,9	4,4	4,6	6,1	Bulgarien	51,6	48,3	46,1	43,6	Bulgarien	-2,9	-1,9	-3,0	-3,0				
Kroatien	5,0	5,8	6,5	6,6	Kroatien	72,9	83,7	81,3	78,9	Kroatien	0,1	-0,7	-2,5	-2,3				
Tschechien	-3,0	1,1	3,6	4,1	Tschechien	63,7	60,6	61,5	61,7	Tschechien	-3,1	-3,5	-2,8	-2,6				
Ungarn	-3,5	2,9	2,2	3,6	Ungarn	149,8	128,6	124,4	118,9	Ungarn	-6,2	-6,7	-4,9	-4,3				
Polen	1,8	4,1	3,2	4,4	Polen	53,0	51,6	48,3	50,1	Polen	-3,4	-5,1	-5,7	-5,5				
Rumänien	-3,6	-2,9	-3,2	-2,1	Rumänien	50,7	52,4	52,8	52,9	Rumänien	-6,3	-6,6	-7,4	-6,0				
Slowakei	-4,1	-0,3	-0,1	0,0	Slowakei	103,0	96,1	94,3	91,0	Slowakei	-1,7	-4,9	-5,7	-4,7				
Slowenien	2,1	7,0	5,3	5,0	Slowenien	90,8	91,7	92,0	91,0	Slowenien	-3,0	-2,5	-3,0	-2,8				
Serbien	0,3	3,6	0,8	0,1	Serbien	69,3	65,2	61,1	59,0	Serbien	-3,2	-2,2	-2,9	-2,5				
Türkei	-4,2	-3,7	-0,7	-0,5	Türkei	50,6	44,7	42,9	40,4	Türkei	-2,2	-6,4	-5,9	-4,5				

Staatsverschuldung (in % des BIP)					Leitzins (%)					FX vs. EUR (EoP)								
2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
EU-CEE	51,0	51,2	53,4	55,4	EU-CEE					EU-CEE								
Bulgarien	22,1	22,5	24,6	25,8	Bulgarien	-	-	-	-	Bulgarien	1,96	1,96	1,96	1,96				
Kroatien	67,8	63,0	61,3	59,1	Kroatien	-	EUR	EUR	EUR	Kroatien	7,5	EUR	EUR	EUR				
Tschechien	42,5	44,0	43,3	43,4	Tschechien	7,00	6,75	4,00	3,50	Tschechien	24,1	24,7	25,0	24,7				
Ungarn	74,0	73,5	73,4	73,1	Ungarn	18,00	10,75	6,25	5,50	Ungarn	400	383	400	413				
Polen	49,3	49,8	54,2	58,9	Polen	6,75	5,75	5,75	5,00	Polen	4,69	4,35	4,35	4,50				
Rumänien	47,5	48,8	51,8	53,2	Rumänien	6,75	7,00	6,50	5,00	Rumänien	4,95	4,97	4,99	5,07				
Slowakei	57,7	56,0	58,9	58,3	Slowakei	EUR	EUR	EUR	EUR	Slowakei	EUR	EUR	EUR	EUR				
Slowenien	72,3	69,3	68,5	67,5	Slowenien	EUR	EUR	EUR	EUR	Slowenien	EUR	EUR	EUR	EUR				
Serbien	55,6	52,3	52,0	51,5	Serbien	5,00	6,50	5,25	4,50	Serbien	117,3	117,2	117,1	117,3				
Türkei	30,8	29,5	26,7	25,9	Türkei	9,00	42,50	50,00	28,00	Türkei	20,0	32,5	41,1	50,3				

Quelle: Nationale statistische Ämter, Zentralbanken, UniCredit Group Investment Strategy

Länder

Bulgarien

Baa1 stabil/BBB positiv/BBB positiv*

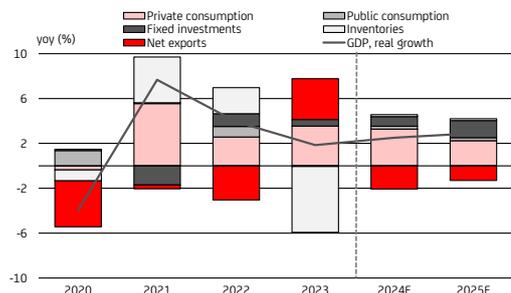
Ausblick: Im Monat vor der vorgezogenen Parlamentswahl in Bulgarien sind keine größeren Veränderungen in den Zustimmungswerten der wichtigsten Parteien zu verzeichnen. Wir halten von hier aus zwei Szenarien für gleich wahrscheinlich. Im positiven Szenario, das wir als unser Basisszenario annehmen, wird eine pro-europäische Regierung gebildet, die den Beitritt Bulgariens zur Eurozone abschließen und die strukturellen Maßnahmen vorantreiben wird, die zur Beschleunigung der Modernisierung des Landes erforderlich sind. Infolgedessen dürfte sich das BIP im Jahr 2025 beschleunigen, auch gestützt durch eine stärkere Auslandsnachfrage. Die Inflation wird so weit zurückgehen, dass die BNB im Februar oder März 2025 einen außerordentlichen Konvergenzbericht beantragen kann, der den Weg für den Beitritt zur Eurozone am 1. Januar 2026 ebnet. Im Negativszenario wird ein mangelnder Kompromiss zu einer erneuten vorgezogenen Parlamentswahl Anfang 2025 führen, während die Unterstützung für bestehende oder neu entstandene Anti-Establishment-Parteien zunehmen könnte. Im schlimmsten Fall würde die Neuwahl im nächsten Jahr ein Parlament hervorbringen, in dem populistische und euroskeptische Parteien die Mehrheit haben und eine Regierung bilden. Als Reaktion darauf könnte die Einführung des Euro vorübergehend gestrichen werden, da die Hauptpriorität darin bestünde, die geopolitische Ausrichtung des Landes auf Kosten der Zusammenarbeit mit Westeuropa und den euro-atlantischen Staaten stärker auf Russland zu verlagern.

Autor: Kristofor Pavlov, Chief Economist Bulgaria (UniCredit Bulbank)

WICHTIGE TERMINE/EREIGNISSE

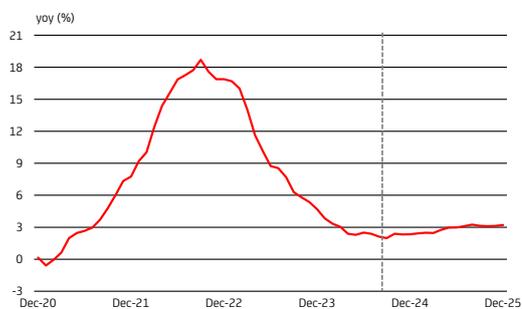
- 15. Oktober, 15. November, 16. Dezember: VPI
- 18. Oktober: Überprüfung des Länderratings durch Fitch
- 27. Oktober: Parlamentswahlen
- 14. November, 6. Dezember: BIP 3Q24 (Flash, Struktur)

BIP-WACHSTUMSPROGNOSE



Grafik: in % ggü. Vj.: Privater Konsum, Staatsverbrauch, Anlageinvestitionen, Lagerbestände, Nettoexporte, BIP, reales Wachstum

INFLATIONSPROGNOSE



Quelle: NSI, UniCredit Group Investment Strategy

MAKROÖKONOMISCHE DATEN UND PROGNOSEN

	2021	2022	2023	2024F	2025F
BIP (in Mrd. EUR)	71,1	85,8	93,9	100,0	107,3
Einwohnerzahl (Mio.)	6,5	6,4	6,4	6,4	6,3
BIP pro Kopf (EUR)	10 962	13 307	14 576	15 742	17 139
Realwirtschaft, Veränderung (%)					
BIP	7,7	3,9	1,8	2,5	2,9
Privater Verbrauch	8,5	3,9	5,4	4,8	3,2
Anlageinvestitionen	-8,3	6,5	3,3	4,7	8,2
Öffentlicher Konsum	0,4	5,5	-0,4	1,5	1,6
Ausfuhren	11,2	11,6	-1,9	1,4	3,0
Einfuhren	10,7	15,0	-6,3	4,1	4,5
Monatliche Löhne, nominal (EUR)	798	905	1 029	1 176	1 279
Reallöhne, Veränderung (%)	9,0	-1,9	4,0	11,8	5,7
Arbeitslosenquote (%)	5,2	4,1	4,3	4,4	4,0
Fiskalische Konten (in % des BIP)					
Haushaltssaldo	-3,9	-2,9	-1,9	-3,0	-3,0
Primärsaldo	-3,5	-2,5	-1,5	-2,5	-2,4
Staatsverschuldung	23,4	22,1	22,5	24,6	25,8
Externe Konten					
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. EUR)	-1,2	-1,2	-0,3	-0,2	0,6
Leistungsbilanzsaldo/BIP (%)	-1,7	-1,4	-0,3	-0,1	0,6
Erweiterter Basissaldo/BIP (%)	1,1	1,9	4,4	4,6	6,1
Netto-Direktinvestitionen (% des BIP)	1,8	2,4	3,3	3,2	3,5
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	58,1	51,6	48,3	46,1	43,6
Währungsreserven (Mrd. EUR)	34,6	38,4	41,9	43,9	47,9
Monate der Importe, Waren und Dienstleistungen	9,4	7,4	8,8	9,0	9,0
Inflation/Währung/FX					
VPI (pavg.)	3,3	15,3	9,6	2,6	3,0
VPI (eop)	7,8	16,9	4,7	2,3	3,4
LEONIA (eop)	-0,53	1,82	3,80	3,15	2,16
USD-BGN (eop)	1,65	1,86	1,81	1,76	1,73
EUR-BGN (eop)	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
USD-BGN (pavg.)	1,73	1,85	1,80	1,81	1,75
EUR-BGN (pavg.)	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96

Quelle: Eurostat, BNB, NSI, UniCredit Group Investment Strategy

*langfristige Kreditratings in Fremdwährung von Moody's, S&P bzw. Fitch

DAS BEKENNTNIS ZUM BEITRITT ZUR EUROZONE STEHT VOR EINEM WEITEREN TEST

Die Unterstützung für die wichtigsten Parteien hat sich in den Monaten vor den Wahlen am 27. Oktober nicht wesentlich verändert

Die Spaltung der MRF könnte ihre Chancen auf eine Regierungsbildung erhöhen, da die Zahl der möglichen Koalitionen steigen würde

Die Abwanderung der Wähler von den etablierten Parteien wird wahrscheinlich an Schwung verlieren

Der Euro-Beitritt und die verstärkte Inanspruchnahme von RRP-Mitteln werden weiterhin zentrale Prioritäten sein

Die Steuerreform wird wahrscheinlich nicht zu den unmittelbaren Prioritäten gehören

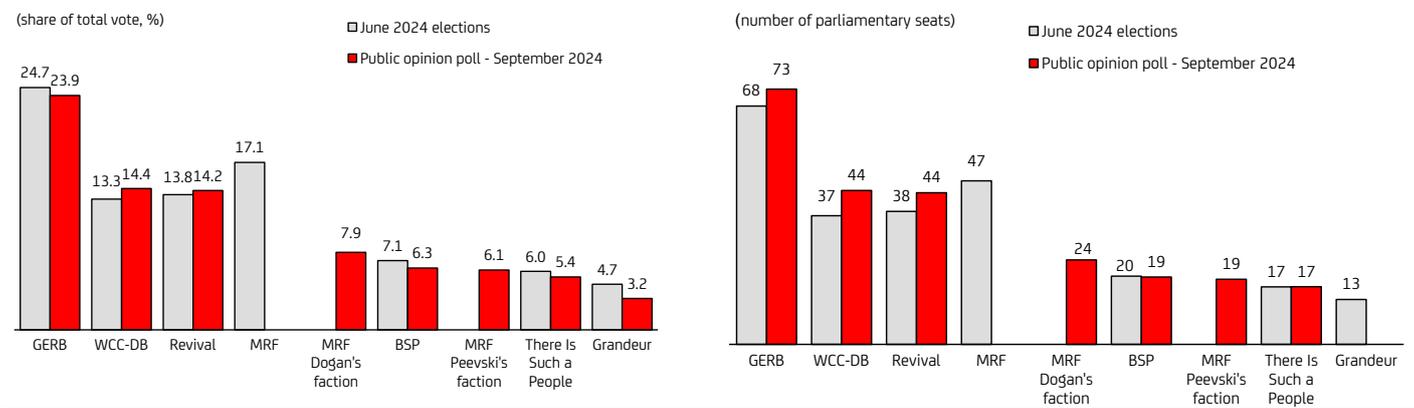
Die Parlamentswahlen finden am 27. Oktober statt. Jüngsten Meinungsumfragen zufolge liegt die Mitte-Rechts-Partei, die proeuropäischen Bürger für die europäische Entwicklung Bulgariens (GERB), in Führung (siehe Grafik). Dieselben Umfragen deuten darauf hin, dass die beiden führenden proeuropäischen Parteien, GERB und das zentristisch-liberale Bündnis "Wir setzen den Wandel fort" und "Demokratisches Bulgarien" (WCC-DB), wahrscheinlich rund 115 Abgeordnete im 240 Sitze zählenden bulgarischen Parlament stellen werden (siehe Grafik). Dies bedeutet, dass mindestens eine weitere Partei benötigt wird, um eine Regierungskoalition zu bilden. Ein möglicher Kandidat für eine solche Regierungskoalition wäre die gemäßigte, national-konservative Partei There Is Such a People. Ein weiterer möglicher Kandidat wäre eine der Fraktionen der kürzlich abgespaltenen, mehrheitlich ethnisch türkischen Partei, der Bewegung für Rechte und Freiheiten (MRF), sofern beide die Vier-Prozent-Hürde für den Einzug ins Parlament nehmen. Obwohl es weniger wahrscheinlich ist, halten wir es nicht für ausgeschlossen, dass sich auch die Bulgarische Sozialistische Partei (BSP) an einer solchen proeuropäischen Regierungskoalition beteiligen könnte, insbesondere wenn sie ihre seit langem vertretene Ansicht aufweicht, dass die Einführung des Euro eine wichtige langfristige Priorität ist, Bulgarien aber kurz- bis mittelfristig noch nicht bereit ist, der Eurozone beizutreten.

Es ist unwahrscheinlich, dass die Protestwählerschaft stark zunehmen wird. Die rechtsextreme, prorussische Partei Wiederbelebung wird voraussichtlich Stimmen hinzugewinnen, was jedoch den Niedergang einer anderen Partei mit ähnlichem Profil (Grandeur) zu Beginn dieses Jahres widerspiegelt, während die Zahl der ultranationalistischen Wähler wahrscheinlich weitgehend stagnieren wird. Die offen putinfreundliche Haltung der Revival-Partei gegenüber dem Krieg in der Ukraine und ihre aggressive Rhetorik gegenüber ihren Gegnern werden jedoch wahrscheinlich dazu führen, dass sie von jeglichen Koalitionsgesprächen ausgeschlossen und isoliert bleibt, ähnlich wie es seit ihrem ersten Einzug ins Parlament im Oktober 2022 der Fall war.

Unseres Erachtens gibt es zwei gleichermaßen wahrscheinliche Szenarien. Im positiven Szenario, von dem wir ausgehen, wird eine proeuropäische Koalitionsregierung gebildet, was die anhaltende politische Instabilität beenden wird. Der Beitritt zur Eurozone und die Erfüllung der im Konjunkturprogramm des Landes festgelegten Anforderungen werden weiterhin ganz oben auf der politischen Agenda der Regierung stehen. In Bezug auf die nächsten Schritte zur Stärkung des Vertrauens der Öffentlichkeit in das Rechtssystem muss ein Kompromiss gefunden werden, u. a. indem Richtern und Staatsanwälten ein größeres Mitspracherecht bei den von der Justiz erlassenen Urteilen eingeräumt wird. Die weitere Unterstützung der Ukraine im Krieg gegen Russland und das Streben nach einer Vollmitgliedschaft in der Schengen-Freihandelszone der EU werden wichtige außenpolitische Prioritäten sein. In diesem Szenario ist mit mehr öffentlichen Investitionen zu rechnen, insbesondere im Bereich der Wasserwirtschaft, da die Wasserknappheit zu einem wichtigen Thema im laufenden Wahlkampf geworden ist. Eine Reform des Steuersystems dürfte jedoch nicht zu den unmittelbaren Prioritäten der neuen Regierung gehören, obwohl es dringend notwendig ist, die Ungleichheit zu verringern und die Steuereinnahmen dauerhaft zu erhöhen, um die höheren Renten-, Gesundheits- und Sozialkosten im Zusammenhang mit der alternden Bevölkerung zu decken.

KEIN GROßER ANSTIEG DER UNTERSTÜTZUNG FÜR EXTREME POPULISTEN

DIE ETABLIERTEN PARTEIEN WERDEN WAHRSCHEINLICH DIE KONTROLLE ÜBERNEHMEN



Grafik links: Stimmenanteil in %, Wahlen im Juni 2024. Öffentliche Meinungsumfrage vom September 2024

Grafik rechts: Anzahl der Parlamentssitze, Wahlen im Juni 2024. Öffentliche Meinungsumfrage vom September 2024

Quelle: Zentrale Wahlkommission, Alpha Research Agency (die Meinungsumfrage wurde im Zeitraum vom 18. September bis 24. September 2024 durchgeführt), UniCredit Group Investment Strategy

Im positiven Szenario, das auch unser Basisszenario ist, wird mit einer moderaten Beschleunigung des Wachstums gerechnet

Wir halten an unserer Prognose eines realen BIP-Wachstums von 2,5% im Jahr 2024 fest. Im positiven Szenario erwarten wir eine Beschleunigung des BIP-Wachstums auf 2,9% im Jahr 2025, da eine verbesserte Aufnahme von EU-Mitteln (Bulgarien wird unseres Erachtens im nächsten Jahr zwei Tranchen aus dem RRF-Programm erhalten) und eine stärkere Auslandsnachfrage die Exporte und das Investitionswachstum ankurbeln dürften. Das Wachstum des privaten Konsums wird sich unserer Ansicht nach abschwächen, da sowohl der Anstieg der Reallöhne (siehe Grafik) als auch das Wachstum der Einzelhandelskredite in den nächsten Monaten und bis ins nächste Jahr hinein an Schwung verlieren dürften.

Unserer Meinung nach könnte Bulgarien bis zum 1. Januar 2026 der Eurozone beitreten

Wir erwarten, dass die nach der nationalen Methodik berechnete bulgarische Verbraucherpreisinflation im September 2024 ihren Tiefpunkt bei 2,0% ggü. Vj. erreichen wird, was vor allem auf enorme Basiseffekte zurückzuführen ist. Die durchschnittliche 12-Monats-Inflationsrate des Landes, die für die Konvergenzbewertung herangezogen wird, dürfte jedoch ein halbes Jahr später, im März 2025, mit 2,3% ihren Tiefpunkt erreichen (siehe Grafik). Erst dann wird die Inflation, wenn unsere Prognose zutrifft, so weit zurückgegangen sein, dass die BNB einen außerordentlichen Konvergenzbericht anfordern kann. Wenn der Bericht positiv ausfällt und das politische Umfeld günstig ist (wenn Bulgarien eine stabile Regierung hat, die von einer Regierungskoalition unterstützt wird, die sich für den Beitritt zur Eurozone einsetzt), dann wird der Europäische Rat den Beitritt Bulgariens zur Eurozone im Mai oder Juni nächsten Jahres formell genehmigen. In diesem Fall halten wir den 1. Januar 2026 und nicht den 1. Juli 2025 für einen realistischen Zeitpunkt für die Einführung des Euro in Bulgarien.

Persönliche Antipathie zwischen den Führern von GERB und WCC-DB könnte zu einer neuen Abstimmung führen

Im Negativszenario führt der begrenzte Wunsch, die politische Konfrontation zu beenden und einen Kompromiss zu suchen, zu einer neuen vorgezogenen Wahl zu Beginn des nächsten Jahres. Ein solches Ergebnis würde die politische Krise des Landes vertiefen und zu einer Erosion der Unterstützung für die etablierten Parteien auf Kosten der Stimmen für bestehende oder neu entstandene Anti-Establishment-Parteien führen. Ein großer Teil der politischen Macht wird in den Händen des Präsidenten verbleiben, dessen Rolle bei der Entscheidungsfindung weiter zunehmen könnte. Im schlimmsten Fall wäre die Unterstützung für die Ukraine gefährdet, was die Beziehungen des Landes zu seinen Verbündeten in der NATO und der EU erschweren würde. Die Strukturreformen würden wahrscheinlich weiter ins Stocken geraten, was die Pläne zur Modernisierung der Wirtschaft und zur Erhöhung des Lebensstandards zunichtemachen würde.

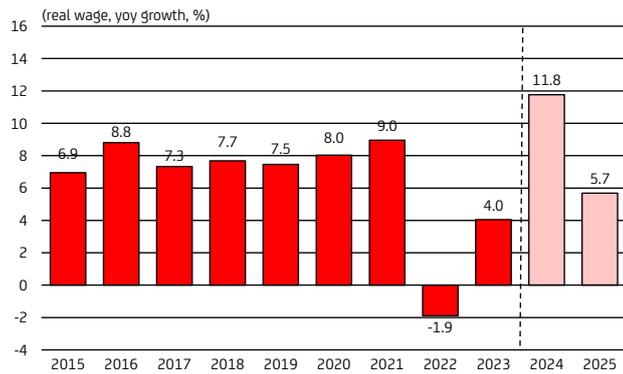
BIP-Wachstum bleibt im nächsten Jahr nach dem Negativszenario wenig verändert

Nach dem Negativszenario wird für 2025 ein BIP-Wachstum von 2,6% erwartet. Bulgarien erhält nur eine Tranche aus dem RRF-Programm, da es aufgrund der anhaltenden politischen Konfrontation schwierig sein wird, die für die Freigabe von EU-Mitteln erforderlichen Strukturmaßnahmen umzusetzen. Auch die privaten Investitionen werden darunter leiden, da die erhöhte Unsicherheit die Unternehmen dazu veranlassen wird, eine abwartende Haltung einzunehmen. Positiv zu vermerken ist, dass der Beitritt Bulgariens zum Euroraum unter diesem Szenario kaum leiden dürfte. Wenn die nächste Stichwahl im März 2025 stattfindet, wäre es für Bulgarien noch nicht zu spät, kurz nach der Bildung einer neuen Regierung im April oder spätestens Anfang Mai einen außerordentlichen Konvergenzbericht zu beantragen, vorausgesetzt, dass das Engagement für die Einführung des Euro nach der Wahl intakt bleibt und Bulgarien das Inflationskriterium bereits erfüllt hat, wie es unsere Inflationsprognose vorsieht.

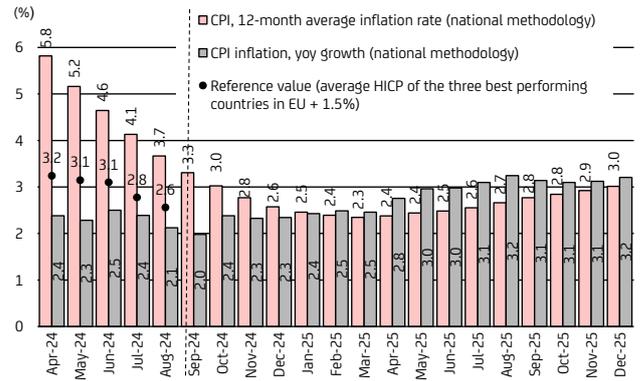
Ein politischer Preis wird zu zahlen sein, wenn Bulgarien die Chance verpasst, den Prozess der Euro-Einführung abzuschließen

Wenn Bulgarien diese Gelegenheit verpasst, weil es keine reguläre Regierung hat, die es durch die letzten Phasen des Euro-Einführungsprozesses lenkt, dann ist nicht klar, wann sich die nächste Chance bietet. Die Erfüllung des Inflationskriteriums zu einem späteren Zeitpunkt könnte sich unseres Erachtens als komplizierter erweisen, da sie wahrscheinlich eine moderate Straffung der Finanzpolitik erfordert, einschließlich einer strengeren Kontrolle des Einkommenswachstums über mindestens mehrere aufeinanderfolgende Quartale.

DAS REALLOHNWACHSTUM WIRD IM NÄCHSTEN JAHR AN SCHWUNG VERLIEREN



BULGARIEN WIRD DAS INFLATIONSKRITERIUM ANFANG NÄCHSTEN JAHRES ERFÜLLEN



Grafik links: Reallohnwachstum in % ggü. Vj.

Grafik rechts: VPI, 12-Monatsdurchschnitt der Inflationsrate (nationale Methode), VPI-Inflation, Wachstum ggü. Vj. (nationale Methode), Referenzwert (Durchschnitt für den harmonisierten Index für die Verbraucherpreise aus den drei besten EU-Ländern plus 1,5%)

Quelle: Eurostat, NSI, UniCredit Bulbank

Anmerkung: Die UniCredit Bulbank prognostiziert keine harmonisierte Inflation, während letztere zur Bewertung der Konvergenz Bulgariens im Hinblick auf die Preisstabilität herangezogen werden würde.

BRUTTOFINANZIERUNGSBEDARF DES STAATES

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	4,3	5,0	5,6
Haushaltsdefizit	2,9	3,0	3,2
Amortisation von Staatsschulden	1,4	2,0	2,4
Inländische	0,0	0,3	2,2
Anleihen	0,0	0,3	2,2
Schatzanweisungen	0,0	0,0	0,0
Darlehen/Sonstiges	0,0	0,0	0,0
Ausländische	1,4	1,7	0,2
Anleihen und Darlehen	1,2	1,5	0,0
IWF/EU/andere IFI	0,2	0,2	0,2
Finanzierung	4,3	5,0	5,6
Inländische Kreditaufnahme	0,0	0,9	1,1
Anleihen	0,0	0,9	1,1
Schatzanweisungen	0,0	0,0	0,0
Darlehen/Sonstiges	0,0	0,0	0,0
Ausländische Kreditaufnahme	4,3	4,4	4,3
Anleihen und Darlehen	3,8	4,4	4,3
IWF/EU/andere IFI	0,5	0,0	0,0
Privatisierung/Sonstiges	0,0	0,0	0,0
Veränderung der steuerlichen Rücklagen (- =Zunahme)	0,0	-0,2	0,2

Quelle: BNB, bulgarisches Finanzministerium, UniCredit Group Investment Strategy

BRUTTO-AUßENFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	23,8	23,1	20,8
Leistungsbilanzdefizit	0,3	0,2	-0,6
Amortisation von mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten	6,1	5,9	4,1
Regierung/Zentralbank	1,4	1,7	0,2
Banken	1,1	1,4	1,4
Unternehmen/Sonstige	3,6	2,8	2,5
Amortisation von kurzfristigen Verbindlichkeiten	17,4	17,0	17,3
Finanzierung	23,8	23,1	20,8
FDI (netto)	3,1	3,2	3,8
Eigenkapital des Portfolios, netto	-1,2	-2,3	-2,0
Mittel- und langfristige Anleihen	8,7	6,0	4,8
Regierung/Zentralbank	4,3	4,4	4,3
Banken	1,6	1,4	1,4
Unternehmen/Sonstige	2,8	0,2	-0,9
Kurzfristige Kreditaufnahme	17,0	17,3	17,6
EU-Struktur- und Kohäsionsfonds	1,3	1,5	2,2
Andere	-1,6	-0,8	-1,6
Veränderung der Währungsreserven (- = Zunahme)	-3,5	-2,0	-3,9
Memoranden:			
Ausländische Käufe von Lokawährungsanleihen	0,0	0,0	0,0
Internationale Anleiheemissionen, netto	2,6	2,9	4,3

Kroatien

Baa2 positiv/A- positiv/A- stabil*

Ausblick:

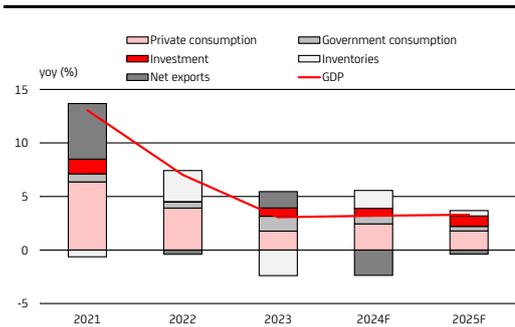
Wir halten an unserer BIP-Wachstumsprognose von 3,2% für 2024 und 3,3% für 2025 fest. Im Jahr 2024 wird das Wachstum durch alle Komponenten der Inlandsnachfrage angetrieben, einschließlich der Investitionen, als Ergebnis der starken öffentlichen Ausgaben Anfang 2024. Die Nettoexporte werden das Wachstum wahrscheinlich schmälern. Im Jahr 2025 dürfte das BIP-Wachstum weiterhin von der Inlandsnachfrage getragen werden. Wir gehen davon aus, dass der Beitrag des privaten und staatlichen Verbrauchs geringer und der Beitrag der Investitionen größer sein wird. Die Nettoexporte werden im Vergleich zu 2024 wahrscheinlich eine geringere Belastung darstellen. Ein moderateres Konsumwachstum dürfte dazu beitragen, dass die Inflation im Jahr 2025 trotz Lohnsteigerungen und der Absicht der Regierung, die Energiepreise zu lockern, zwischen 2,5% und 3,0% bleibt. Die Auswirkungen der fiskalischen Expansion vor den Wahlen werden sich wahrscheinlich 2024 und möglicherweise 2025 sichtbar auf die Gesamtfinanzlage auswirken, aber wir erwarten nicht, dass sie den rückläufigen Trend bei der öffentlichen Schuldenquote aufhalten werden.

Autor: Hrvoje Dolenc, Chief Economist Croatia (Zagrebacka banka)

WICHTIGE TERMINE/EREIGNISSE

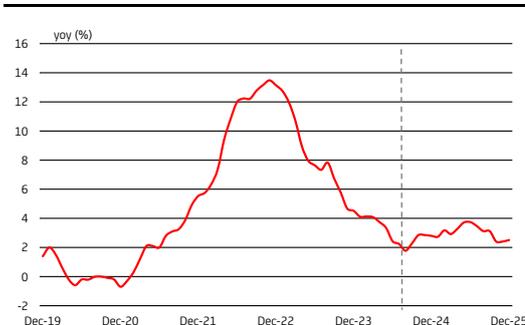
- 22. Oktober: VÜD-Meldung
- November: Vorschlag für den Haushaltsplan 2025
- 8. November: Überprüfung des Ratings durch Moody's
- 27. November: BIP 3Q24
- Dezember: Präsidentschaftswahlen

BIP-WACHSTUMSPROGNOSE



Grafik: in % ggü. Vj.; Privater Konsum, Staatsverbrauch, Anlageinvestitionen, Lagerbestände, Nettoexporte, BIP

INFLATIONSPROGNOSE



Quelle: Eurostat, Crostat, UniCredit Group Investment Strategy

MAKROÖKONOMISCHE DATEN UND PROGNOSEN

Mrd. EUR	2021	2022	2023	2024F	2025F
BIP (in Mrd. EUR)	58,9	68,4	76,5	81,3	86,5
Bevölkerung (Mio.)	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8
BIP pro Kopf (EUR)	15.172	17.733	19.813	21.115	22.554
Realwirtschaft, Veränderung (%)					
BIP	13,0	7,0	3,1	3,2	3,3
Privater Verbrauch	10,7	6,7	3,1	4,2	3,0
Anlageinvestitionen	6,6	0,1	4,2	3,9	5,1
Öffentlicher Konsum	3,1	2,7	6,6	4,0	2,0
Ausfuhren	32,7	27,0	-2,9	-1,0	3,0
Einfuhren	17,3	26,5	-5,3	3,2	3,5
Monatliche Bruttolöhne, nominal (EUR)	1276	1380	1583	1780	1938
Reallöhne, Veränderung (%)	1,6	-2,2	6,2	9,5	5,9
Arbeitslosenquote (%)	7,6	7,0	6,1	5,5	5,2
Fiskalische Konten (% des BIP)					
Haushaltssaldo	-2,5	0,1	-0,7	-2,5	-2,3
Primärsaldo	-1,3	1,5	1,0	-0,8	-0,7
Staatsverschuldung	77,4	67,8	63,0	61,3	59,1
Externe Konten					
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. EUR)	0,6	-1,9	0,8	0,7	0,7
Leistungsbilanz/BIP (%)	1,0	-2,8	1,1	0,9	0,8
Erweiterter Basissaldo/BIP (%)	8,5	5,0	5,8	6,5	6,6
Netto-Direktinvestitionen (% des BIP)	5,1	5,3	1,9	3,0	3,0
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	80,3	72,9	83,7	81,3	78,9
Währungsreserven (Mrd. EUR)	25,0	27,8	2,9	3,1	4,1
Inflation/Währung/FX					
VPI (pavg)	2,6	10,8	8,0	3,0	3,0
VPI (eop)	5,5	13,1	4,5	2,8	2,5
3M Geldmarktsatz (Dez.-Durchschnitt)	n,a	n,a	EUR	EUR	EUR
USD/FX (eop)	6,64	7,06	EUR	EUR	EUR
EUR/FX (eop)	7,52	7,53	EUR	EUR	EUR
USD/FX (pavg)	6,36	7,16	EUR	EUR	EUR
EUR/FX (pavg)	7,52	7,53	EUR	EUR	EUR

Quelle: Eurostat, Crostat, Finanzministerium, CNB, UniCredit Group Investment Strategy

*Langfristige Kreditwürdigkeit in Fremdwährungen durch Moody's, S&P bzw. Fitch

INLANDSNACHFRAGE BLEIBT VORAUSSICHTLICH DER WICHTIGSTE WACHSTUMSMOTOR

Wir prognostizieren ein BIP-Wachstum von 3,2% im Jahr 2024 und 3,3% im Jahr 2025

Wir halten an unserer BIP-Wachstumsprognose für 2024 von 3,2% fest, da der private Konsum einen starken Beitrag leistet, der durch ein beträchtliches Lohnwachstum und eine rekordhohe Beschäftigung angeheizt wird, was das Verbrauchervertrauen stärkt. Der Beitrag der Investitionen war 2024 bisher ebenfalls beträchtlich, stark stimuliert durch öffentliche Infrastrukturinvestitionen im Vorfeld der Wahlen 2024, aber auch durch die Aufnahme großzügiger EU-Mittel. Die Investitionen dürften sich in 2H24 verlangsamen oder sogar zurückgehen (aufgrund von Basiseffekten aus 2H23), um dann im Jahr 2025 wieder anzusteigen, nicht nur aufgrund der EU-Finanzierung, sondern auch aufgrund von Anzeichen für einen Anstieg der Investitionsausgaben im privaten Sektor. Wir halten an unserer Wachstumsprognose von 3,3% für 2025 fest. Das Wachstum im Jahr 2025 dürfte vor allem auf einem starken Beitrag der Investitionen beruhen. Darüber hinaus erwarten wir, dass andere Komponenten der Binnennachfrage 2025 weniger zum Wachstum beitragen als 2024. Die Nettoexporte werden im Vergleich zu 2024 wahrscheinlich eine geringere Belastung darstellen, da sich das Wachstum in der Eurozone erholt.

Das Wachstum im Jahr 2025 wird von Investitionen, privatem Konsum und einer geringeren Belastung durch Nettoexporte getragen

Der Tourismus erwies sich als ein bedeutender Wachstumsfaktor

Der Tourismus wird wahrscheinlich auch 2025 ein wichtiger Wachstumsmotor bleiben. Im Jahr 2024 sah sich der Tourismus mit vielen Herausforderungen konfrontiert, darunter ein starker Preisanstieg im Vergleich zu den Konkurrenzmärkten (rund 55% Preisanstieg im Vergleich zu 2019 im Hotel- und Gaststättenbereich). Allerdings deuten die Gesamtdaten bis Ende August (in diesem Zeitraum werden in der Regel mehr als 80% des durchschnittlichen jährlichen Tourismusaufkommens verzeichnet) auf das bisher stärkste Jahr in Bezug auf Indikatoren und Einnahmen hin.

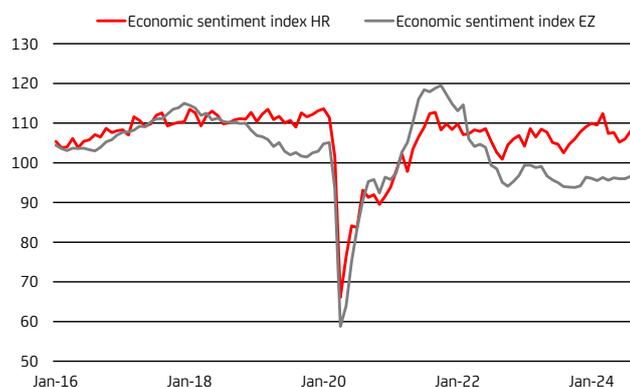
Dennoch gab es in den letzten Jahren einige bemerkenswerte neue Trends im Tourismus

Im kroatischen Tourismus sind derzeit drei bemerkenswerte Trends zu beobachten. Erstens ist der Tourismus in der Vorsaison (April-Juni) und in der Nachsaison (September-Oktober) gewachsen, während die physischen Indikatoren während der Hauptsaison (Juli-August) stagnierten. Zweitens wurde der größte Teil des Zuwachses bei den Übernachtungen durch Hotels und große kommerzielle Einrichtungen erzielt und nicht durch kleine Privatunterkünfte. Drittens werden die Touristenankünfte aus Deutschland (dem wichtigsten Markt des Landes), Österreich und Italien durch Ankünfte aus Polen, Ungarn, Slowenien, der Slowakei, dem Vereinigten Königreich, Serbien sowie Bosnien und Herzegowina ersetzt. Mit der erwarteten Erholung in der Eurozone und den Investitionen großer kommerzieller Beherbergungsbetriebe in Kroatien (Quelle des Tourismuswachstums in jüngster Zeit) haben wir solide Erwartungen für die Entwicklung im Jahr 2025. Der kroatische Tourismus dürfte weiterhin moderat wachsen.

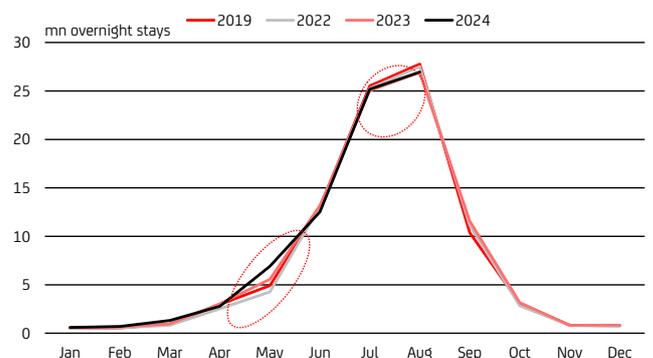
Investitionsdynamik basiert auf der starken Inanspruchnahme von EU-Mitteln

Die EU-Finanzierung ist derzeit ein starker Motor für die Wirtschaftsleistung und dürfte dies auch in den nächsten Jahren bleiben. Durch die starke Absorption von Mitteln aus früheren Zyklen und aus der NGEU-Fazilität gehört Kroatien zu den besten Ländern in der EU, was die Absorption von EU-Mitteln angeht. Mit der jüngsten Tranche aus der Sonderfazilität für regionale Entwicklung, die im Juli einging, ist Kroatien das einzige Land in der EU, das fünf Tranchen der Sonderfazilität für regionale Entwicklung (4,5 Mrd. EUR von insgesamt 10,2 Mrd. EUR) absorbiert hat. Für den Rest des Jahres 2024 und für 2025 planen die kroatischen Behörden, die Bedingungen für die Aufnahme weiterer drei Tranchen der Sonderfinanzierungsfazilität (2,8 Mrd. EUR) zu erfüllen.

ENTKOPPLUNG DER LOKALEN WIRTSCHAFTSSTIMMUNG



JAHRESVERTEILUNG IM TOURISMUS ÄNDERT SICH LANGSAM



Grafik links: Index für die ökonomische Grundstimmung in Kroatien und der Eurozone; Grafik rechts: Anzahl der Übernachtungen in Mio.

Quelle: Europäische Kommission, Crostat, UniCredit Group Investment Strategy

Arbeitsmarkt erreicht Rekordzahlen mit einigen neuen Markttrends

Die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt folgt der starken Entwicklung in der Gesamtwirtschaft. Die Zahl der Beschäftigten hat einen Rekordwert von 1,75 Millionen erreicht, während die Arbeitslosenquote auf unter 5% gesunken ist. Obwohl ausländische Arbeitskräfte einen erheblichen Einfluss auf diese Zahlen haben, zeigen die kürzlich veröffentlichten Daten einige andere verborgene Trends auf, die bei weiterem Wirtschaftswachstum wahrscheinlich anhalten werden. Erstens ist die Beschäftigungsquote im Segment der Erwerbspersonen zwischen 50 und 64 Jahren in den letzten Jahren deutlich gestiegen (um mehr als 10 Prozentpunkte seit 2019). Zweitens ist das Beschäftigungswachstum in diesem Segment bei Frauen stärker ausgefallen. Drittens ist die Arbeitslosenquote der jüngeren Bevölkerung deutlich gesunken, und zwar von über 21% im Jahr 2019 auf rund 12%. Und schließlich ist der Anteil der hochqualifizierten Arbeitnehmer zusammen mit dem Beschäftigungswachstum gestiegen. Diese positiven Trends auf dem Arbeitsmarkt lassen sich leicht mit dem jüngsten Anstieg der (realen) Löhne (und des privaten Verbrauchs) in Verbindung bringen.

Starkes Lohnwachstum mit ersten Anzeichen für eine Verlangsamung

Die Inflation könnte bis Ende des Jahres leicht auf 2,6% ansteigen und sich dann bis 2025 in den Bereich von 2,5-3,5% bewegen. Das Lohnwachstum wird sich wahrscheinlich etwas abschwächen, bleibt aber signifikant und stellt ein Aufwärtsrisiko für die Inflation dar. Wir sehen erste Anzeichen für eine Verlangsamung des Lohnwachstums (wenn auch immer noch im zweistelligen Bereich), da die anfänglich großen Auswirkungen der Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor allmählich abklingen. Wir schätzen, dass sich das Lohnwachstum abschwächen wird, sobald die Lohnerhöhung von 2023 in die Basis einfließt. Jüngste Studien der Zentralbank haben ergeben, dass der derzeitige Lohnanstieg mit einem Inflationsbeitrag von etwa 1 Prozentpunkt verbunden sein kann. Die Regierung lockert ihren Einfluss auf die Energiepreise für Verbraucher und KMU, indem sie die Subventionen für Strom und Gas senkt, und diskutiert immer noch über die Aufhebung der Obergrenzen für die Kraftstoffpreise. Dies wird die Inflation wahrscheinlich in die Höhe treiben. Obwohl die Inflation im Sommer unter 2% gesunken ist, erwarten wir, dass sie sich leicht beschleunigen und bis zum Jahresende 2,6% erreichen wird, bevor sie sich bis 2025 in einer Spanne von 2,5 bis 3,5% bewegt und dann wieder zurückgeht.

Die Inflation spiegelt einige Auswirkungen des Lohnwachstums wider. Darüber hinaus wird der nachlassende Einfluss der Regierung auf die Energiepreise sichtbar

Die Finanzpolitik rückt wieder in den Fokus...

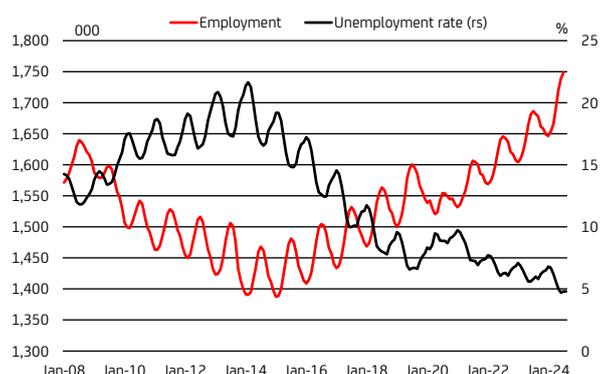
Wir bestätigen unsere Prognosen eines Haushaltsdefizits von 2,5% im Jahr 2024 und eines etwas geringeren im Jahr 2025, obwohl eine gewisse Unsicherheit im Zusammenhang mit den wahrscheinlichen Haushaltsänderungen für 2024 und dem neuen Haushaltsplan für 2025 besteht. Trotz der positiven Tendenzen in der Wirtschaft bleibt die Steuerpolitik ein wichtiges Thema. Die neue Regierung hat ihre ersten bedeutenden Initiativen in diesem Bereich angekündigt, auch wenn die bisher verfügbaren Details noch nicht viel Aufschluss geben. Der Markt erwartet Änderungen am Haushalt 2024, da der bestehende Haushalt die Änderungen in der Regierungsstruktur seit den Parlamentswahlen und die wahrscheinlich höheren Ausgaben in 1H24 nicht widerspiegelt. Das Fehlen von Daten zu den tatsächlichen Ausgaben führt zu einigen Unsicherheiten, obwohl die verfügbaren alternativen Informationen zu den Einnahmen darauf hindeuten, dass das Defizit selbst bei einer Lockerung der Ausgaben im Einklang mit unseren Projektionen bleiben dürfte.

...aber die Ankündigungen weiterer Schritte der Regierung zu den Haushaltsänderungen 2024 und den Plänen für 2025 sind noch nicht sehr detailliert.

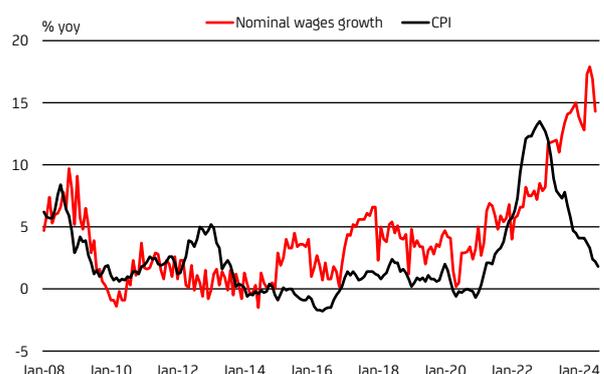
Neue Änderungen im Steuersystem

Ein interessantes Thema, das sich auf die Haushaltsvorbereitungen für 2025 auswirken dürfte, ist die Absicht Kroatiens, weitere Änderungen am Steuersystem vorzunehmen und 2025 eine Vermögenssteuer einzuführen. Das Finanzministerium begründet die neue Steuer mit seiner Absicht, die Besteuerung von Arbeit weiter zu lockern, obwohl die ursprünglich vorgeschlagenen Änderungen der Einkommenssteuer einen solchen Ansatz nicht vollständig widerspiegeln.

ARBEITSMARKT STÜTZT VERBRAUCHERVERTRAUEN



LOHNWACHSTUM IST NICHT DER WICHTIGSTE TREIBER FÜR DIE INFLATION



Grafik links: in Tausend; Anzahl der Beschäftigten, Arbeitslosenquote (rechte Skala, in %), Grafik rechts: in % ggü. Vj.; nominales Lohnwachstum, Verbraucherpreise

Quelle: Crostat, UniCredit Group Investment Strategy

BRUTTOFINANZIERUNGSBEDARF DES STAATES

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	8,1	10,3	12,8
Haushaltsdefizit	0,5	2,0	2,0
Amortisation von Staatsschulden	7,6	8,3	10,8
Inländische	5,4	5,7	8,5
Anleihen	1,5	1,9	3,3
Schatzanweisungen	2,7	2,8	2,9
Darlehen	1,2	1,0	2,3
Ausländische	2,2	2,6	2,3
Anleihen und Darlehen	2,0	2,5	2,2
IWF/EU/andere internationale Finanzinstitutionen	0,1	0,1	0,1
Finanzierung	8,1	10,3	12,8
Inländische Kreditaufnahme	6,5	7,5	9,7
Anleihen	3,3	2,5	4,0
Schatzanweisungen	2,8	2,9	3,5
Darlehen	0,4	2,1	2,2
Ausländische Kreditaufnahme	1,6	2,8	3,1
Anleihen	1,5	1,5	1,5
IWF/EU/andere internationale Finanzinstitutionen	0,1	1,3	1,6
Privatisierung/Sonstiges	0,0	0,0	0,0

BRUTTO-AUßENFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	18,7	17,8	16,4
Leistungsbilanzdefizit	-0,8	-0,7	-0,7
Amortisation von mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten	5,7	4,9	4,6
Regierung/Zentralbank	2,2	2,6	2,3
Banken	0,3	0,3	0,3
Unternehmen/Sonstige	3,2	2,0	2,0
Amortisation kurzfristiger Verbindlichkeiten	13,8	13,6	12,5
Regierung/Zentralbank	6,5	6,0	6,0
Banken	3,0	2,5	2,5
Unternehmen/Sonstige	4,3	5,1	4,0
Finanzierung	18,7	17,8	16,4
FDI (netto)	1,5	2,5	2,6
Eigenkapital des Portfolios, netto	0,8	0,5	0,5
Mittel- und langfristige Anleihen	3,0	4,2	4,5
Regierung/Zentralbank	1,6	2,8	3,1
Banken	0,4	0,4	0,4
Unternehmen/Sonstige	1,0	1,0	1,0
Kurzfristige Kreditaufnahme	8,1	6,1	6,0
EU-Struktur- und Kohäsionsfonds	3,2	2,3	2,6
Andere	2,5	2,4	0,6
Veränderung der Währungsreserven (= Zunahme)	-0,4	-0,2	-0,4
Memoranden:			
Ausländische Käufe von Lokalwährungsanleihen	n.a.	n.a.	n.a.
Internationale Anleiheemissionen, netto	0,3	0,2	0,0

Quelle: CNB, Finanzministerium, UniCredit Group Investment Strategy

Tschechische Republik

Aa3 stabil/AA- stabil/AA- stabil*

Ausblick:

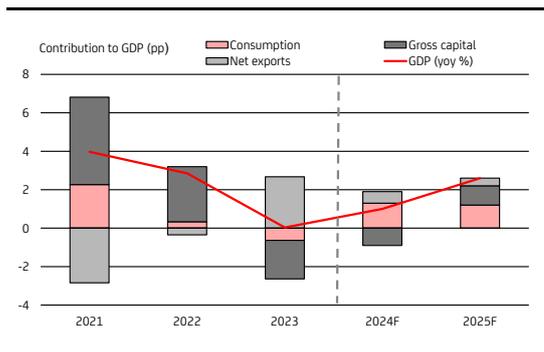
Wir erwarten, dass sich das BIP-Wachstum von geschätzten 1,0% im Jahr 2024 auf 2,6% im Jahr 2025 beschleunigen wird. Der Schlüssel zum Aufschwung wird wahrscheinlich das Konsumverhalten der privaten Haushalte sein. Die Investitionsausgaben werden sich voraussichtlich langsamer erholen, da zunächst die Lagerbestände ansteigen werden. Die Inflation wird wahrscheinlich zwischen 2% und 3% bleiben, was Zinssenkungen ermöglicht, aber nicht unter 3,5%. Das öffentliche Defizit dürfte 2024 dank des Konsolidierungspakets der Regierung unter 3% des BIP sinken. Für 2025 wird kein weiterer finanzpolitischer Fortschritt erwartet, wobei die Regierung ein geringfügig niedrigeres Defizit als 2024 vorsieht, aber wir schätzen das Risiko einer finanzpolitischen Fehlentwicklung als relativ hoch ein.

Autor: Pavel Sobíšek, Chief Economist Czech Republic (UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia)

WICHTIGE DATEN/EREIGNISSE

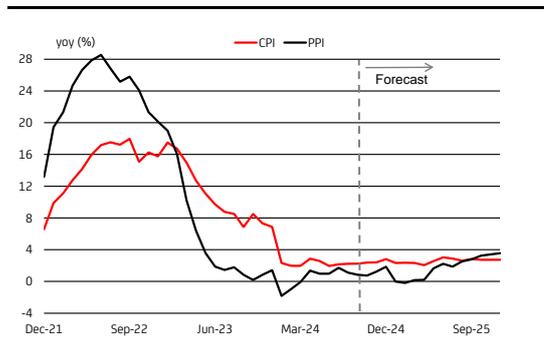
- 7. November, 19. Dezember: Geldpolitische Sitzung der CNB
- 30. Oktober, 29. November: BIP des 3. Quartals (Flash, Struktur)
- 11. November, 10. Dezember: VPI

BIP-WACHSTUMSPROGNOSE



Grafik: Beitrag zum BIP (pp); Privater Konsum, Bruttoanlageinvestitionen, Nettoexporte, BIP (in % ggü. Vj.)

INFLATIONSPROGNOSE



Grafik: in % ggü. Vj.: VPI, PPI, Prognose

Quelle: CZSO, UniCredit Group Investment Strategy

MAKROÖKONOMISCHE DATEN UND PROGNOSEN

Mrd. EUR	2021	2022	2023	2024F	2025F
BIP (in Mrd. EUR)	245,9	286,9	317,7	317,6	338,4
Bevölkerung (Mio.)	10,5	10,8	10,9	10,9	10,9
BIP pro Kopf (EUR)	23.417	26.666	29.204	29.113	30.971
Realwirtschaft, Veränderung (%)					
BIP	4,0	2,9	0,0	1,0	2,6
Privater Verbrauch	4,2	0,5	-2,7	1,3	2,2
Anlageinvestitionen	6,7	6,3	2,7	-0,2	1,0
Öffentlicher Konsum	1,5	0,4	3,5	3,0	1,8
Ausfuhren	8,0	5,2	3,0	0,2	2,6
Einfuhren	13,6	6,0	-0,6	-1,1	3,0
Monatliche Löhne, nominal (EUR)	1493	1626	1796	1835	1983
Reallöhne, Veränderung (%)	1,9	-9,4	-2,4	4,4	4,6
Arbeitslosenquote (%)	3,8	3,4	3,6	3,8	3,7
Fiskalische Konten (% des BIP)					
Haushaltssaldo	-5,0	-3,1	-3,5	-2,8	-2,6
Primärsaldo	-4,3	-2,1	-2,4	-1,5	-1,3
Staatsverschuldung	40,7	42,5	44,0	43,3	43,4
Externe Konten					
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. EUR)	-6,6	-13,5	1,2	4,6	7,8
Leistungsbilanzsaldo/BIP (%)	-2,7	-4,7	0,4	1,4	2,3
Erweiterter Basissaldo/BIP (%)	-0,6	-3,0	1,1	3,6	4,1
Netto-Direktinvestitionen (% des BIP)	0,5	1,2	0,2	1,6	1,3
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	71,7	63,7	60,6	61,5	61,7
Währungsreserven (Mrd. EUR)	153,3	131,3	134,3	133,0	135,0
Monate der Importe, Waren und Dienstleistungen	11,0	7,7	7,9	8,0	7,7
Inflation/Währung/FX					
VPI (pavg)	3,8	15,1	10,7	2,4	2,7
VPI (eop)	6,6	15,8	6,9	3,0	2,7
Ziel der Zentralbank	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Referenzzinssatz der Zentralbank (eop)	3,75	7,00	6,75	4,00	3,50
3M Geldmarktsatz (Dez.-Durchschnitt)	3,50	7,26	6,97	3,95	3,60
USD/FX (eop)	21,95	22,62	22,38	22,52	22,05
EUR/FX (eop)	24,86	24,12	24,73	25,00	24,70
USD/FX (pavg)	21,68	23,36	22,21	23,24	22,43
EUR/FX (pavg)	25,65	24,57	24,01	25,10	24,90

Quelle: CZSO, CNB, UniCredit Group Investment Strategy

*langfristiges Kreditrating in Fremdwährung von Moody's, S&P bzw. Fitch

DIE PRIVATEN HAUSHALTE SIND DER SCHLÜSSEL ZU EINEM BIP-AUFSCHWUNG

Die tschechische Wirtschaft wächst seit 4Q23 kontinuierlich, aber das Wachstumstempo bleibt gering

Die tschechische Wirtschaft wächst seit 4Q23 kontinuierlich, aber das Wachstumstempo (nicht mehr als 0,4% ggü. Vj.) bleibt schleppend. Betrachtet man die wichtigsten nachfrageseitigen Komponenten, so scheint keine davon unproblematisch zu sein, aber es ist der private Konsum, der am meisten zu unserer Abwärtskorrektur des BIP-Wachstums für 2024 auf 1,0% beiträgt, nachdem es vor drei Monaten noch 1,3% betrug. Während die Reallöhne im Jahr 2024 wieder gestiegen sind (5,0% bzw. 3,9% in 1Q24 und 2Q24), haben die privaten Ausgaben nur langsam nachgezogen (1,7% bzw. 1,0% ggü. Vj. in den gleichen Zeiträumen). Somit blieb die Sparquote der privaten Haushalte in 1Q24 auf einem hohen Niveau von 18,9% und wir schätzen einen ähnlichen Wert für 2Q24. Um einen glaubwürdigen Ausblick geben zu können, ist es wichtig zu verstehen, was die Haushalte davon abhält, mehr Geld auszugeben. Eine Ursache lässt sich aus einem Vergleich zwischen der Entwicklung der Durchschnitts- und Medianlöhne ableiten. Während erstere in den ersten beiden Quartalen 2024 ein Wachstum von 7,2% bzw. 6,5% ggü. Vj. verzeichneten, legten letztere nur um 5,7% bzw. 5,8% ggü. Vj. zu. Das Lohnwachstum kam also überproportional den Besserverdienern zugute, deren Ausgabenneigung tendenziell geringer ist.

Ab Anfang 2025 werden die Ausgaben der privaten Haushalte durch eine großzügige Erhöhung des Gehaltspakets des öffentlichen Sektors um 5-7% gestärkt

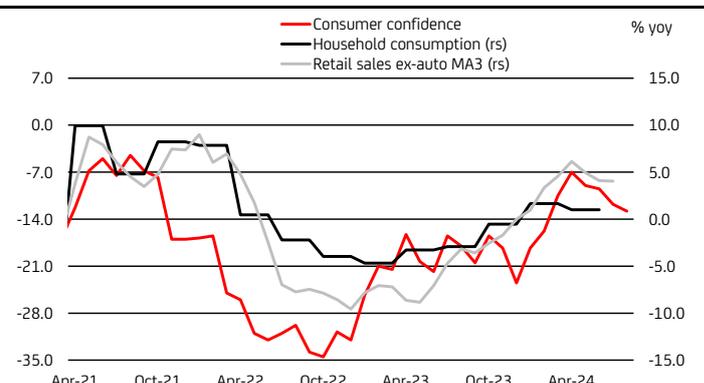
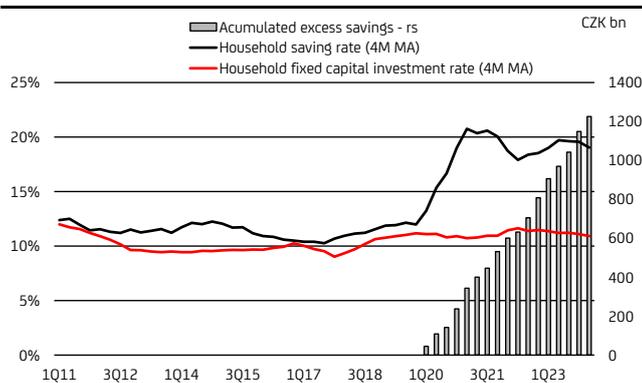
Dies verheißt nichts Gutes für eine unmittelbare Änderung des Ausgabenverhaltens der Haushalte. Außerdem hat die Regierung die von den Gewerkschaften für September geforderte Lohnanpassung für die Beschäftigten des öffentlichen Dienstes (von denen die meisten in der Nähe des Medianlohns verdienen) auf Januar verschoben. Zweitens vermuten wir, dass die Hitzewellen dieses Sommers die Ausgaben der privaten Haushalte insgesamt gebremst haben könnten, indem sie einige Gelegenheitsausgaben einschränkt und einige saisonale Einkäufe verzögert haben. In der Tat haben die Einzelhandelsumsätze im Juli die Trendwende nicht geschafft und lagen nur 0,7% über dem Durchschnitt des vorangegangenen Monats. Der August wird wahrscheinlich ähnlich schleppend verlaufen, wie unsere Daten zu den Zahlungskarten nahelegen. In 4Q23 könnte es zu einer teilweisen Verbesserung kommen, wenn die saisonbedingten Einkäufe nachgeholt werden und die Weihnachtseinkäufe voraussichtlich nicht durch einen Rückgang der Reallöhne behindert werden. Ab Anfang 2025 werden die Ausgaben der privaten Haushalte durch eine 5-7%ige Erhöhung des Gehaltspakets im öffentlichen Sektor und eine 10%ige Anhebung des Mindestlohns (und des Garantielohns) gestärkt werden. Dies wird die durchschnittlichen Reallöhne um 4,6% anheben, und zwar in einer Weise, die Geringverdienern mehr helfen dürfte als 2024. Infolgedessen dürfte sich das Wachstum des privaten Verbrauchs im Jahr 2025 auf 2,2% beschleunigen.

Die Anlageinvestitionen werden bis zum Jahr 2024 weiter stagnieren. Der Maschinen- und Anlagenbau könnte sich einer konjunkturellen Talsohle nähern

Für den Rest des Jahres 2024 dürften die Anlageinvestitionen weiterhin stagnieren. Betrachtet man die Aufschlüsselung nach Anlagearten, so könnte sich der Maschinen- und Anlagenbau einem zyklischen Tiefpunkt nähern, was bedeutet, dass das Wachstum hier irgendwann wieder einsetzen könnte. Der Aufschwung könnte auch durch die kürzlich angekündigte Investition des US-Chipherstellers onsemi in Höhe von 2 Mrd. USD in neue Produktionskapazitäten in Tschechien unterstützt werden, obwohl wir davon ausgehen, dass die meisten Mittel erst 2026 investiert werden. Eine Belebung der Investitionen wird auch im Wohnungsbau erwartet, wo der Zyklus jedoch weniger ausgeprägt ist und die Auftragseingangszahlen noch keinen Anstieg zeigen. Im übrigen Baugewerbe dürften die privaten Investoren eher zurückhaltend bleiben, während der öffentliche Sektor die Nutzung von EU-Mitteln beschleunigen dürfte, was sich positiv auf die Investitionsausgaben im Jahr 2025 auswirken könnte.

DIE SPARQUOTE DER PRIVATEN HAUSHALTE IST WEITERHIN HOCH, ÜBERSCHÜSSIGE ERSPARNISSE MACHEN 14% DES BIP AUS

EINZELHANDELSUMSÄTZE LASSEN RAUM FÜR EINE BESCHLEUNIGUNG DES PRIVATEN VERBRAUCHS, ABER DAS VERBRAUCHERVERTRAUEN IST EINE BELASTUNG



Grafik links: Angesammelte Überschussersparnisse – rechte Skala, in Mrd. CZK, Sparquote der privaten Haushalte (gleitender 4-Monatsdurchschnitt), Investitionsquote der Haushalte (gleitender 4-Monats-Durchschnitt), Grafik rechts: Konsumentenvertrauen, Konsum der privaten Haushalte (rechte Skala), Einzelhandelsumsätze ohne Autos (gleitender 3-Monatsdurchschnitt, rechte Skala); Quelle: CZSO, UniCredit Group Investment Strategy

Im Gegensatz dazu könnte bei den Ausrüstungen des Verkehrssektors schon bald eine konjunkturelle Abschwächung eintreten, da sich die Neuzulassungen von Kraftfahrzeugen verlangsamen und der Boom bei der Einführung von Elektrofahrzeugen auslaufen könnte. Alles in allem ist für 2025 nur eine moderate Erholung der Anlageinvestitionen (1,0%) zu erwarten. Wie in der Anfangsphase eines Zyklus üblich, wird dem Aufschwung der Anlageinvestitionen ein Aufbau der Lagerbestände vorausgehen, der das Bruttoanlagevermögen im Jahr 2025 stärker ansteigen lässt (5,0%). Abwärtsrisiken für die Investitionen bestehen im Zusammenhang mit der Produktionsschwäche der externen Handelspartner.

Anders als die Eurozone konnte Tschechien seinen Anteil an den weltweiten Exporten seit 2019 halten

Was die Exporte anbelangt, so bleibt die Auslandsnachfrage aufgrund des sich verschärfenden Rückgangs im deutschen verarbeitenden Gewerbe ein wichtiger Risikofaktor. Dennoch gehen wir davon aus, dass das schwache BIP-Wachstum in der Eurozone dazu führen wird, dass die tschechischen Warenexporte im Jahr 2024 nur geringfügig sinken werden. Die Gesamtexporte werden sich dank der steigenden Einnahmen aus dem Tourismus, die die Dienstleistungsexporte ankurbeln, etwas besser entwickeln. Im Jahr 2025 dürften sich die Warenexporte im Einklang mit unserer Basisprognose parallel zur Erholung der Eurozone verbessern, wengleich eine Verzögerung der Erholung ein Risiko bleibt. Interessanterweise ist es Tschechien gelungen, seinen Anteil an den weltweiten Exporten seit 2019 zu halten und die Eurozone zu übertreffen. Wir führen dies auf die traditionellere und kosteneffizientere Automobilproduktion im Vergleich zu einigen deutschen Wettbewerbern zurück. Wir glauben, dass dieser Vorteil einen gewissen Schutz gegen Abwärtsrisiken im Jahr 2025 bieten könnte.

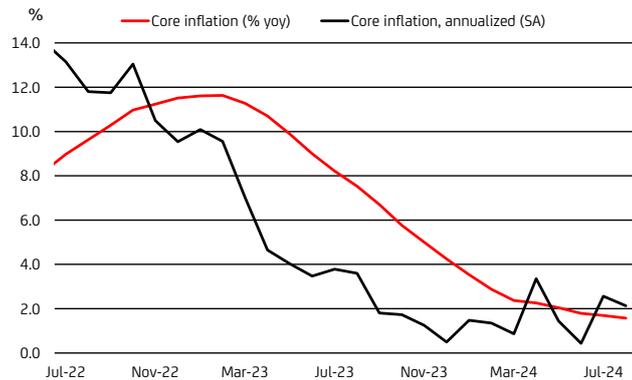
Wir erwarten, dass die Inflation deutlich über 2% liegen wird, wenn auch wahrscheinlich nicht über 3%

Die Inflation bewegt sich knapp über dem Ziel der Zentralbank von 2%, wobei die Preise für Dienstleistungen ziemlich hartnäckig bleiben (5,0% ggü. Vj. im August). Basiseffekte könnten die Inflation für den Rest des Jahres 2024 etwas höher treiben. Im Wahljahr 2025 dürfte die Regierung von Steuererhöhungen und regulierten Preisen absehen, die die Haushalte finanziell belasten könnten, was der Preisstabilität zugutekommen dürfte. Andererseits könnten die hartnäckigen Dienstleistungspreise in einem Umfeld schnelleren Wirtschaftswachstums als im Jahr 2024 auf die Probe gestellt werden, und auch die Lebensmittelpreise stellen ein Aufwärtsrisiko dar. Alles in allem gehen wir davon aus, dass die Inflation im Jahr 2025 deutlich über 2% liegen wird, auch wenn sie in unserem Basisszenario wahrscheinlich nicht über 3% hinausgeht. Dies sollte der ČNB Spielraum für eine weitere Senkung des Reposatzes geben, allerdings nicht unter 3,5%. Da der Satz im Dezember voraussichtlich 4,0% erreichen wird, würde dies eine Senkung um 25 Bp in 4Q24 und zwei letzte Senkungen in 1H25 bedeuten. Der endgültige Zinssatz kann jedoch auch von den geldpolitischen Schritten der EZB abhängen.

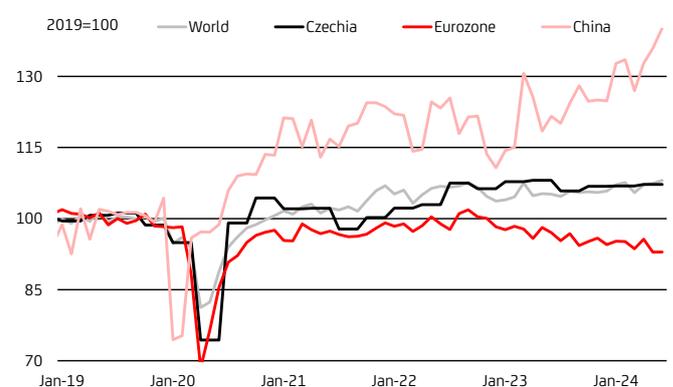
Die Haushaltskonsolidierung hat 2024 Fortschritte gemacht, und das Haushaltsdefizit des öffentlichen Sektors wird den Projektionen zufolge zum ersten Mal seit 2019 unter 3% des BIP fallen

Die Haushaltskonsolidierung ist 2024 weiter vorangeschritten, und das Haushaltsdefizit des öffentlichen Sektors wird voraussichtlich zum ersten Mal seit 2019 unter 3% des BIP sinken. Dies ist auf das Konsolidierungspaket der Zentralregierung zurückzuführen, aber auch auf Überschüsse in den lokalen Haushalten, die eher auf eine fehlerhafte Planung als auf beabsichtigte Einsparungen zurückzuführen sind. Die Haushaltsanpassung soll 1% des BIP erreichen, wovon zwei Drittel durch geringere Ausgaben und ein Drittel durch höhere Steuern erzielt werden sollen. Der Haushaltsentwurf der Regierung sieht für 2025 ein Defizit vor, das um 22 Mrd. CZK (etwa 0,25% des BIP) niedriger ist als 2024. Auch wenn das Defizit realistisch sein könnte, wenn alle makroökonomischen Rahmenbedingungen erfüllt sind, halten wir das Risiko einer Haushaltsabweichung für relativ hoch, da wir von einer etwas anderen Wachstumsstruktur ausgehen, Risiken im Zusammenhang mit einigen nichtsteuerlichen Posten auf der Einnahmenseite sehen und im Vorfeld der Parlamentswahlen 2025 möglicherweise mit zu hohen Ausgaben zu rechnen ist. In jedem Fall scheinen die Finanzen des öffentlichen Sektors in Tschechien im Vergleich zur Vergleichsgruppe des Landes in guter Verfassung zu sein und werden es auch bleiben.

DIE ANNUALISIERTE KERNINFLATION LIEGT SEIT ZWEI MONATEN ÜBER DER KERNINFLATION IM VORJAHRESVERGLEICH - EIN ZEICHEN DAFÜR, DASS DIE INFLATION DIE TALSOHLE ERREICHT HAT



TSCHECHIENS REALE WARENEXPORTE HALTEN MIT DEN WELTWEITEN AUSFUHREN SCHRITT, ANDERS ALS IN DER EUROZONE



Grafik links: Kerninflation (in % ggü. Vj), annualisierte Kerninflation (saisonbereinigt)

Quelle: CZSO, ČNB, UniCredit Group Investment Strategy

STAATLICHER BRUTTOFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	17,6	18,3	20,4
Haushaltsdefizit	11,2	8,9	8,8
Amortisation von Staatsschulden	6,4	9,4	11,6
Inländische	6,4	6,9	11,1
Anleihen	6,3	6,5	10,5
Schatzanweisungen	0,0	0,3	0,5
Darlehen	0,1	0,1	0,1
Ausländische	0,0	2,5	0,5
Anleihen und Darlehen	0,0	1,0	0,0
IWF/EU/andere IFI	0,0	0,0	0,0
Finanzierung	17,6	18,3	20,4
Inländische Kreditaufnahme	16,1	17,3	19,9
Anleihen	15,7	16,7	19,6
Schatzanweisungen	0,3	0,5	0,2
Darlehen	0,1	0,1	0,1
Ausländische Kreditaufnahme	1,5	1,0	0,5
Anleihen	0,0	0,5	0,5
IWF/EU/andere IFI	0,0	0,0	0,0
Privatisierung/Sonstiges	0,0	0,0	0,0

Quelle: CNB, Tschechisches Finanzministerium, CZSO, UniCredit Group Investment Strategy

BRUTTO-AUßENFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	112,5	96,8	100,0
Leistungsbilanzdefizit	-1,2	-4,6	-7,8
Amortisation von mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten	4,6	4,3	4,8
Regierung/Zentralbank	2,4	1,0	2,1
Banken	0,7	1,7	1,0
Unternehmen/Sonstige	1,5	1,6	1,7
Amortisation von kurzfristigen Verbindlichkeiten	109,1	97,1	103,0
Regierung/Zentralbank	16,2	5,9	12,0
Banken	47,1	48,3	48,0
Unternehmen/Sonstige	45,8	42,9	43,0
Finanzierung	112,5	96,8	100,0
FDI (netto)	0,7	5,2	4,4
Eigenkapital des Portfolios, netto	-1,1	-1,2	-1,1
Mittel- und langfristige Anleihen	16,8	-1,5	4,2
Regierung/Zentralbank	14,6	-4,9	1,5
Banken	0,7	1,7	1,0
Unternehmen/Sonstige	1,5	1,6	1,7
Kurzfristige Kreditaufnahme	95,6	89,5	90,9
EU-Struktur- und Kohäsionsfonds	3,6	3,6	3,6
Andere	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Währungsreserven (- = Zunahme)	-3,0	1,3	-2,0
Memoranden:			
Käufe von Staatsanleihen durch Gebietsfremde	14,6	-5,4	1,0
Internationale Anleiheemissionen, netto	0,0	0,5	0,5

Ungarn

Baa2 stabil/BBB- stabil/BBB negativ*

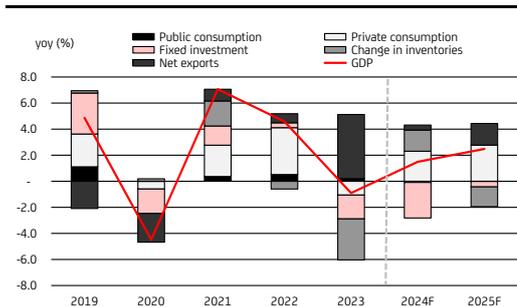
Ausblick: Wir haben unsere BIP-Prognosen für 2024 und 2025 auf 1,5% bzw. 2,5% gesenkt. Abwärtsrisiken für die Auslandsnachfrage sowie schwächere Investitionen der Unternehmen und des öffentlichen Sektors stellen eine Unsicherheit für den wirtschaftlichen Aufschwung dar. Der Konsum der privaten Haushalte ist der Lichtblick, doch die laufende Anpassung der Bilanzen der Haushalte mit mittlerem Einkommen bremst das Tempo der Erholung. Die fehlenden EU-Mittel bleiben weiterhin eine Wachstumsbremse, auch wenn chinesische bilaterale Kredite für Infrastrukturprojekte einen teilweisen Ersatz bieten. Die Inflation scheint unter Kontrolle zu sein, während mögliche Haushaltsanpassungen, übermäßiges Lohnwachstum und die Möglichkeit eines plötzlichen Stopps der Öllieferungen aus Russland Aufwärtsrisiken für die Aussichten darstellen. Obwohl wir unsere Prognosen für das Haushaltsdefizit aufgrund der angekündigten Steuererhöhungen gesenkt haben, erwarten wir weiterhin, dass die offiziellen Ziele der Regierung sowohl 2024 als auch 2025 verfehlt werden. Der EUR-HUF dürfte sich nach oben bewegen und im Laufe des Winters die psychologisch wichtige 400er-Linie überschreiten. Wir gehen davon aus, dass die NBH mindestens bis März auf die Devisenvolatilität reagieren wird, und wir haben auch die Möglichkeit einer übermäßig dovishen geldpolitischen Haltung für 2025 ausgeschlossen. Wir erwarten eine weitere Zinssenkung im Jahr 2024 und einen Leitzins von 5,5% im nächsten Jahr, wobei die Risiken eher nach unten gerichtet sind.

Autor: Zsolt Becsey, Chief Economist Hungary (UniCredit Bank Hungary)

WICHTIGE TERMINE/EREIGNISSE

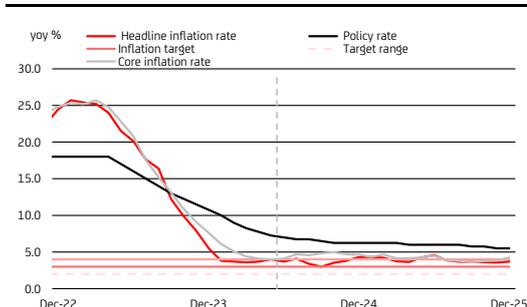
- 12. November, 10. Dezember: VPI
- 22. Okt., 19. Nov., 17. Dez.: geldpolitische Entscheidungen
- 30. Oktober, 3. Dezember: BIP 3Q24 (Flash, Struktur)
- 25. Oktober, 29. November, 6. Dezember: S&P, Moody's, Fitch Bewertungen

BIP-WACHSTUMSPROGNOSE



Grafik: in % ggü. Vj., Staatsverbrauch, Privater Konsum, Anlageinvestitionen, Veränderung der Lagerbestände, Nettoexporte, BIP

INFLATIONSPROGNOSE



Grafik: in % ggü. Vj., Gesamtinflationsrate, Leitzinssatz, Inflationsziel, Bandbreite, Kerninflation

Quelle: HCSO, UniCredit Group Investment Strategy

*Langfristige Kreditwürdigkeit in Fremdwährungen durch Moody's, S&P bzw. Fitch

MAKROÖKONOMISCHE DATEN UND PROGNOSEN

Mrd. EUR	2021	2022	2023	2024F	2025F
BIP (in Mrd. EUR)	154,8	169,0	197,0	207,8	216,4
Einwohnerzahl (Mio.)	9,8	9,7	9,7	9,7	9,7
BIP pro Kopf (EUR)	15 847	17 372	20 331	21 451	22 374
Realwirtschaft, Veränderung (%)					
BIP	7,1	4,6	-0,9	1,5	2,5
Privater Verbrauch	4,6	7,1	-2,0	4,5	5,2
Anlageinvestitionen	5,7	1,4	-7,4	-11,3	-2,2
Öffentlicher Konsum	1,9	2,7	1,1	-0,5	0,0
Ausfuhren	8,3	11,4	0,9	-1,4	3,4
Einfuhren	7,3	10,8	-4,3	-2,0	1,8
Monatslohn, nominal (EUR)	1195	1282	1500	1633	1743
Reallohn, Veränderung (%)	3,5	1,2	-3,4	8,5	6,8
Arbeitslosenquote (%)	4,0	3,6	4,0	4,4	4,4
Fiskalische Konten (% des BIP)					
Haushaltssaldo	-7,2	-6,2	-6,7	-4,9	-4,3
Primärsaldo	-4,9	-3,4	-2,0	-0,1	-0,4
Staatsverschuldung	76,8	74,0	73,5	73,4	73,1
Externe Konten					
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. EUR)	-6,3	-14,0	0,5	0,8	1,3
Leistungsbilanz/BIP (%)	-4,1	-8,3	0,3	0,4	0,6
Erweiterter Basissaldo/BIP (%)	0,9	-3,5	2,9	2,2	3,6
Netto-Direktinvestitionen (% des BIP)	2,5	2,7	1,7	1,0	2,3
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	153,4	149,8	128,6	124,4	119,0
Währungsreserven (Mrd. EUR)	30,8	30,8	38,7	39,5	39,1
Monate der Importe, Waren und Dienstleistungen	3,0	2,3	3,1	3,2	3,1
Inflation/Währung/FX					
VPI (pavg)	5,1	14,5	17,6	3,7	3,9
VPI (eop)	7,4	24,5	5,5	4,3	3,7
Ziel der Zentralbank	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Referenzzinssatz der Zentralbank (eop)	2,40	18,00	10,75	6,25	5,50
3M Geldmarktsatz (Dez-Durchschnitt)	3,80	16,07	10,30	5,92	5,12
USD-HUF (eop)	326	376	347	360	365
EUR-HUF (eop)	369	400	383	400	413
USD-HUF (pavg)	303	372	353	361	366
EUR-HUF (pavg)	357	390	381	393	407

Quelle: Eurostat, HCSO, NBH, UniCredit Group Investment Strategy

DISINFLATION SETZT SICH FORT, FINANZPOLITISCHE UNSICHERHEIT BLEIBT

Wir erwarten ein BIP-Wachstum von 1,5% im Jahr 2024 und 2,5% im Jahr 2025

Nach einem schwachen Q24 (-0,2% ggü. Vq.), das von einem Rückgang der Investitionen geprägt war, senken wir unsere Jahresprognose für das BIP von 2,3% im Juni auf 1,5%. Da sich die sehr schwache Investitionsdynamik nur allmählich erholen dürfte, während die Exporthnachfrage das Wachstum weiterhin bremst, senken wir unsere Erwartung für 2025 ebenfalls um einen Prozentpunkt auf 2,5%. Der einzige Lichtblick im BIP des ersten Halbjahres war der Konsum der privaten Haushalte, der im Durchschnitt um 4% ggü. Vj. zulegte, und wir bleiben auch für 2025 zuversichtlich, was die Stärke dieses Sektors angeht. Die vorherrschende, aber immer noch fragile Preisstabilität, ein relativ stabiler Forint und ein deutliches Reallohnwachstum werden die Bereitschaft der Haushalte, Geld auszugeben, im Jahr 2025 und darüber hinaus weiter erhöhen. Dagegen bleiben die Exportaussichten schwach, da die Vertrauensindikatoren der deutschen Industrie bisher keine Anzeichen einer positiven Wende erkennen lassen, was das Risiko widerspiegelt, dass ein Aufschwung in diesem Jahr ausbleibt. Die Dienstleistungsexporte, insbesondere der Tourismus, tragen dazu bei, einen Teil der wachstumshemmenden Exporthnachfrage zu kompensieren, aber die Hortung von Arbeitskräften und die schwachen Vertrauensindikatoren deuten darauf hin, dass der Unternehmenssektor in Ermangelung einer positiven Wende in der Auslandsnachfrage mit dem Abbau von Arbeitsplätzen beginnen könnte. Daher erhöhen wir unsere Prognose für die Arbeitslosenquote im Jahr 2025 von 4,0% auf 4,4% und schätzen, dass sich das Lohnwachstum im privaten Sektor von 12,2% im Jahr 2024 auf 10,7% abschwächen wird.

Erweiterter Basissaldo wird durch schwache Exporthnachfrage belastet, bleibt aber im positiven Bereich

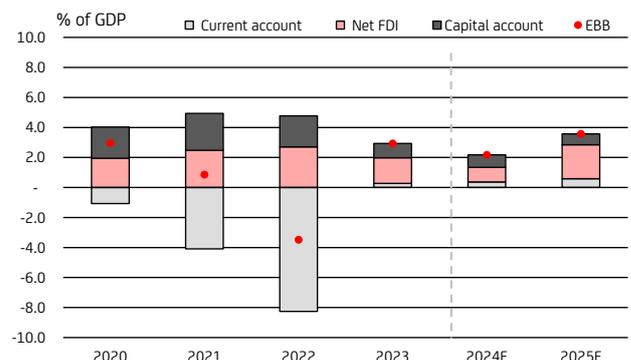
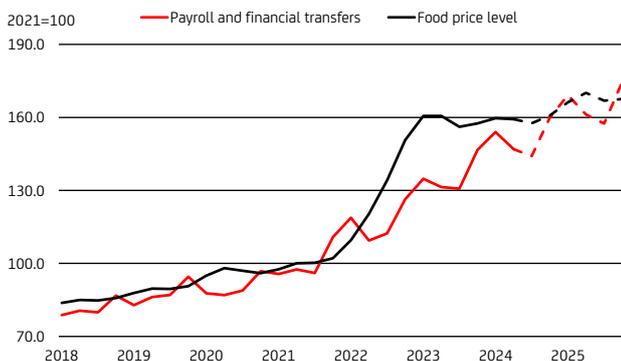
In 1H24 verzeichnete Ungarn die niedrigsten Einnahmen aus EU-Mitteln seit 2017. Auch die Aussichten sind nicht rosig, da es weder bei den Verhandlungen über die von der EU blockierten Strukturfondsmittel in Höhe von 6,3 Mrd. EUR noch beim Programm für Wiederaufbau- und Stabilität (RRF) Fortschritte gibt. Darüber hinaus wird Ungarn wahrscheinlich 1 Mrd. EUR verlieren, wenn es eine Frist im Rahmen des im Dezember 2024 auslaufenden Konditionalitätsmechanismus nicht einhält. Daher könnte die Regierung zunehmend auf Finanzierungsalternativen zurückgreifen, die nicht an Vorbedingungen geknüpft sind, wie z.B. bilaterale Darlehen aus China, auch wenn diese im Vergleich zu EU-Zuschüssen höhere Finanzierungskosten verursachen. China hat im April bereits bilaterale Darlehen in Höhe von 1 Mrd. EUR bereitgestellt, und wir gehen davon aus, dass Ungarn - auf der Grundlage ehrgeiziger gemeinsamer Infrastrukturprojekte - im Jahr 2025 und darüber hinaus zunehmend bilaterale Darlehen von Nicht-EU-Ländern in Anspruch nehmen wird. Während die jüngste schwache Exportleistung die Verbesserung der Leistungsbilanz zum Stillstand gebracht hat, erwarten wir, dass sie in diesem und im nächsten Jahr im positiven Bereich bleiben wird, wobei Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit fiskalischen Impulsen bestehen, die sich in einem stark importintensiven Konsum langlebiger Güter und/oder Investitionen niederschlagen. Insgesamt haben wir den erweiterten Basissaldo (EBB) nach unten korrigiert, aber positive Netto-Direktinvestitionen werden dazu beitragen, ihn im positiven Bereich zu halten.

Fidesz dürfte im Jahr 2026 die beliebteste Partei bleiben, aber die TISZA schließt die Lücke, was auf mehr Steuerausgaben hindeutet

Wir erwarten, dass die Regierungspartei Fidesz 2026 eine weitere Mehrheit erringen wird, auch wenn die Verlängerung der derzeitigen verfassungsmäßigen Zweidrittelmehrheit unwahrscheinlich erscheint. Jüngste Meinungsumfragen deuten darauf hin, dass der Fidesz einen gewissen Vorsprung an die TISZA verliert. Es ist nicht überraschend, dass eine Regierungspartei angesichts des schwachen Verbrauchervertrauens an Unterstützung verliert. Einige steuerliche Maßnahmen wie die Verdoppelung der Kinderfreibeträge und die Erhöhung des Kindergeldes wurden ebenso angekündigt wie Pläne zur Erhöhung der KMU-Subventionen.

DAS VERFÜGBARE EINKOMMEN DER HAUSHALTE HOLT ENDLICH DIE LEBENSMITTELPREISE EIN

DER ERWEITERTE BASISBALDO KÖNNTE SINKEN, ABER POSITIV BLEIBEN



Grafik links: Löhne und Transferzahlungen, Niveau der Nahrungsmittelpreise

Grafik rechts: in % des BIP, Leistungsbilanz, ausländische Direktinvestitionen (netto), Kapitalbilanz, erweiterter Basisbilanz

Anmerkung: UniCredit-Schätzung für den gestrichelten Teil der Zeitreihe; Quelle: NBH, UniCredit Group Investment Strategy

Wir prognostizieren eine Jahresendinflation von 4,3% für das Jahr 2024 und 3,7% für das Jahr 2025...

Wir haben unsere Prognose für die durchschnittliche Inflationsrate in diesem Jahr leicht von 4,0% auf 3,7% gesenkt und die VPI-Prognose für das kommende Jahr deutlich von 5,2% auf 3,9% korrigiert. Die Korrektur ist vor allem auf unerwartet gute Entwicklungen bei den nicht zur Kernrate gehörenden Bereichen wie Lebensmittel und Treibstoffe zurückzuführen, aber wir erwarten auch einen geringeren Beitrag von den Industrieprodukten angesichts des deflationären Gegenwinds aus China. Wir haben unsere Prognose für den Kern-VPI, der die Gesamtinflation übersteigt, nur geringfügig angepasst: Wir prognostizieren weiterhin, dass ein erhöhtes Wachstum der Dienstleistungspreise den Kern-VPI in den Jahren 2024 und 2025 bei 4,7% bzw. 4,1% halten wird. Trotz des Kostendrucks bleibt die Preissetzungsmacht der Unternehmen durch die Preissensibilität der privaten Haushalte angesichts der schwachen Verbrauchernachfrage begrenzt und neigt dazu, kostenseitige Schocks teilweise aufzufangen, indem die Gewinnmargen der Unternehmen gedrückt werden. Der Kern-VPI zeigt, dass die Disinflation auf dem richtigen Weg ist, da wir eine viel geringere Anzahl von VPI-Warenkorbpositionen sehen, die im zweistelligen Bereich liegen als noch vor drei oder sechs Monaten. Wir sehen drei wesentliche Aufwärtsrisiken für unsere Inflationsprognose: **1.** Eine weitere Runde fiskalischer Anpassungen, die sich auf umsatzabhängige Steuern und Gewinnmitnahmen stützen. **2.** Sollten die Öllieferungen aus Russland gestoppt werden, könnten die höheren Transportkosten den VPI um etwa 0,5-1,0% p.a. ansteigen lassen. **3.** Wenn die Lohnerhöhungen weiterhin über dem Produktivitätswachstum liegen.

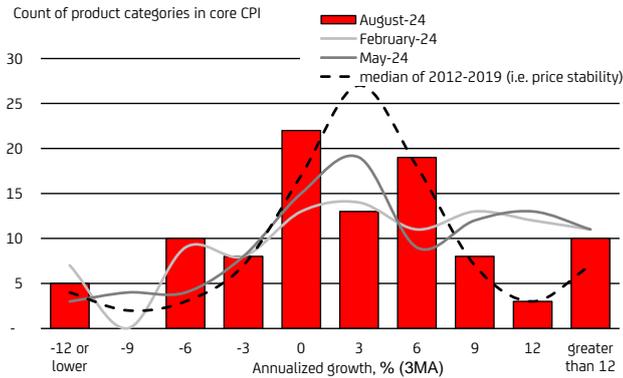
...und einen Leitzins von 6,25% in diesem Jahr und 5,5% im Jahr 2025

Nachdem Inflationsdaten im Sommer schwächer ausfielen als allgemein erwartet und der dovishen Wende bei den US-Daten und den Zinserwartungen gewann die NBH mehr Vertrauen in eine weitere Zinssenkung. Daher sehen wir gute Chancen für eine weitere Senkung um 25 Bp im weiteren Verlauf dieses Jahres, so dass der Leitzins bis zum Jahresende auf 6,25% sinken könnte. Für das Jahr 2025 erwarten wir, dass der Leitzins auf 5,5% sinken wird, was 100 Basispunkte über unseren Erwartungen vom Juni liegt. Darüber hinaus sehen wir weitere Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit einem schwächeren europäischen Wachstum und sich verschlechternden Stimmungsindikatoren, die die EZB zu einem beschleunigten Zinssenkungszyklus zwingen könnten, so dass die NBH dem Beispiel der EZB folgen kann. Es gibt keine offizielle Ankündigung darüber, wer den NBH-Gouverneur Matolcsy im März 2025 ersetzen wird, wenn sein Mandat ausläuft. Wir erwarten jedoch ein gewisses Maß an geldpolitischer Kontinuität, ohne dass es im NBH-Rat im nächsten Jahr zu einem übermäßigen dovishen Kurswechsel kommt, da die Kerninflation weiter nahe bei 4% liegen dürfte. Dennoch erwarten wir eine wachstumsfreundlichere NBH im Vergleich zum derzeitigen Regime, aber wir glauben, dass die NBH unkonventionelle Instrumente zur Unterstützung des Wachstums einsetzen wird, wie z.B. die Bereitstellung von Vorzugskrediten anstelle von direkten Zinssenkungen. Ein solcher Schritt könnte riskant sein, wenn der Zeitpunkt und das Ziel nicht gut gewählt sind, da die NBH derzeit ein hohes negatives Eigenkapital aufweist, das wahrscheinlich nicht so bald verschwinden wird.

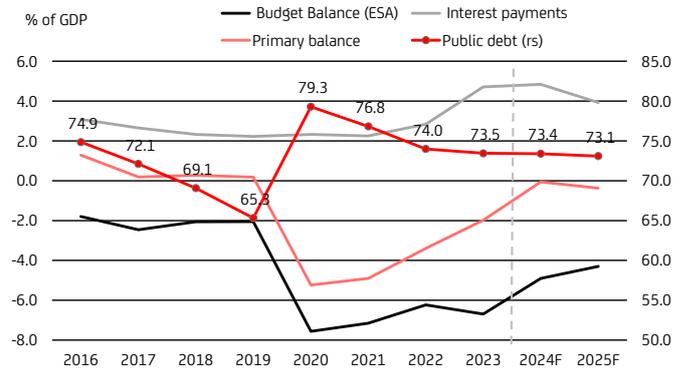
Finanzpolitische Ziele in Sicht, aber Wahlkampfmodus bleibt ein Risiko

Angesichts der kürzlich angekündigten Steuererhöhungen scheint das von der Regierung für 2024 angestrebte Haushaltsdefizit von 4,5% des BIP (nach ESVG) realistischer zu sein als noch vor drei Monaten. Wir schätzen jedoch, dass das Defizit eher bei 5% liegen wird, was jedoch kaum zu einer negativen Änderung der Risikobewertung durch die Ratingagenturen oder den Markt führen dürfte. Der Haushalt für 2025 wird bereits die Vorbereitungen für die Parlamentswahlen 2026 widerspiegeln, aber das Defizitverfahren wird den Spielraum der Regierung für fiskalische Anreize begrenzen. Einzelheiten zu den Haushaltsplänen für 2025 wurden noch nicht bekannt gegeben. Der letzte offizielle Haushaltsplan für 2025, der der EU im April vorgelegt wurde, sieht ein Haushaltsdefizit von 3,7% des BIP vor, was unserer Meinung nach politisch nicht durchsetzbar ist. Daher erwarten wir für das nächste Jahr ein höheres Defizit, das durch höhere Einnahmen und Ausgaben ergänzt wird, die möglicherweise im Haushaltsentwurf im November bekannt gegeben werden.

KERNINFLATION ZEIGT ANZEICHEN EINER ABKÜHLUNG, DA ZWEISTELLIGE PREISANPASSUNGEN WENIGER VERBREITET SIND



ANPASSUNG DES PRIMÄRSALDOS SOLL 2025 ZUM STILLSTAND KOMMEN, SCHULDENQUOTE WIRD STRENG KONTROLLIERT



Grafik links: Anzahl der Produktkategorien mit verschiedenen jährlichen Steigerungsraten (siehe X-Achse) zu verschiedenen Zeitpunkten und Median von 2012-2019 (einer Phase der Preisstabilität)

Grafik rechts: in % des BIP; Haushaltssaldo, Zinszahlungen, Primärbilanz, Staatsschuldenquote (rechte Skala)

Quelle: Europäische Kommission, HCSO, NBH, UniCredit Group Investment Strategy

STAATLICHER BRUTTOFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	37,3	30,3	27,5
Haushaltsdefizit	12,1	12,3	10,9
Amortisation von Staatsschulden	25,3	18,0	16,5
Inländische	22,5	15,5	15,1
Anleihen	6,3	6,4	5,8
Schatzanweisungen	3,9	3,4	4,8
Kredite und Wertpapiere für Privatkunden	12,3	5,7	4,6
Ausländische	2,7	2,6	1,4
Anleihen	2,4	2,4	1,4
IWF/EU/andere IFI	0,3	0,2	0,0
Finanzierung	37,3	30,3	27,5
Inländische Kreditaufnahme	28,4	24,6	22,0
Anleihen	8,9	9,2	10,0
Schatzanweisungen	3,4	4,8	3,0
Kredite und Wertpapiere für Privatkunden	16,1	10,6	9,0
Ausländische Kreditaufnahme	11,0	6,0	6,0
Anleihen	10,0	4,4	4,0
IWF/EU/andere IFI	1,0	1,7	2,0
Veränderung der steuerlichen Rücklagen (- = Zunahme)	-2,1	-0,3	-0,5

BRUTTO-AUßENFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	18,9	11,6	18,3
Leistungsbilanzdefizit	-0,5	-0,8	-1,3
Amortisation von mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten	8,5	3,4	12,6
Regierung/Zentralbank	2,9	0,9	5,1
Banken	3,8	1,2	5,0
Unternehmen/Sonstige	1,8	1,3	2,4
Amortisation von kurzfristigen Verbindlichkeiten	10,9	9,0	7,0
Finanzierung	18,9	11,6	18,3
FDI (netto)	3,4	2,0	4,9
Eigenkapital des Portfolios, netto	-1,5	-2,5	-1,0
Mittel- und langfristige Anleihen	17,3	8,7	11,3
Regierung/Zentralbank	13,2	7,2	6,9
Banken	2,7	0,5	2,5
Unternehmen/Sonstige	1,4	1,0	1,9
Kurzfristige Kreditaufnahme	9,0	7,0	5,3
EU-Struktur- und Investitionsfonds	4,1	1,7	1,6
Veränderung der Währungsreserven (- = Zunahme)	-7,9	-0,8	0,7
Memoranden:			
Käufe von LC-Staatsanleihen durch Gebietsfremde	2,2	1,1	0,9
Internationale Anleiheemissionen, netto	7,6	2,0	2,6

Quelle: NBH, Ungarisches Finanzministerium, UniCredit Group Investment Strategy

Polen

A2 stabil/A- stabil/A- stabil*

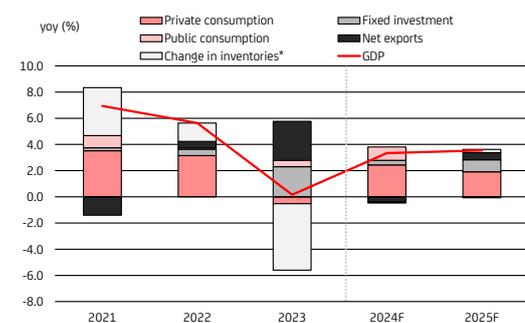
Ausblick: Das BIP-Wachstum wird in diesem Jahr voraussichtlich 3,3% und 2025 3,5% erreichen, angetrieben von einer starken Binnennachfrage. Wir erwarten, dass der private Verbrauch im nächsten Jahr aufgrund niedrigerer Löhne und fiskalischer Transfers langsamer wachsen wird, glauben aber, dass sich die Investitionen wieder beschleunigen werden. Wir sehen Aufwärtsrisiken im Zusammenhang mit den EU-Zahlungen und Abwärtsrisiken hinsichtlich der Auslandsnachfrage. Die Inflation könnte in 1Q25 mit rund 6% ihren Höhepunkt erreichen, bevor sie Ende nächsten Jahres auf 4% zurückgeht. Dies wird die Voraussetzungen dafür schaffen, dass die NBP ihren Leitzins im Jahr 2025 auf 5% senken kann. Die Regierung plant keine wesentlichen Haushaltskürzungen im Jahr 2025.

Autor: Gökçe Çelik, Senior CEE Economist (UniCredit, London)

WICHTIGE TERMINE/EREIGNISSE

- 6. Nov., 4. Dez.: geldpolitische Entscheidungen
- 15. Okt., 31. Okt./15. Nov., 29. Nov./13. Dez.: VPI
- 14./28. Nov.: BIP 3Q24 (Flash, Struktur)
- 8. November: Überprüfung der Ratings von S&P und Fitch

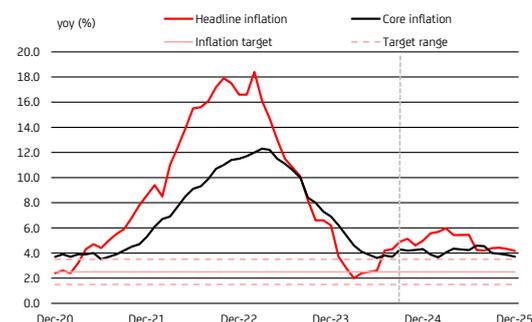
BIP-WACHSTUMSPROGNOSE



Grafik: in % ggü. Vj., Privater Konsum, Anlageinvestitionen, Staatsverbrauch, Nettoexporte, Lagerbestände, BIP

*bereinigt, um statistische Fehler zu berücksichtigen

INFLATIONSPROGNOSE



Grafik: in % ggü. Vj.; Gesamtinflation, Kerninflation, Inflationsziel, Bandbreite

Quelle: Statistik Polen, NBP, UniCredit Group Investment Strategy

*Langfristige Kreditwürdigkeit in Fremdwährungen durch Moody's, S&P bzw. Fitch

MAKROÖKONOMISCHE DATEN UND PROGNOSEN

Mrd. EUR	2021	2022	2023	2024F	2025F
BIP (in Mrd. EUR)	576,2	654,2	749,2	842,0	888,5
Einwohnerzahl (Mio.)	37,9	37,8	37,7	37,6	37,5
BIP pro Kopf (EUR)	15199	17305	19873	22395	23698
Realwirtschaft, Veränderung (%)					
BIP	6,9	5,6	0,2	3,3	3,5
Privater Verbrauch	6,1	5,5	-0,9	4,3	3,3
Anlageinvestitionen	1,2	2,7	13,1	1,8	4,9
Öffentlicher Konsum	5,0	0,5	2,8	5,7	-0,4
Ausfuhren	12,3	7,4	3,4	2,3	4,6
Einfuhren	16,1	6,8	-2,0	3,3	4,1
Monatliche Löhne, nominal (EUR)	1285	1413	1633	1907	1981
Reallöhne, Veränderung (%)	3,3	-1,3	0,4	7,2	2,3
Arbeitslosenquote (%)	6,4	5,4	5,2	5,1	4,9
Fiskalische Konten (% des BIP)					
Haushaltssaldo (mit PFR)	-1,8	-3,4	-5,1	-5,7	-5,5
Primärsaldo (mit PFR)	-0,8	-2,4	-3,3	-3,8	-3,6
Staatsverschuldung (mit BGK und PFR)	53,6	49,3	49,8	54,2	58,9
Externe Konten					
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. EUR)	-7,4	-15,7	11,7	5,0	6,7
Leistungsbilanzsaldo/BIP (%)	-1,3	-2,4	1,6	0,6	0,8
Erweiterter Basissaldo/BIP (%)	3,3	1,8	4,1	3,2	4,4
Netto-Direktinvestitionen (% des BIP)	3,8	3,6	2,3	1,7	1,9
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	56,1	53,0	51,6	48,3	50,1
Währungsreserven (Mrd. EUR)	128,1	137,3	147,4	164,6	193,6
Monate der Importe, Waren und Dienstleistungen	4,9	4,1	4,6	5,8	7,0
Inflation/Währung/FX					
VPI (pavg)	5,1	14,4	11,4	3,8	4,9
VPI (eop)	8,6	16,6	6,2	5,0	4,2
Ziel der Zentralbank	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Referenzzinssatz der Zentralbank (eop)	1,75	6,75	5,75	5,75	5,00
3M-Geldmarktsatz (Dez.-Durchschnitt)	2,35	7,11	5,85	5,85	5,10
USD/FX (eop)	4,06	4,40	3,94	3,92	3,98
EUR/FX (eop)	4,60	4,69	4,35	4,35	4,50
USD/FX (pavg)	3,86	4,46	4,20	3,97	3,98
EUR/FX (pavg)	4,57	4,69	4,54	4,31	4,44

Quelle: Statistik Polen, NBP, Finanzministerium, UniCredit Group Investment Strategy

ERHOLUNG AUF KURS

Wir haben unsere Wachstumsprognose für 2024 auf 3,3% gesenkt

Die polnische Wirtschaft kehrt auf einen soliden Wachstumspfad zurück. Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognose leicht von 3,5% auf 3,3% gesenkt, da die Dynamik der Auslandsnachfrage bisher anhaltend schwach war. Wir glauben jedoch, dass sich die Erholung der Wirtschaftstätigkeit in 2H24 fortsetzen wird, angetrieben von einer starken Inlandsnachfrage. Der Konsum der privaten Haushalte wird wahrscheinlich fest bleiben, unterstützt durch ein hohes Lohnwachstum. Die nach wie vor angespannte Arbeitsmarktlage lässt für dieses Jahr ein Reallohnwachstum von rund 7% (das höchste in der postkommunistischen Ära) erwarten. Die Haushaltspolitik hat das Wachstum nicht nur durch eine Erhöhung der verfügbaren Einkommen der Haushalte durch Transfers unterstützt, sondern auch durch den öffentlichen Verbrauch. Die Investitionen könnten stagnieren, da es unwahrscheinlich ist, dass die öffentlichen Investitionen ihre atemberaubende Entwicklung von 2H23 angesichts der Verlangsamung bei der Auszahlung von EU-Mitteln wiederholen werden, während die schwache Auslandsnachfrage den Appetit des Privatsektors auf Investitionen dämpft.

BIP-Wachstum könnte im Jahr 2025 trotz eines langsameren Konsumwachstums 3,5% erreichen...

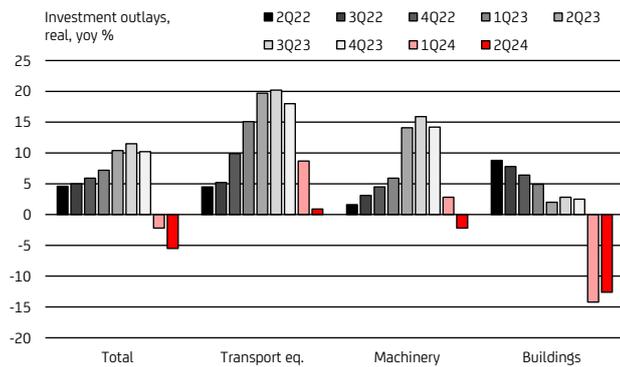
Der private Verbrauch wird im nächsten Jahr langsamer wachsen, da zwei wichtige Faktoren, die den Aufschwung in diesem Jahr unterstützt haben, nachlassen werden. Erstens wird das Reallohnwachstum in Richtung 2% nachlassen. Zweitens werden die Anreize durch die steuerlichen Transfers an die Haushalte geringer ausfallen. Die Regierung plant nach wie vor eine gewisse Ausweitung der Leistungen an die Haushalte und arbeitet auch an einer Verlängerung der Energiepreisobergrenzen, obwohl eine solche Verlängerung im Haushaltsentwurf nicht vorgesehen war. Die implizite Veränderung wird jedoch wesentlich geringer ausfallen als im Vorjahr. In der Zwischenzeit werden sich die Investitionen wahrscheinlich erholen, da die EU-Kohäsionsfonds nach einem langsamen Übergangsjahr wieder anziehen und öffentliche Investitionen unterstützen. Die Mittelzuflüsse aus der Fazilität für Wiederaufbau und Stabilität (Recovery and Resilience Facility - RRF) könnten sich abschwächen, da die Regierung aufgrund des politischen Widerstands von Präsident Andrzej Duda und des Verfassungsgerichts Schwierigkeiten hat, wichtige Reformen durchzuführen. Wir glauben, dass in diesem Jahr keine weiteren RRF-Mittel (zusätzlich zu den im April erhaltenen 6,3 Mrd. EUR) und im nächsten Jahr 13 Mrd. EUR freigegeben werden. Die erwartete geldpolitische Lockerung und die Indikatoren für den Immobilienmarkt, einschließlich der am schnellsten wachsenden Immobilienpreise in der EU, sind ebenfalls ein gutes Zeichen für eine Erholung des Bausektors. Wir gehen weiterhin davon aus, dass sich der Beitrag der Nettoexporte im Zuge einer allmählichen Erholung der europäischen Volkswirtschaften verbessern wird. Dies dürfte bessere Aussichten für das verarbeitende Gewerbe bedeuten, insbesondere für die Produktion von Maschinen und elektrischen Ausrüstungen, die in diesem Jahr bisher durch die gedämpfte Auslandsnachfrage gebremst wurde.

... da die Investitionen zunehmen und die Nettoexporte steigen

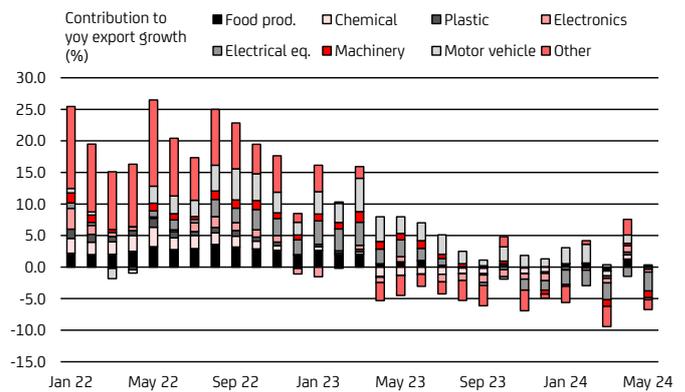
Noch keine fiskalische Konsolidierung

Wir haben unsere Prognosen für das Haushaltsdefizit im ESVG von 5,3% auf 5,7% des BIP für 2024 und von 4,5% auf 5,5% des BIP für 2025 revidiert, da der jüngste Haushaltsentwurf zeigte, dass die Regierung der Haushaltskonsolidierung in einem entscheidenden Präsidentschaftswahljahr keine Priorität einräumen wird. Die Regierung wird noch in diesem Jahr einen mittelfristigen Haushaltsplan vorlegen, der auch den Anpassungspfad zur Erfüllung der VÜD-Anforderungen enthält. Finanzminister Andrzej Domanski teilte kürzlich mit, dass er einen Siebenjahresplan bevorzuge (im Gegensatz zu seinen früheren Äußerungen, in denen er einen Vierjahresplan befürwortete), um das Haushaltsdefizit auf 3% des BIP zu senken. Ein kürzerer Anpassungszeitraum könnte sich als schwierig erweisen, da die Regierung an den Verteidigungsausgaben festhalten will und 2027 ein weiteres Wahljahr ist.

UNTERNEHMEN ZÖGERN MIT INVESTITIONEN...



...AUFGRUND DER SCHWACHEN NACHFRAGE NACH POLNISCHEN EXPORTEN



Grafik links: Investitionsausgaben, real, in % ggü. Vj.

Grafik rechts: Beitrag zum Exportwachstum (in % ggü. Vj.): Nahrungsmittel, Chemie, Kunststoffe, Elektronik, elektrische Ausrüstungsgegenstände, Maschinen, Kraftfahrzeuge, Sonstiges

Quelle: Eurostat, Statistik Polen, Macrobond, UniCredit Group Investment Strategy

Inflation könnte in 1Q25 einen Höchststand von rund 6% erreichen, bevor sie bis Ende nächsten Jahres auf 4,2% zurückgeht

Wir erwarten, dass die Inflation nach ihrem Höchststand in 1Q25 bis Ende nächsten Jahres auf 4% zurückgehen wird. Basiseffekte lassen für den Rest des Jahres einen holprigen Aufwärtstrend erwarten. Außerdem könnten die Lebensmittelpreise unter Druck geraten, da die Trockenheit im Sommer die weltweiten Lebensmittelpreise beeinflusst. Ein weiterer Anstieg wird Anfang 2025 aufgrund von Erhöhungen der administrierten Preise und der Energiepreise eintreten. Die Regierung erwägt, die Verbrauchssteuer auf Tabakwaren in 1Q25 um 25% zu erhöhen, um die Haushaltseinnahmen zu steigern, und versucht gleichzeitig, einen weiteren Anstieg der Strompreisobergrenzen zu vermeiden. Wenn die Verbrauchssteuer vollständig auf die Preise für Tabakwaren umgelegt wird, könnte dies die Gesamtinflation im Jahr 2025 um bis zu 0,4 Prozentpunkte erhöhen. Geht man davon aus, dass die Strompreise für Haushalte im nächsten Jahr bei 500 PLN bleiben, wird die Kapazitätsgebühr, die für Haushalte erlassen wurde, um die Auswirkungen der Strompreiserhöhung im Juli 2024 abzumildern, zu Beginn des nächsten Jahres wieder eingeführt werden. Wir erwarten, dass der Disinflationstrend ab 2Q25 wieder einsetzt.

Wir erwarten, dass die NBP ihren Leitzins im nächsten Jahr auf 5% senken wird

Die NBP wird wahrscheinlich Mitte 2025 mit der Senkung der Zinssätze beginnen. Gouverneur Adam Glapinski hob zwei Bedingungen hervor, um die Diskussion über eine geldpolitische Lockerung zu beginnen: **1.** die Inflation stabilisiert sich einige Monate lang, **2.** die Zentralbank prognostiziert einen Abwärtspfad der Inflation in Richtung des Ziels. Beide Bedingungen werden wahrscheinlich in 2Q25 erfüllt sein und der NBP den Weg für eine Senkung ihres Leitzinses auf 5% bis Ende nächsten Jahres ebnen.

Das Wachstum im Jahr 2025 könnte enttäuschen, wenn die Erholung der Auslandsnachfrage hinterherhinkt...

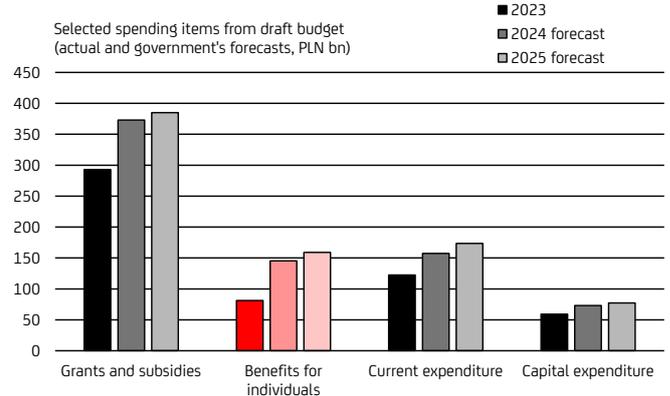
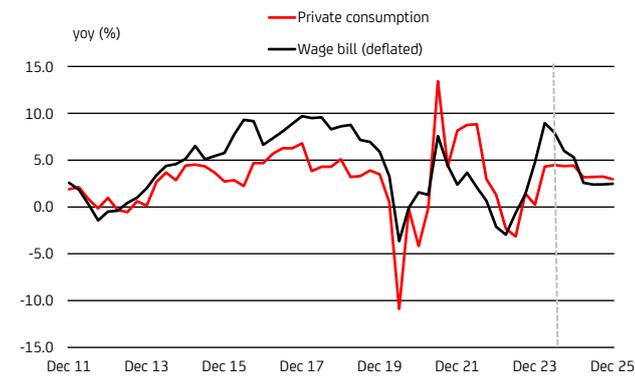
In unserem Basisszenario sehen wir zwei Hauptrisiken. Erstens: Sollte sich die Auslandsnachfrage nicht erholen, könnte das Wachstum enttäuschen. In diesem Fall hätte die Geldpolitik unserer Meinung nach mehr Spielraum zur Unterstützung der Wirtschaftstätigkeit als die Finanzpolitik. In Anbetracht der Tatsache, dass Polen in den letzten Jahren hohe Haushaltsdefizite verzeichnet hat und im ersten Jahr der Anpassung im Rahmen des Defizitverfahrens keine nennenswerte Haushaltskonsolidierung geplant ist, scheint der finanzpolitische Spielraum begrenzt. Allerdings könnten sich die Reibereien zwischen Glapinski und der Regierung als Herausforderung für eine akkommodierende Geldpolitik erweisen.

... während eine schnellere Auszahlung von EU-Mitteln ein Aufwärtspotenzial darstellen würde

Zweitens könnten die RRF-Mittel schneller fließen und das Wachstum durch höhere Investitionen ankurbeln. Jüngsten Äußerungen von Offiziellen zufolge wird die Regierung Anträge für vier Tranchen (im Gesamtwert von 16,8 Mrd. EUR) im Jahr 2024 und zwei Tranchen (13,4 Mrd. EUR) im Jahr 2025 einreichen und erwartet noch vor Ende dieses Jahres Zahlungen von rund 9,5 Mrd. EUR. In ihrem Bericht zur Rechtsstaatlichkeit 2024 lobt die Kommission zwar die bisherigen Bemühungen der Regierung um die Wiederherstellung der Rechtsstaatlichkeit, drängt aber auch auf weitere Reformen in den Bereichen Justiz, Korruption, Transparenzvorschriften für die Lobbyarbeit und Freiheit der Medien. Obwohl die Regierung eindeutig den politischen Willen hat, die Reformen umzusetzen, macht es der Stillstand in der Gesetzgebung sehr schwierig für Polen, die nächsten RRF-Tranchen zu erhalten. Sollte Polens Kandidat für das Amt des EU-Kommissars, Piotr Serafin, der derzeit Botschafter des Landes bei der EU ist, den hochkarätigen Posten des Haushaltsressorts erhalten, könnte dies die Aussichten auf die RRF-Mittel verbessern, aber auch Bedenken hinsichtlich einer Behandlung mit zweierlei Maß bei der Europäischen Kommission aufkommen lassen.

LANGSAMERES VERBRAUCHSWACHSTUM IM JAHR 2025 AUFGRUND DER LÖHNE...

...UND SCHWINDENDE ANREIZE DURCH STEUERLICHE TRANSFERS



Grafik links: in % ggü. Vj.; Privater Konsum, Lohnzahlungen (deflationiert)

Grafik rechts: Ausgewählte Ausgabeposten gemäß des Haushaltsentwurfs (tatsächlich und Prognose der Regierung, in Mrd. PLN): Zuschüsse und Subventionen, Leistungen für Einzelpersonen, laufende Ausgaben, Investitionen

Quelle: Statistik Polen, Finanzministerium, Macrobond, UniCredit Group Investment Strategy

BRUTTOSTAATSFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	75,8	96,3	91,1
Haushaltsdefizit	41,2	51,1	52,4
Amortisation von Staatsschulden	34,6	45,2	38,7
Inländische	28,2	37,1	32,1
Anleihen	23,5	27,8	23,9
Schatzanweisungen	0,0	0,0	0,0
Darlehen/Sonstiges	4,8	9,3	8,3
Ausländische	6,4	8,1	6,5
Anleihen	5,4	7,1	5,3
Darlehen, IFI, andere	0,9	1,0	1,3
Finanzierung	75,8	96,3	91,1
Inländische Kreditaufnahme	46,2	76,7	87,1
Anleihen	36,1	58,7	60,2
Schatzanweisungen	0,0	0,0	10,3
Darlehen/PFR/Sonstiges	10,1	18,0	16,7
Ausländische Kreditaufnahme	15,3	18,1	22,6
Anleihen	10,0	13,7	14,9
Darlehen, IFI, andere	5,2	4,3	7,6
Veränderung der steuerlichen Rücklagen/Sonstiges (=Zunahme)	14,4	1,5	-18,6

BRUTTO-AUßENFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	105,5	124,4	120,9
Leistungsbilanzdefizit	-11,7	-5,0	-6,7
Amortisation von mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten	56,1	65,9	59,5
Regierung/Zentralbank	8,7	10,9	8,9
Banken	16,8	21,4	20,3
Unternehmen/Sonstige	30,5	33,6	30,2
Amortisation von kurzfristigen Verbindlichkeiten	61,1	63,6	68,1
Finanzierung	105,5	124,4	120,9
FDI (netto)	17,2	13,9	16,5
Eigenkapital des Portfolios, netto	-1,5	1,0	1,0
Mittel- und langfristige Anleihen	58,7	70,4	67,4
Regierung/Zentralbank	13,7	23,1	26,0
Banken	16,0	17,1	14,2
Unternehmen/Sonstige	29,0	30,2	27,2
Kurzfristige Kreditaufnahme	62,7	68,1	65,5
EU-Struktur- und Kohäsionsfonds	1,6	8,2	15,5
Andere	-19,0	-20,0	-16,0
Veränderung der Währungsreserven (- = Zunahme)	-14,1	-17,2	-29,0
Memoranden:			
Käufe von LC-Staatsanleihen durch Gebietsfremde	-2,9	3,6	2,5
Internationale Anleiheemissionen, netto	4,6	6,6	9,7

Quelle: Statistik Polen, Finanzministerium, NBP, UniCredit Group Investment Strategy

Rumänien

Baa3 stabil/BBB- stabil/BBB- stabil*

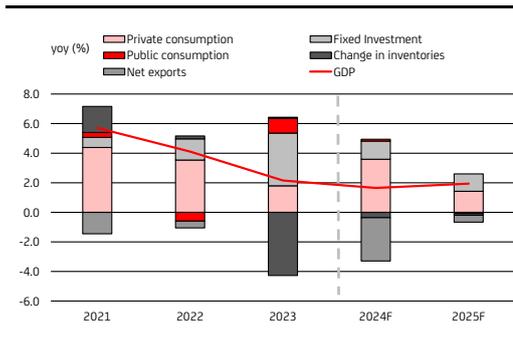
Ausblick: Wir senken unsere Wachstumsprognose für 2024 auf 1,7% aufgrund der schwachen Entwicklung in 1H24 und einer langsameren Erholung in der EU als wir erwartet haben, heben aber unsere Prognose für 2025 aufgrund von Basiseffekten auf 1,9% an. Der private Sektor wird im nächsten Jahr über weniger Finanzmittel verfügen, was zu einer Verlangsamung des Konsums führen wird, während die Investitionen das Wachstum weiterhin stützen dürften und die Exporte sich wahrscheinlich erholen. Auf der Angebotsseite könnten wir eine bessere Entwicklung im Baugewerbe, bei Immobilientransaktionen und in der Industrie sehen. Die Inflationsrisiken sind nach wie vor hoch, und wir gehen davon aus, dass die Inflation in den Jahren 2024-25 das Ziel verfehlen wird, wobei die NBR die Zinsen bis Ende 2025 auf 5% senken dürfte, um die Wirtschaftstätigkeit zu unterstützen. Wir sehen den EUR-RON Anfang 2025 in einer höheren Handelsspanne von 5,00-5,10.

Autorin: Anca Maria Negrescu, Senior Economist Romania (UniCredit Bank Romania)

WICHTIGE TERMINE/EREIGNISSE

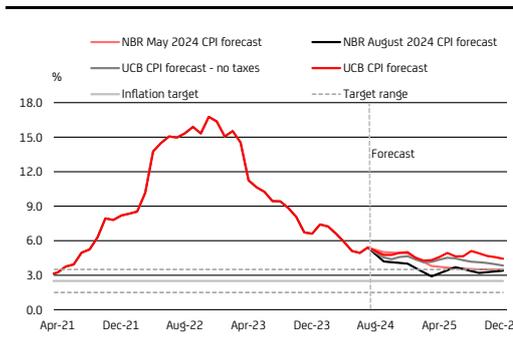
- 8. November: geldpolitische Entscheidungen
- 12. November, 11. Dezember: CPI
- 11. Oktober: Aktualisierung des Ratings durch S&P
- 14. November, 6. Dezember: BIP 1Q24 (Flash, Struktur)
- 1. Dezember: Parlamentswahlen
- 24. November, 8. Dezember: Präsidentschaftswahlen

BIP-WACHSTUMSPROGNOSE



Grafik: ggü. Vj. (% pp); Privater Konsum, Anlageinvestitionen, Staatsverbrauch, Veränd. Lagerbestände, Nettoexporte, BIP

INFLATIONSPROGNOSE



Grafik: in %, NBR Prognose Mai 2024, NBR Prognose August 2024, UCB Prognose ohne Steuern, UCB Prognose, Inflationsziel, Bandbreite

Quelle: NIS, NBR, UniCredit Group Investment Strategy

MAKROÖKONOMISCHE DATEN UND PROGNOSEN

Mrd. EUR	2021	2022	2023	2024F	2025F
BIP (in Mrd. EUR)	241,7	284,1	324,6	349,6	374,5
Bevölkerung (Mio.)	19,2	19,0	19,1	19,1	19,0
BIP pro Kopf (EUR)	12.567	14.917	17.035	18.346	19.685
Realwirtschaft, Veränderung (%)					
BIP	5,7	4,1	2,1	1,7	1,9
Privater Verbrauch	7,2	5,8	2,8	5,8	2,2
Anlageinvestitionen	2,9	5,9	14,4	4,6	4,2
Öffentlicher Konsum	1,8	-3,3	6,0	0,7	-0,4
Ausfuhren	12,6	9,7	-1,4	-0,9	4,7
Einfuhren	14,8	9,5	-1,4	5,8	4,9
Monatslohn, nominal (EUR)	1175	1303	1489	1717	1807
Reallohn, Veränderung (%)	2,0	-2,2	3,6	9,7	1,7
Arbeitslosenquote (%)	5,6	5,6	5,6	5,4	5,6
Fiskalische Konten (% des BIP)					
Haushaltssaldo	-7,2	-6,3	-6,6	-7,4	-6,0
Primärsaldo	-5,7	-4,2	-4,7	-5,5	-4,2
Staatsverschuldung	48,5	47,5	48,8	51,8	53,2
Externe Konten					
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. EUR)	-17,5	-26,0	-22,6	-24,6	-22,5
Leistungsbilanz/BIP (%)	-7,2	-9,2	-7,0	-7,0	-6,0
Erweiterter Basissaldo/BIP (%)	-1,5	-3,6	-2,9	-3,2	-2,1
Netto-Direktinvestitionen (% des BIP)	3,7	3,1	2,0	2,0	2,0
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	56,5	50,7	52,4	52,8	52,9
Währungsreserven (Mrd. EUR)	40,5	46,6	59,8	59,7	60,6
Monate der Importe, Waren und Dienstleistungen	4,3	3,9	5,0	4,9	4,8
Inflation/Währung/FX					
VPI (pavg)	5,0	13,7	10,5	5,8	4,7
VPI (eop)	8,2	16,4	6,6	5,0	4,4
Inflationsziel	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Referenzzinssatz der Zentralbank (eop)	1,75	6,75	7,00	6,50	5,00
3M Geldmarktsatz (Dez.-Durchschnitt)	2,83	7,66	6,25	5,66	4,72
USD/FX (eop)	4,37	4,63	4,50	4,49	4,49
EUR/FX (eop)	4,95	4,95	4,97	4,99	5,07
USD/FX (pavg)	4,16	4,68	4,57	4,55	4,51
EUR/FX (pavg)	4,92	4,93	4,95	4,98	5,04

Quelle: Eurostat, NBR, Nationales Institut für Statistik (NIS), UniCredit Group Investment Strategy

*Langfristige Kreditwürdigkeit in Fremdwährungen durch Moody's, S&P bzw. Fitch

FISKALISCHE UNSICHERHEIT PRÄGT DIE WIRTSCHAFTSAUSSICHTEN

Umfragen deuten auf Kontinuität für die rumänische Regierung hin

Rumänien steht vor dem geschäftigsten und wichtigsten politischen Quartal des Jahres: Am 1. Dezember sind Parlamentswahlen und am 24. November bzw. 8. Dezember Präsidentschaftswahlen (erster bzw. zweiter Wahlgang) angesetzt. Jüngsten Umfragen zufolge ist es sehr wahrscheinlich, dass der künftigen Regierung die PSD und die PNL angehören werden, die derzeit bei knapp 33% bzw. 22% liegen. Vier weitere Parteien könnten ins Parlament einziehen, nämlich die Union zur Rettung Rumäniens (USR) mit rund 15%, gefolgt von der Allianz für die Union der Rumänen (AUR) mit 12%, SOS Rumänien mit rund 7% und der Partei der ungarischen Minderheit (UDMR) mit rund 5%. Wir rechnen also mit Kontinuität in der rumänischen Regierung und (wenn überhaupt) mit geringfügigen Änderungen an der derzeitigen Koalition. Die Umfragen für die Präsidentschaftswahlen lassen keine klare Präferenz für einen Kandidaten erkennen, so dass der Sieger wahrscheinlich erst im zweiten Wahlgang ermittelt wird. Die Rolle des rumänischen Präsidenten ist für die Innenpolitik weniger wichtig als früher, da das rumänische Verfassungsgericht die Befugnisse des Präsidenten eingeschränkt hat.

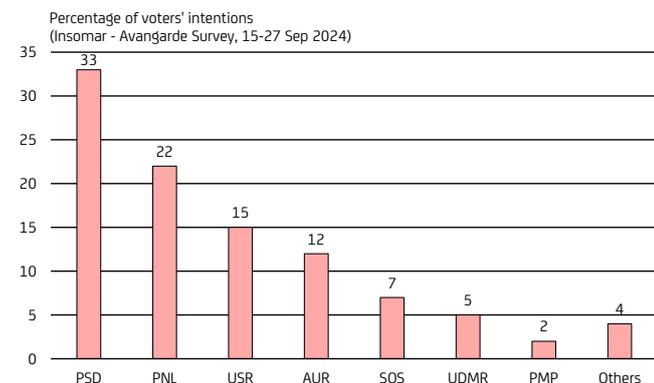
Das Haushaltsdefizit soll bis 2025 bei rund 6% des BIP liegen und danach nur allmählich sinken

Das Haushaltsdefizit ist nach wie vor sehr hoch, und obwohl wir für 2025 eine Verbesserung erwarten, ist nach unseren Berechnungen ein Defizit von rund 6% des BIP das Beste, was man sich erhoffen kann. Wir halten Steuererhöhungen im Jahr 2025 weiterhin für unvermeidlich, wobei Verbrauchssteuern, Rohstoffsteuern und höhere Steuersätze für die meisten Kleinstunternehmen am wahrscheinlichsten sind. Wir rechnen auch mit einer möglichen Erhöhung des Haupt-Mehrwertsteuersatzes auf Waren und Dienstleistungen um 2 Prozentpunkte, allerdings erst in der zweiten Hälfte des nächsten Jahres. Die rumänischen Behörden wollen den Zeithorizont für den Defizitabbau von den regulären vier Jahren auf sieben Jahre verlängern, um von den laxeren europäischen Steuervorschriften für öffentliche Investitionen zu profitieren. Wir sind der Ansicht, dass die Kofinanzierung in Höhe von 6,7 Mrd. EUR (fast 2% des BIP) für den Zugang zu den 13,7 Mrd. EUR im Rahmen des NRRP im Jahr 2025-26 im Haushalt untergebracht werden könnte, selbst wenn das Defizit reduziert wird. Wir sehen mehrere Risiken im Zusammenhang mit einem langen Anpassungszeitraum: **1.** Wir können nicht ausschließen, dass es in den folgenden sieben Jahren zu einem wirtschaftlichen Schock kommt, der die Anpassung zum Scheitern bringen würde; **2.** es besteht ein anhaltendes Risiko von Kapitalabflüssen und geringeren Auslandsinvestitionen, wenn sich die Stimmung aufgrund der großen Haushalts- und Außenhandelsungleichgewichte verschlechtert; **3.** es wird mindestens einen Regierungswechsel geben, der alte Zusagen beeinträchtigen könnte; **4.** die Kreditkosten könnten aufgrund der steigenden Staatsverschuldung steigen; und **5.** die Pensionierung der größten Arbeitnehmerkohorte ab 2028 wird die Rentenausgaben erheblich erhöhen, während die Beiträge sinken. Wir sehen vorerst keine Gefahr einer Herabstufung des Ratings, aber eine fehlende Haushaltsanpassung im nächsten Jahr würde das Risiko künftiger Ratingmaßnahmen erhöhen.

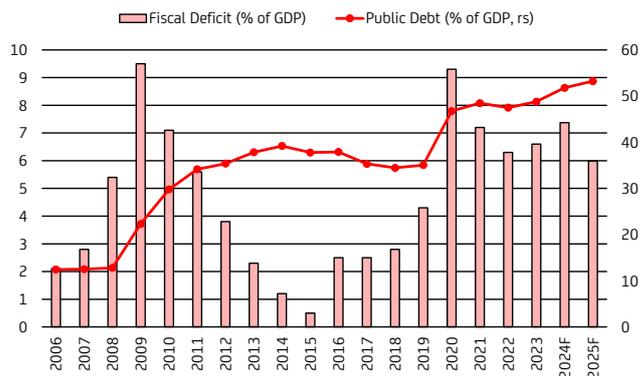
Wir prognostizieren ein BIP-Wachstum von 1,9% im Jahr 2025, unterstützt durch Basiseffekte...

Wir prognostizieren für das Jahr 2025 ein BIP-Wachstum von 1,9%, nachdem die Schätzungen für dieses Jahr mit 1,7% unter den Erwartungen lagen. Unserer Ansicht nach wird der Privatsektor im nächsten Jahr weniger Mittel zur Verfügung haben, da eine Reduzierung des Haushaltsdefizits geplant ist. Dies könnte dadurch geschehen, dass **1.** die Regierung die Steuereinnahmen verbessert oder die Steuern erhöht und/oder **2.** die Löhne und Gehälter im öffentlichen Sektor weniger stark steigen als erwartet, was zu einer Verlangsamung des Konsums führt, auch wenn dies durch die jüngste Rentenerhöhung unterstützt wird. Nominal beläuft sich die Rentenerhöhung auf 28,5 Mrd. RON (1,5% des BIP) pro Jahr, wobei nur 9,45 Mrd. RON im Zeitraum September-Dezember 2024 ausgezahlt werden und die verbleibenden 19 Mrd. RON den Konsum im Jahr 2025 unterstützen sollen.

UMFRAGEN DEUTEN AUF KEINEN GRÖßEREN REGIERUNGSWECHSEL HIN



HAUSHALTSDEFIZIT SEIT 2019 ÜBER 3% DES BIP



Grafik links: Wählerabsichten in % (Insomar Avangarde Umfrage im Zeitraum 15.-27. September 2024)

Grafik rechts: Haushaltsdefizit (in % des BIP), Staatsschuldenquote (in % des BIP, rechte Skala)

Quelle: Finanzministerium, Eurostat, Meinungsforschungsinstitut Insomar-Avanguard, UniCredit Group Investment Strategy

...und mehrere angebotsseitige Sektoren, deren Entwicklung sich verbessern könnte

Gleichzeitig dürften die öffentlichen Investitionen das Wachstum weiterhin stützen. Die Entwicklung der Auslandsnachfrage war bisher schwächer als erwartet. Die Stimmungskennzeichen lassen jedoch Optimismus für die Zukunft erkennen (auch wenn sie sich nach wie vor im kontraktiven Bereich bewegen), so dass wir für 2025 Verbesserungen in der Industrie und bei den Exporten erwarten. Das Baugewerbe wird von günstigeren Krediten und höheren Transferzahlungen aus der EU profitieren, während die Zahl der erteilten Baugenehmigungen in 2Q24 in allen Sektoren wieder anstieg und wahrscheinlich weiter zunehmen wird. Auch die Immobilientransaktionen könnten nach einem erwarteten Rückgang in diesem Jahr wieder zulegen. Die Schwäche im IT-Sektor dürfte sich bis 2025 hinziehen, und es könnte länger dauern, bis neue Projekte in Rumänien ankommen und den Sektor ankurbeln. Die Landwirtschaft wird voraussichtlich ebenfalls von einem günstigen Basiseffekt profitieren, da die diesjährige Sommertrockenheit und die extremen Temperaturen die landwirtschaftlichen Erträge auf 40% der Anbauflächen für Weizen, Mais, Raps und Sonnenblumen⁷ beeinträchtigt haben. Folglich rechnen wir mit höheren Lebensmittelpreisen und Lebensmittelimporten im Jahr 2025. Auch die Energieimporte könnten im nächsten Jahr in Zeiten extremer Witterung zunehmen, es sei denn, Rumänien gelingt es, seine Speicherkapazität für erneuerbare Energien zu verbessern, um das Ungleichgewicht zwischen Energieangebot und -nachfrage zu verschiedenen Zeiten besser auszugleichen.

Wir erwarten, dass sich das
Leistungsbilanzdefizit im Jahr
2025 verringert und der EUR-RON
auf eine Handelsspanne von 5,00-
5,10 steigen wird

Wir erwarten, dass sich das strukturelle Leistungsbilanzdefizit angesichts einer schwächeren Inlandsnachfrage und einer möglichen Erholung der Exporte um 1 Prozentpunkt auf 6% des BIP im Jahr 2025 verringern wird, wobei das außenwirtschaftliche Defizit vollständig durch ausländische Direktinvestitionen, EU-Transfers und staatliche Kreditaufnahme im Ausland gedeckt wird. Daher sehen wir keinen nennenswerten Abwertungsdruck auf den RON und erwarten einen weiteren Anstieg der Währungsreserven. Dennoch glauben wir, dass sich der EUR-RON in 1Q25 in einer Handelsspanne von 5,00-5,10 bewegen wird, gefolgt von einem allmählichen Aufwärtstrend bis zum Ende des Jahres.

Wir erwarten eine Inflation von
5,0% im Jahr 2024 und 4,4% im
Jahr 2025

Wir prognostizieren, dass die Inflation in den Jahren 2024-25 aufgrund von Steuererhöhungen und der robusten Kaufkraft der Haushalte das Ziel verfehlen wird. Unsere Basisprognose geht davon aus, dass die Inflation Ende 2024 bei rund 5% und Ende 2025 bei 4,4% liegen wird, wobei die schwächere Inlandsnachfrage die Kerninflation (ohne Steueränderungen) zu Beginn des 3Q25 innerhalb des Zielbereichs von 1,5 bis 3,5% liegen lässt. Wir erwarten unverändert, dass die Kerninflation aufgrund der traditionell hohen Konsumneigung stabiler bleiben wird als in der übrigen Region. Gleichzeitig wird die Gesamtinflation auch 2025 mit Aufwärtsrisiken behaftet sein, da die Wahrscheinlichkeit höherer Lebensmittelpreise, höherer Energiepreise und Steuererhöhungen steigt.

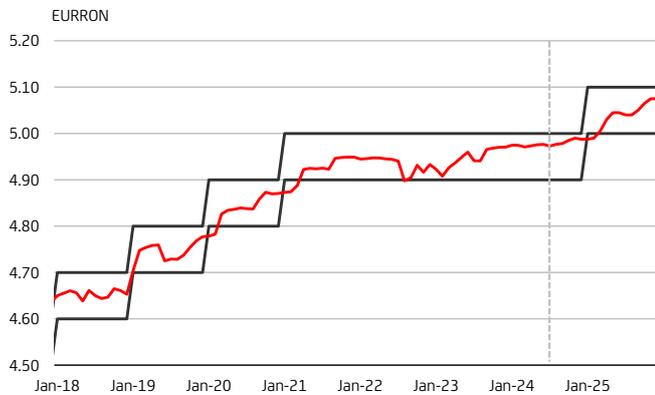
NBR dürfte ihre Geldpolitik in
4Q24 unverändert lassen, will
aber den Leitzins bis 2025 weiter
auf 5% senken

Wir erwarten, dass die NBR den Leitzins im Jahr 2024 aufgrund der fiskalischen Unsicherheit bei 6,5% belassen wird. Wir vermuten, dass die NBR die Leitzinssenkungen im Februar 2025 wieder aufnehmen und den Leitzins Ende 2025 auf 5% senken wird, wobei die Risiken in Richtung einer schnelleren Senkung tendieren, wenn die Wirtschaftstätigkeit deutlich nachlässt. Die monetären Bedingungen sind derzeit viel lockerer, als der Leitzins vermuten lässt, da die reichlich vorhandene Überschussliquidität alle ROBOR-Sätze in der Nähe der Einlagefazilität hält.

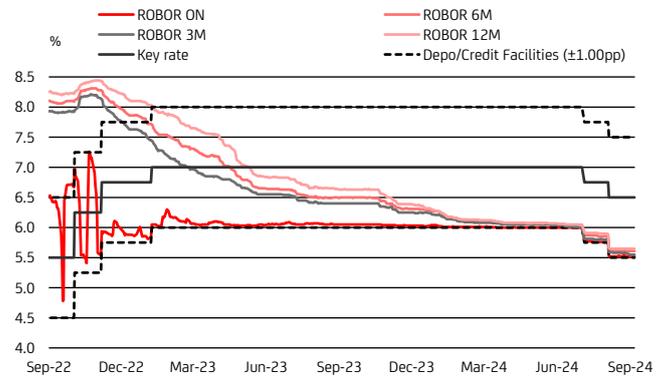
⁷ Nach Angaben des Präsidenten des nationalen Verbandes PRO AGRO

Im Falle eines Drucks auf den RON oder der Gefahr von Kapitalabflüssen ist die NBR bereit, Reverse Repos zum Leitzins wieder aufzunehmen, um die Geldpolitik zu straffen.

WIR ERWARTEN, DASS DER RON IM NÄCHSTEN JAHR AN WERT VERLIEREN WIRD



REICHLICH LIQUIDITÄT HÄLT ROBOR IN DER EINLAGENFAZILITÄT



Quelle: NBR, UniCredit Group Investment Strategy

STAATLICHER BRUTTOFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	35,1	42,9	42,0
Haushaltsdefizit	18,2	23,7	20,4
Amortisation von Staatsschulden	16,9	19,2	21,7
Inländische	14,8	15,0	17,4
Anleihen	10,5	7,6	8,0
Schatzanweisungen	1,1	3,7	4,0
Kredite und Privatkundenanleihen	3,1	3,7	5,4
Ausländische	2,1	4,3	4,2
Anleihen und Darlehen	1,7	3,7	3,9
IWF/EU/andere IFI	0,4	0,6	0,3
Finanzierung	35,1	42,9	42,0
Inländische Kreditaufnahme	28,7	27,5	25,0
Anleihen	20,6	19,0	18,0
Schatzanweisungen	3,7	4,0	3,0
Kredite und Privatkundenanleihen	4,4	4,5	4,0
Ausländische Kreditaufnahme	12,6	15,0	14,0
Anleihen	10,3	14,0	10,0
IWF/EU/andere IFI	2,3	1,0	4,0
Veränderung der steuerlichen Reserven (- = Zunahme)	-6,2	0,4	3,0

BRUTTOAUSLANDSFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	58,5	63,5	62,1
Leistungsbilanzdefizit	22,6	24,6	22,5
Amortisation von mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten	14,2	15,9	15,6
Regierung/Zentralbank	3,0	5,0	5,0
Banken	4,9	4,7	4,4
Unternehmen/Sonstige	6,3	6,2	6,2
Amortisation von kurzfristigen Verbindlichkeiten	21,7	23,1	24,0
Finanzierung	58,5	63,5	62,1
FDI (netto)	6,6	7,0	7,5
Eigenkapital des Portfolios, netto	0,6	0,1	0,1
Mittel- und langfristige Anleihen	26,3	26,4	24,5
Regierung/Zentralbank	15,0	16,7	15,1
Banken	4,4	3,7	3,5
Unternehmen/Sonstige	6,9	5,9	5,9
Kurzfristige Kreditaufnahme	22,7	23,6	23,9
EU-Struktur- und Kohäsionsfonds	6,6	6,3	7,1
Veränderung der Währungsreserven (- = Zunahme)	-4,2	0,1	-0,9
Memoranden:			
Netto-Auslandskäufe von Staatsanleihen in lokaler Währung	6,7	2,5	2,3
Internationale Anleiheemissionen, netto	8,6	10,3	6,1

Quelle: NBR, NIS, Finanzministerium, Eurostat, UniCredit Group Investment Strategy

Slowakei

A2 negativ/A+ stabil/A- stabil*

Ausblick: Das Wirtschaftswachstum wird auch im Jahr 2025 in erster Linie von der Inlandsnachfrage getragen werden, allerdings wird sich das Wachstum vom Konsum auf private und öffentliche Investitionen verlagern. Eine langsamere Erholung der Auslandsnachfrage und Herausforderungen in der europäischen Automobilindustrie werden das Wachstum bremsen. Darüber hinaus wird die Wirtschaft mit Gegenwind durch eine straffere Finanzpolitik konfrontiert sein. Die drohende Aussetzung der EU-Mittel scheint das Hauptrisiko für 2025 zu sein. Unseren Schätzungen zufolge könnte dies das Wirtschaftswachstum um 0,7-1,0 Prozentpunkte verlangsamen und die Risikoprämie erhöhen. Außerdem drohen der Wirtschaft Unterbrechungen bei den Rohstofflieferungen aus Russland über die Ukraine. Im Falle von Gas gibt es alternative Quellen und Routen, die allerdings teurer sind. Eine Unterbrechung der Ölversorgung würde jedoch die inländische Produktion von Erdölprodukten einschränken. Die Regierung ist gezwungen, mit der Haushaltskonsolidierung zu beginnen, zum Teil unter dem Druck des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit. Dennoch wird das Defizit in der laufenden Legislaturperiode wahrscheinlich über 3% des BIP bleiben. Die Konsolidierung wird in erster Linie durch Maßnahmen auf der Einnahmenseite erfolgen. Die Regierungskoalition ist stabil, und das Risiko vorzogener Neuwahlen erscheint derzeit gering.

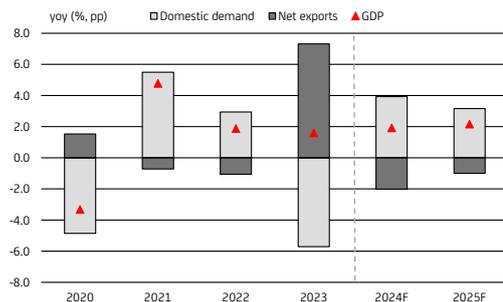
Autor: Lubomir Koršňák, Chief Economist Slovakia (UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia)

MAKROÖKONOMISCHE DATEN UND PROGNOSEN

WICHTIGE TERMINE/EREIGNISSE

- 8. November, 10. Dezember: Industrieproduktion
- 15. Oktober, 15. November, 13. Dezember: VPI
- 14. November: BIP 2Q24, erste Schätzung
- 5 Dez: BIP 2Q24 (Struktur)

BIP-WACHSTUMSPROGNOSE



Grafik: ggü. Vj. (in %, pp); Inlandsnachfrage, Nettoexporte, BIP

INFLATIONSPROGNOSE



Quelle: SOSR, UniCredit Group Investment Strategy

Mrd. EUR	2021	2022	2023	2024F	2025F
BIP (in Mrd. EUR)	100,2	109,8	122,8	130,4	139,6
Einwohnerzahl (Mio.)	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
BIP pro Kopf (EUR)	18 421	20 207	22 617	24 025	25 755
Realwirtschaft. Veränderung (%)					
BIP	4,8	1,9	1,6	1,9	2,2
Privater Verbrauch	2,6	6,2	-3,1	2,7	1,2
Anlageinvestitionen	3,5	5,7	10,6	-2,4	8,2
Öffentlicher Konsum	4,2	-4,5	-0,6	4,3	-2,5
Ausfuhren	10,5	3,0	-1,4	2,1	4,5
Einfuhren	11,7	4,3	-7,6	4,4	5,5
Monatliche Löhne, nominal (EUR)	1 211	1 304	1 430	1 532	1 616
Reallöhne, Veränderung (%)	3,6	-4,5	-0,7	4,3	0,5
Arbeitslosenquote (%)	6,8	6,1	5,8	5,3	5,2
Fiskalische Konten (% des BIP)					
Haushaltssaldo	-5,2	-1,7	-4,9	-5,7	-4,7
Primärsaldo	-4,1	-0,6	-3,7	-4,4	-3,2
Staatsverschuldung	61,1	57,7	56,0	58,9	58,3
Externe Konten					
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. EUR)	-4,0	-8,0	-1,9	-1,5	-2,6
Leistungsbilanzsaldo/BIP (%)	-4,0	-7,3	-1,6	-1,2	-1,9
Erweiterter Basissaldo/BIP (%)	-1,5	-4,1	-0,3	-0,1	0,0
Netto-Direktinvestitionen (% des BIP)	1,3	2,1	0,1	0,3	1,1
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	134,2	103,0	96,1	94,3	91,0
Währungsreserven (Mrd. EUR)	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Monate der Importe, Waren und Dienstleistungen	-	-	-	-	-
Inflation/Währung/FX					
VPI (pavg)	3,2	12,8	10,5	2,8	4,9
VPI (eop)	5,8	15,4	5,9	3,0	4,9

Quelle: Eurostat, Statistisches Amt der Slowakischen Republik (SOSR), UniCredit Group Investment Strategy

*langfristige Kreditwürdigkeit in Fremdwährung gemäß Moody's, S&P bzw. Fitch

SLOWAKEI STEHT VOR HAUSHALTSKÜRZUNGEN

Wir erwarten ein BIP-Wachstum von 1,9% im Jahr 2024 und von 2,2% im Jahr 2025

Wir bestätigen unsere BIP-Wachstumsprognose für 2024 mit 1,9%, während wir sie für 2025 von 2,4% auf 2,2% gesenkt haben, da sich die Auslandsnachfrage langsamer erholt, insbesondere auf dem wichtigen deutschen Markt. Die Exporte werden das Wachstum voraussichtlich erst ab 2H25 stützen. Das Wirtschaftswachstum wird weiterhin in erster Linie von der Inlandsnachfrage getragen werden, allerdings dürfte sich das Wachstum allmählich vom Verbrauch der privaten Haushalte auf private und öffentliche Investitionen verlagern. Die Wirtschaft wird mit Gegenwind durch die Straffung der Finanzpolitik konfrontiert sein, die das Wachstum des Verbrauchs bremsen wird.

Wirtschaft sieht sich mit Haushaltskonsolidierung konfrontiert...

...hauptsächlich getrieben durch einnahmenseitige Maßnahmen

Die Regierung hat die Konsolidierung der Staatsfinanzen auf 2025 verschoben. In der Zwischenzeit wird sich das Haushaltsdefizit von 4,9% im Jahr 2023 auf 5,7% des BIP in diesem Jahr ausweiten, was hauptsächlich auf fortgesetzte (Energiesubventionen, Steuerboni) und neue (Hypothekenzuschüsse, "13. Rente") Transfers an die Haushalte zurückzuführen ist. Die Verhängung eines Defizitverfahrens gegen die Slowakei dürfte weitere Verzögerungen oder eine Verwässerung der Konsolidierung verhindern. Die Regierung plant, das Haushaltsdefizit ab 2025 um 1 Prozentpunkt pro Jahr zu senken und es während der gesamten Legislaturperiode über 3% des BIP zu halten. Das Konsolidierungspaket zielt darauf ab, die negativen Auswirkungen auf Haushalte mit niedrigem und mittlerem Einkommen zu minimieren und die Kosten auf den gewerblichen Sektor zu verlagern. Es umfasst vor allem einnahmenseitige Maßnahmen wie neue Steuern (Transaktionssteuer für Unternehmen, Zuckersteuer) und eine Erhöhung der Körperschaftssteuer. Die Erhöhung der Mehrwertsteuer von 20% auf 23% wird teilweise durch die Senkung der Mehrwertsteuer auf Lebensmittel von 10% auf 5% ausgeglichen. Zu den ausgabenseitigen Maßnahmen gehört die Abschaffung der Gaspreissubventionen für Haushalte, was die Inflation Anfang 2025 auf 5% beschleunigen dürfte.

Drohende Streichung von EU-Mitteln erhöht die Wahrscheinlichkeit höherer Risikoprämien

Die Schuldenagentur beschleunigt die Emissionen

Umstrittene politische Maßnahmen der Regierung, wie z. B. Änderungen bei der Strafverfolgung und den Polizeidiensten, bedrohen weiterhin die Freigabe von EU-Mitteln und Auszahlungen aus der Fazilität für Wiederaufbau und Stabilität (RRF). Dadurch steigt das Risiko einer Herabstufung der Kreditwürdigkeit und höherer Risikoprämien. Die Schuldenagentur hat die Finanzierung der öffentlichen Schulden beschleunigt, indem sie in 1H24 mehr als 80% des Gesamtjahresbedarfs emittierte, und erwägt die Emission von Privatanleihen im Jahr 2025. Die Schuldenagentur könnte in diesem Jahr auch die Barreserven erhöhen, um die negativen Folgen der drohenden höheren Risikoprämien oder des vorübergehenden Verlusts des Zugangs zu den Finanzmärkten abzufedern. Die Schuldenbremse ist derzeit ausgesetzt (eine zweijährige Pause nach den Wahlen), so dass höhere Barreserven keine politischen Kosten für die Regierung mit sich bringen werden.

Investitionen sollen 2025 wieder anlaufen und das Wirtschaftswachstum unterstützen

Arbeitsmarkt bleibt angespannt

Trotz der Haushaltskonsolidierung werden die öffentlichen Investitionen das Wirtschaftswachstum ab 2025 unterstützen. Nach einer vorübergehenden Verlangsamung im Jahr 2024 werden die öffentlichen Investitionen vom Start neuer, von der EU finanzierter Projekte profitieren. Mehrere große private Investitionen, darunter ein neues Volvo-Autowerk, eine Batterieproduktionsanlage und der vierte Block des Kernkraftwerks Mochovce, werden das Wachstum im Jahr 2025 ebenfalls unterstützen.

Reales Lohnwachstum wird sich aufgrund der Reinflation und eingefrorener Löhne im öffentlichen Dienst verlangsamen

Hohe Abhängigkeit von russischen Rohstoffen bedroht die lokale Wirtschaft:...

Der Arbeitsmarkt bleibt angespannt, die Arbeitslosigkeit erreichte in 2Q24 historische Tiefststände, trotz struktureller Probleme im Zusammenhang mit Qualifikationsdefiziten und regionalen Unterschieden. Der angespannte Arbeitsmarkt unterstützt das Lohnwachstum im privaten Sektor. Allerdings wird sich das Reallohnwachstum im nächsten Jahr von 4,3% auf 0,5% abschwächen, was auf die eingefrorenen Löhne im öffentlichen Sektor aufgrund der Haushaltskonsolidierung und die sich beschleunigende Inflation zurückzuführen ist. Die Inflation wird im nächsten Jahr aufgrund der Neufestsetzung der subventionierten Energiepreise für Haushalte und der Erhöhung der Mehrwertsteuer in Richtung 5% steigen. Höhere Lebensmittelpreise werden die Inflation im nächsten Jahr ebenfalls anheizen, auch wenn der verstärkte Wettbewerb auf dem heimischen Markt durch den Markteintritt einer neuen Discount-Einzelhandelskette den Anstieg teilweise abmildern wird.

...bei Gas durch mögliche Preissteigerungen,...

...bei Öl auch durch Produktionskürzungen

Die Energieversorgung bleibt ein Risiko für die Wirtschaft. Die Slowakei ist nach wie vor auf den Transport von Gas und Öl aus Russland über die Ukraine angewiesen. Große inländische Gasreserven (die den Verbrauch von fast einem Jahr decken), verfügbare alternative Routen aus dem Norden, Süden und Westen und vertraglich vereinbarte alternative Lieferungen verringern die Risiken, die mit einem möglichen Stopp der Gaslieferungen durch die Ukraine verbunden sind, wenn auch zu einem höheren Preis. Die Einstellung des Öltransports durch die Ukraine hätte aufgrund der unzureichenden Kapazität der einzigen alternativen Route (der Adria-Pipeline) schwerwiegendere Auswirkungen, was zu einem Rückgang der inländischen Raffinerieproduktion, höheren Ölverarbeitungskosten und höheren Kraftstoffpreisen für die Verbraucher führen würde.

Slowenien

A3 stabil/AA- stabil/A stabil*

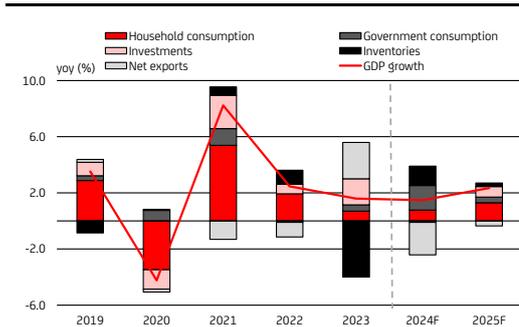
Ausblick: Wir haben unsere Prognose für das BIP-Wachstum von 2,1% für 2024 auf 1,5% gesenkt, was vor allem auf die schwächer als erwarteten Exporte und Investitionen zurückzuführen ist. Der Konsum wird wahrscheinlich der wichtigste Wachstumsmotor bleiben, unterstützt durch ein positives Reallohnwachstum und einen angespannten Arbeitsmarkt, während die Investitionen aufgrund der schwachen Bautätigkeit wahrscheinlich stagnieren werden. Für das Jahr 2025 erwarten wir eine Wachstumsbeschleunigung auf 2,3%, die von einer weiteren Erholung des Verbrauchs, einem Anstieg der öffentlichen Investitionen und einer geringeren Belastung durch die Nettoexporte getragen wird. Die Inflation dürfte bis November niedrig bleiben, während sie aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen bis zum Jahresende auf 1,7% ggü. Vj. und bis Ende 2025 auf 2,8% ansteigen dürfte. Wir bestätigen unsere Prognosen für das öffentliche Defizit in Höhe von 3% des BIP für 2024 und 2,7% des BIP für 2025, obwohl erhebliche Unsicherheiten bestehen, da die Haushaltsdokumente für 2025 und 2026 noch nicht veröffentlicht wurden. Die Regierung hat mehr als 73% ihres Finanzierungsbedarfs für 2024 gedeckt, und wir erwarten, dass der verbleibende Betrag durch die großen Haushaltsreserven (8 Mrd. EUR) gedeckt wird.

Autor: Mauro Giorgio Marrano, Senior CEE Economist (UniCredit, Vienna)

WICHTIGE TERMINE/EREIGNISSE

- 14. November: BIP 3Q24
- 30. Oktober, 29. November: VPI-Inflation
- 11. Oktober: Fitch und Moody's aktualisieren Länderrating
- 6. Dezember: S&P's aktualisiert Länderrating

BIP-WACHSTUMSPROGNOSE



Grafik: ggü. Vj.; Privater Konsum, Staatsverbrauch, Investitionen, Lagerbestände, Nettoexporte, BIP Wachstum

INFLATIONSPROGNOSE



Quelle: Slowenisches Statistikamt (SURS), UniCredit Group Investment Strategy

MAKROÖKONOMISCHE DATEN UND PROGNOSEN

	2021	2022	2023	2024F	2025F
BIP (in Mrd. EUR)	52,3	57,0	63,1	65,2	68,4
Einwohnerzahl (Mio.)	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
BIP pro Kopf (EUR)	24.803	27.061	29.932	30.953	32.454
Realwirtschaft, Veränderung (%)					
BIP	8,4	2,7	2,1	1,5	2,3
Privater Verbrauch	10,5	5,3	0,1	1,4	2,4
Anlageinvestitionen	12,3	4,2	3,9	-0,5	3,6
Öffentlicher Konsum	6,2	-0,7	2,4	9,3	2,0
Ausfuhren	14,5	6,8	-2,0	0,6	2,5
Einfuhren	17,8	9,2	-4,5	3,6	3,1
Monatliche Löhne, nominal (EUR)	1.970	2.024	2.221	2.361	2.514
Reallöhne, Veränderung (%)	4,1	-6,1	2,3	4,4	4,0
Arbeitslosenquote (%)	4,5	4,0	3,7	3,7	3,7
Fiskalische Konten (% des BIP)					
Haushaltssaldo	-4,6	-3,0	-2,5	-3,0	-2,8
Primärsaldo	-3,3	-1,9	-1,3	-1,6	-1,3
Staatsverschuldung	74,4	72,3	69,3	68,5	67,5
Externe Konten					
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. EUR)	2,0	-0,6	2,9	1,8	1,7
Leistungsbilanzsaldo/BIP (%)	3,7	-1,1	4,5	2,8	2,6
Erweiterter Basissaldo/BIP (%)	7,4	2,1	7,0	5,3	5,0
Netto-Direktinvestitionen (% des BIP)	0,8	2,5	0,9	0,9	1,0
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	97,4	90,8	91,7	92,0	91,0
Währungsreserven (Mrd. EUR)					
Monate der Importe, Waren und Dienstleistungen					
Inflation/Währung/FX					
VPI (pavg)	1,9	8,8	7,4	1,9	2,5
VPI (eop)	4,9	10,3	4,2	1,7	2,8

Quelle: SURS, Eurostat, UniCredit Group Investment Strategy

*langfristige Kreditwürdigkeit in Fremdwährung durch Moody's, S&P bzw. Fitch

SCHWÄCHERE EXPORTE BELASTEN DAS WACHSTUM

Wir haben unsere Prognose für das BIP-Wachstum im Jahr 2024 aufgrund der schwächer als erwarteten Exporte und Investitionen gesenkt

Wir haben unsere Prognose für das BIP-Wachstum von 2,1% für 2024 auf 1,5% gesenkt, was vor allem auf die schwächer als erwarteten Exporte und Investitionen zurückzuführen ist. Die Exportleistung wurde durch das schwache Wachstum bei einigen wichtigen Handelspartnern beeinträchtigt, das auch im weiteren Jahresverlauf anhalten dürfte. Die Revision der Investitionen spiegelt hauptsächlich den Rückgang der Bautätigkeit in 1H24 wider, was bedeutet, dass die Investitionen nach dem starken Anstieg im Jahr 2023 im Jahr 2024 wahrscheinlich stagnieren werden. Wir bestätigen den Konsum als Hauptwachstumstreiber, unterstützt durch ein positives Realeinkommenswachstum dank solider Lohnzuwächse und einer langsameren Inflation. Ein starker Anstieg des Staatsverbrauchs dürfte die gesetzlichen Änderungen im Zusammenhang mit der Zusatzkrankenversicherung widerspiegeln, wodurch sich das Wachstum technisch gesehen vom privaten zum öffentlichen Verbrauch verlagert. Es wird erwartet, dass die Vorräte 2024 zunehmen werden, während die Nettoexporte wahrscheinlich eine Belastung darstellen werden.

Im Jahr 2025 erwarten wir eine Beschleunigung des Wachstums auf 2,3%

Für das Jahr 2025 erwarten wir eine Wachstumsbeschleunigung auf 2,3% aufgrund eines weiteren Anstiegs des Verbrauchs, der durch ein nach wie vor kräftiges Lohnwachstum dank der im Rahmen der Lohnsystemreform vorgesehenen Erhöhungen im öffentlichen Sektor und ein solides, wenn auch langsames Lohnwachstum im privaten Sektor, das die angespannte Arbeitsmarktlage widerspiegelt, getragen wird. Die privaten Investitionen dürften sich dank einer gewissen Verbesserung der Auslandsnachfrage und niedrigerer Zinssätze allmählich erholen, was auch die Bautätigkeit unterstützen dürfte. Wir rechnen mit starken öffentlichen Investitionen, die durch EU-Mittel unterstützt werden, und einem weniger negativen Beitrag der Nettoexporte.

Die Inflation wird voraussichtlich zum Jahresende und im Jahr 2025 wieder ansteigen, hauptsächlich aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen

Nach einer Abschwächung auf 0,9% ggü. Vj. im August erwarten wir, dass die Inflation bis November niedrig bleibt, während sie bis zum Jahresende aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen wahrscheinlich auf 1,7% ggü. Vj. ansteigen wird. Für 2025 erwarten wir eine Inflationsrate von 2,8% bis zum Jahresende, mit einem geringeren Beitrag der Kernpreise, aber einem höheren Einfluss der Energiepreis-inflation aufgrund von Basiseffekten, da einige staatliche Maßnahmen, die die Preise im Jahr 2024 gemildert haben, nicht mehr in Kraft sein werden, sowie einem höheren Beitrag der Nahrungsmittelinflation. Die Preise für Dienstleistungen werden aufgrund des starken Lohnwachstums wahrscheinlich etwas stabiler bleiben. Die Risiken für unsere Inflationsprognose ergeben sich aus einer stärkeren Dienstleistungspreis-inflation aufgrund des kräftigen Lohnwachstums.

Eines der niedrigsten Haushaltsdefizite in der Region, aber die zugrunde liegenden Haushaltstrends zeigen eine schlechtere Entwicklung

Wir bestätigen unsere Prognose für das öffentliche Defizit in Höhe von 3% des BIP im Jahr 2024 - auch wenn es aufgrund der überdurchschnittlichen Entwicklung der Einnahmen geringer ausfallen könnte - und 2,7% des BIP im Jahr 2025, wobei allerdings erhebliche Unsicherheiten bestehen, da die Haushaltsunterlagen für 2025 und 2026 noch nicht veröffentlicht wurden. Wie bereits in der letzten Ausgabe unseres *CEE Quarterly* erwähnt, wird Slowenien zwar wahrscheinlich eines der niedrigsten Haushaltsdefizite in der Region aufweisen, die zugrunde liegenden Haushaltstrends zeigen jedoch eine schlechtere Haushaltsentwicklung. Mittelfristig werden eine Haushaltskonsolidierung und Steuerreformen erforderlich sein, um dem Anstieg der öffentlichen Ausgaben in den vergangenen Jahren, dem Ausgabendruck aufgrund der alternden Bevölkerung und der hohen Staatsverschuldung zu begegnen. In diesem Zusammenhang plant die Regierung, ihre Finanzreformen in den Jahren 2024 und 2025 voranzutreiben, einschließlich der Reform der Renten, der Löhne im öffentlichen Sektor, der Steuern und des Gesundheitswesens. Die Schuldenquote Sloweniens wird hoch bleiben, aber voraussichtlich von 69,3% im Jahr 2023 auf 68,5% im Jahr 2024 und auf 67,5% im Jahr 2025 sinken. Die EU-Mittelzuflüsse sind für 2024 mit 1 Mrd. EUR geplant, auch wenn der Betrag niedriger ausfallen könnte. 270 Mio. EUR werden aus der RRF stammen. Der Betrag für das nächste Jahr wird im neuen Haushalt für 2025 bekannt gegeben; wir gehen derzeit von 1 Mrd. EUR aus.

Finanzielle Reserven zur Deckung des verbleibenden Finanzierungsbedarfs bis 2024

Slowenien hat bereits 73% seines Finanzierungsbedarfs für 2024 (5,0 Mrd. EUR) gedeckt, und zwar durch die Emission einer 10-Jahres-Anleihe im Wert von 2,75 Mrd. EUR, von Privatkundenanleihen im Wert von 260 Mio. EUR, von im nächsten Jahr auslaufenden Schatzwechslern im Wert von 310 Mio. EUR und kürzlich von Samurai-Anleihen im Wert von 320 Mio. EUR. Wir erwarten, dass der verbleibende Finanzierungsbedarf von 1,4 Mrd. EUR durch die hohen Haushaltsreserven gedeckt werden kann. Auf der Grundlage der staatlichen Einlagen bei der slowenischen Zentralbank und anderen Banken schätzen wir die fiskalischen Reserven im Juli auf nahezu 8 Mrd. EUR. Für 2025 schätzen wir den Finanzierungsbedarf Sloweniens auf fast 3,7 Mrd. EUR, wovon 2,4 Mrd. EUR auf Rückzahlungen entfallen werden.

Bosnien und Herzegowina

B3 STABIL/B+ STABIL/NICHT BEWERTET*

Ausblick

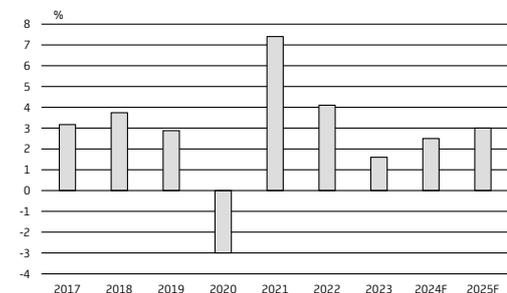
Wir halten unsere BIP-Wachstumsprognose für 2024 bei 2,5% und für 2025 bei 3,0%. Das Wachstum im Jahr 2024 wird von einer Erholung des privaten Verbrauchs getragen, da sich die Realeinkommen aufgrund der niedrigeren Inflation, des soliden Lohnwachstums und des Zustroms von Überweisungen erholen. Wir erwarten auch einen stärkeren Beitrag der öffentlichen Investitionen, obwohl das Risiko eines politischen Stillstands besteht, der die Entscheidungsfindung im Zusammenhang mit solchen Ausgaben aus dem Haushalt behindern könnte. Im Jahr 2025 dürfte der Beitrag der Inlands- und Auslandsnachfrage zunehmen und das BIP-Wachstum weiter ankurbeln. Nach der jüngsten Ausweitung wird das Haushaltsdefizit in den Jahren 2024 und 2025 wahrscheinlich bei rund 2% des BIP liegen. Die Eröffnung der EU-Beitrittsverhandlungen dürfte eine Gelegenheit bieten, Fortschritte bei den Reformen zu erzielen, aber Reibungen zwischen den Entitäten und politische Optionen in Bezug auf einige Fragen könnten ein Hindernis für die vollständige Nutzung einer solchen Gelegenheit darstellen.

Autor: Hrvoje Dolenc, Chief Economist Croatia (Zagrebacka banka)

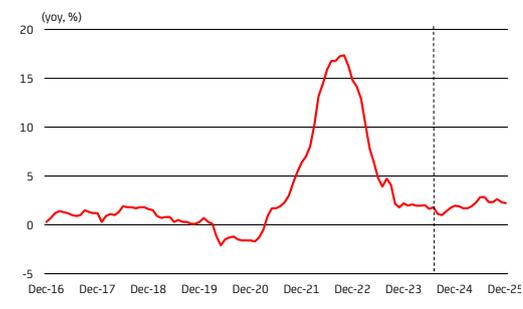
WICHTIGE TERMINE/EREIGNISSE

- 6. Oktober: Kommunalwahlen
- Nov: Herbst 2024 makroökonomische Prognosen CBBH
- 30. Dezember: BIP 3Q24

BIP-WACHSTUMSPROGNOSE



INFLATIONSPROGNOSE



Quelle: UniCredit Group Investment Strategy

MAKROÖKONOMISCHE DATEN UND PROGNOSEN

Mrd. EUR	2021	2022	2023	2024F	2025F
BIP (in Mrd. EUR)	20,01	23,32	25,03	26,09	27,46
Einwohnerzahl (Mio.)	3,45	3,43	3,42	3,40	3,39
BIP pro Kopf (EUR)	5800	6800	7328	7673	8113
Realwirtschaft, Veränderung (%)					
BIP	7,4	4,2	1,6	2,5	3,0
Monatliche Löhne, nominal (EUR)	789	881	994	1066	1119
Reallöhne, Veränderung (%)	4,4	-2,1	6,4	5,4	2,8
Arbeitslosenquote (%)	32,5	30,1	29,1	28,0	26,0
Fiskalische Konten (% des BIP)					
Haushaltssaldo	0,6	0,9	-1,7	-2,0	-2,0
Primärsaldo	1,3	1,8	-0,8	-0,8	-0,8
Staatsverschuldung	34,6	29,6	32,2	32,9	33,2
Externe Konten					
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. EUR)	-0,4	-1,0	-0,7	-0,9	-0,9
Leistungsbilanzsaldo/BIP (%)	-1,8	-4,3	-2,8	-3,3	-3,4
Erweiterter Basissaldo/BIP (%)	1,8	-0,6	1,2	0,0	-0,2
Netto-Direktinvestitionen (% des BIP)	2,7	3,0	3,3	2,6	2,5
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	24,1	20,8	18,1	17,9	17,6
Währungsreserven (Mrd. EUR)	8,4	8,2	8,3	8,7	9,2
Monate der Importe, Waren und Dienstleistungen	9,3	6,8	7,0	6,9	6,8
Inflation/Währung/FX					
VPI (pavg.)	2,0	14,0	6,1	1,7	2,2
VPI (eop)	6,4	14,8	2,2	1,9	2,2
1M Geldmarktsatz (Dez.-Durchschnitt)	-0,58	1,88	3,85	3,20	2,30
USD/FX (eop)	1,72	1,83	1,77	1,76	1,73
EUR/FX (eop)	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
USD/FX (pavg.)	1,66	1,86	1,81	1,79	1,76
EUR/FX (pavg.)	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96

Quelle: Zentralbank von Bosnien und Herzegowina, Agentur für Statistik von Bosnien und Herzegowina, UniCredit Group Investment Strategy

*Langfristige Kreditratings in Fremdwährung werden von Moody's, S&P bzw. Fitch vergeben.

SUCHE NACH VERÄNDERUNGEN IN DER STRUKTUR DER STAATSAUSGABEN

Wir halten an unserer Prognose für das BIP-Wachstum von 2,5% für 2024 und von 3,0% für 2025 fest

Wir halten an unserer Prognose für das BIP-Wachstum von 2,5% für 2024 und von 3,0% für 2025 fest. Im Jahr 2024 wird das Wirtschaftswachstum hauptsächlich von einer Erholung des privaten Verbrauchs getragen, da die Inflation zurückgeht. Das Wachstum wurde auch von den öffentlichen Ausgaben angetrieben. Für 2025 erwarten wir eine weitere Beschleunigung des Wachstums, die durch die Erholung der Auslandsnachfrage und eine weitere Verbesserung des privaten Verbrauchs und der öffentlichen Investitionen bedingt ist. Öffentliche Investitionen, die nicht im Staatshaushalt vorgesehen sind, sollten durch ausländische Finanzinstitute und EU-Mittel unterstützt werden. Die jüngsten, mit dem IWF erörterten Haushaltsprojektionen deuten auf einen Anstieg der öffentlichen Investitionen und ihres Anteils am BIP hin. Bosnien und Herzegowinas (BH) wichtigstes (und größtes) Einzelprojekt ist nach wie vor der Korridor Vc (Autobahn). Die meisten anderen nationalen Projekte stehen im Zusammenhang mit nachhaltigem Verkehr, erneuerbaren Energien sowie Umwelt- und Klimazielen. Im Rahmen des im Mai genehmigten Wachstumsplans für die westlichen Balkanstaaten werden in großem Umfang Mittel für BIH mobilisiert (rund 1,1 Mrd. EUR sollen in Form von Zuschüssen und Darlehen im Zeitraum 2024-27 in BIH investiert werden). Mit diesen Mitteln sollten auch Projekte unterstützt werden, die sich auf die Entwicklung der digitalen Infrastruktur, der Bildung oder der Kompetenzen konzentrieren.

BIH sollte von neuen EU-Finanzinstrumenten profitieren

Die Inflation hat sich verlangsamt, aber das Wachstum der Löhne und des privaten und öffentlichen Verbrauchs könnte dem entgegenwirken

Nachdem sich die Inflation im Frühsommer 2024 auf unter 2% verlangsamt hat, dürfte sie etwas zurückgehen, bevor sie im Laufe unseres Prognosehorizonts aufgrund des zunehmenden Verbrauchs und steigender Löhne mäßig ansteigen könnte. Die jüngsten Haushaltsdaten bestätigten einen starken Beitrag der Sozialtransfers, der öffentlichen Löhne und der Rentenerhöhungen zum Defizit. Eine allgemeine Erholung der Löhne, wie sie in den letzten Monaten zu beobachten war, und ein Anstieg der Inlandsnachfrage werden wahrscheinlich zu einem leichten Anziehen der Kerninflation führen und sie über dem Niveau halten, das vor der Pandemie herrschte. Wir erwarten, dass sich die Inflation im Jahr 2024 im Bereich von 1 bis 2% bewegen wird (mit einem erneuten Anstieg auf 1,9% am Jahresende) und sich dann im Jahr 2025 zwischen 2 und 3% bewegt (2,2% am Jahresende).

BIHs Haushaltsdefizit vergrößert sich...

In Anbetracht der jüngsten Datenveröffentlichungen und fiskalischen Trends erwarten wir, dass das Staatsdefizit von BIH im Jahr 2024 höher ausfallen wird, als wir bisher angenommen haben (ca. 2,0% des BIP, gegenüber 1,0% bisher), und sehen Risiken für 2025. Obwohl eine Verbesserung der Einnahmen weithin festgestellt und erwartet wurde, stiegen die laufenden Ausgaben schneller (Löhne, Renten und freiwillige Sozialleistungen sowie höhere Zinskosten), was zu einer Ausweitung des Defizits in BIH im Jahr 2023 führte und unsere Einschätzung für 2024 veränderte. Darüber hinaus dürften die bevorstehenden Kommunalwahlen im Herbst 2024 zu einem Ausgabendruck führen. Wir erwarten, dass das Defizit von BIH sowohl in der Republik Srpska als auch in der Föderation BIH beträchtlich sein wird. Diese Entwicklungen werden eine starke Konzentration der verschiedenen Regierungsebenen erfordern, um das Defizit im Jahr 2025 auf einem ähnlichen Niveau von 2,0% zu halten und es in den darauffolgenden Jahren moderat zu verringern, da die Behörden die Investitionsausgaben erhöhen und gleichzeitig die laufenden Ausgaben unter Kontrolle halten müssen. Ein solches Defizit und der damit verbundene staatliche Finanzierungsbedarf werden wahrscheinlich dazu führen, dass die Schuldenquote von BIH kurzfristig allmählich ansteigt.

...und das rechtfertigt eine stärkere Diskussion über die laufenden Ausgaben und die Schaffung von mehr Spielraum für Investitionen

Der Europäische Rat gab den Behörden die Gelegenheit...

Die Eröffnung der EU-Beitrittsverhandlungen hat die Möglichkeit eröffnet, Fortschritte bei den Reformen zu erzielen. Die anfängliche Konsolidierung der Regierungsstrukturen nach den Wahlen im Jahr 2022 verbesserte die politische Struktur von BIH und ermöglichte die teilweise Umsetzung der von der EU geforderten Reformen. BIH wurde mit der Eröffnung der Beitrittsverhandlungen im März 2024 belohnt, obwohl die Europäische Kommission den Rahmen für die Verhandlungen noch vorbereiten muss. Allerdings behindern auch hier die politischen Reibungen zwischen den verschiedenen Einheiten und die politischen Optionen das Vorantreiben der geplanten Reformen. Im Juli wurde in BIH ein politischer Konsens über den Haushalt für die Institutionen des Landes erzielt, womit ein großes Hindernis aus dem Weg geräumt wurde. Eine Einigung über drei Maßnahmen, die im Wachstumsplan für den westlichen Balkan (113 Maßnahmen und Aktionen für BIH) vorgesehen sind, ist jedoch aufgrund des Widerstands der Republik Srpska nach wie vor nicht möglich. Man hatte sich schon fast auf eine Lösung geeinigt, als sich eine der größten politischen Parteien der Republik Srpska, die Partei der Demokratischen Aktion (SDA), erneut dagegen aussprach und die Vorauszahlung aus dieser Fazilität weiterhin blockiert hat.

...hat aber eine stärkere Zusammenarbeit zwischen den lokalen Behörden und Institutionen gefordert

Die Risiken hängen mit dem Stillstand in der lokalen Politik und der Wirtschaftsleistung der wichtigsten Handelspartner von BIH zusammen

Die Risiken für die Aussichten von BIH hängen in erster Linie mit der politischen Pattsituation zusammen, die für BIH typisch ist. Im Sommer 2024 haben sich die politischen Spannungen vor den Kommunalwahlen im Oktober erneut verschärft. Wenn diese nach den Wahlen nicht gelöst werden, dürften sie den EU-Beitrittsprozess weiter behindern.

Serbien

Ba2 positiv/BB+ positiv/BB+ positiv*

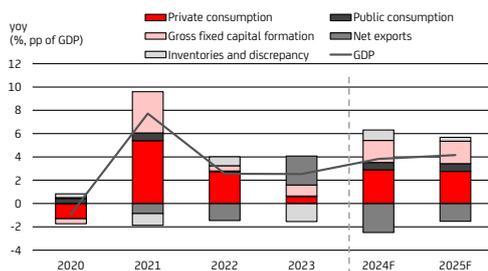
Ausblick: Wir haben unsere Prognosen für das BIP-Wachstum von 3,4% auf 3,8% im Jahr 2024 und von 3,8% auf 4,2% im Jahr 2025 angehoben, was auf den stärkeren Konsum und die öffentlichen Investitionen zurückzuführen ist. Der Konsum war 2024 die wichtigste Wachstumsstütze, und dies wird wahrscheinlich auch 2025 der Fall sein. Öffentliche Investitionen werden den Gesamtinvestitionen sowohl 2024 als auch 2025 im Rahmen der Vorbereitungen für den "Sprung in die Zukunft - Serbia Expo 2027" einen starken Impuls verleihen. Die Nettoexporte werden wahrscheinlich ein Hindernis bleiben. Serbien wird in den Jahren 2024 und 2025 voraussichtlich eines der kleinsten Defizite in der Region aufweisen, obwohl wir unsere Prognose sowohl für 2024 als auch für 2025 angehoben haben, was hauptsächlich auf höhere öffentliche Investitionen zurückzuführen ist. Wir gehen davon aus, dass die Staatsverschuldung weiterhin rückläufig sein wird. Das Leistungsbilanzdefizit wird unverändert durch ausländische Direktinvestitionen (ADI) und eine stabile Währung finanziert. Wir glauben, dass sich die Inflation bis Mitte 2025 weiter auf 3,5% abschwächen wird, und erwarten, dass die NBS ihre Geldpolitik weiter lockern wird. Serbien wird die Möglichkeit haben, den EU-Beitritt voranzutreiben, wenn es ein starkes Engagement für den EU-Wachstumsplan für die westlichen Balkanländer zeigt. Serbien könnte im Jahr 2025 die erste Heraufstufung auf Investment Grade erhalten.

Autor: Mauro Giorgio Marrano, Senior CEE Economist (UniCredit, Vienna)

WICHTIGE TERMINE/EREIGNISSE

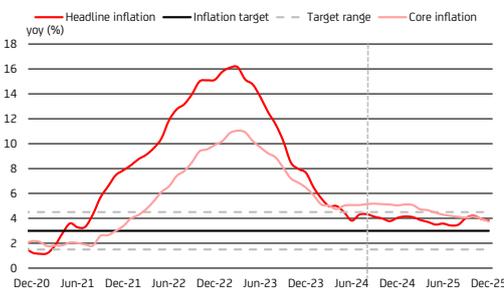
- 7. Nov., 12. Dez.: Geldpolitische Entscheidung der NBS
- 12. November, 12. Dezember: VPI-Inflation
- 31. Oktober, 2. Dezember: BIP 1Q24
- 4. Oktober: S&P aktualisiert Länderrating

BIP-WACHSTUMSPROGNOSE



Grafik: ggü. Vj. (% pp des BIP); Privater Konsum, Staatsverbrauch, Bruttoanlageinvestitionen, Nettoexporte, Lagerbestände, BIP

INFLATIONSPROGNOSE



Grafik: in % ggü. Vj.; Gesamtinflationsrate, Inflationsziel, Bandbreite

Quelle: Statistisches Amt der Republik Serbien, UniCredit Group Investment Strategy

MAKROÖKONOMISCHE DATEN UND PROGNOSEN

	2021	2022	2023	2024F	2025F
BIP (in Mrd. EUR)	53,3	60,4	69,5	75,6	81,3
Bevölkerung (Mio.)	6,8	6,7	6,5	6,5	6,5
BIP pro Kopf (EUR)	7.788	9.067	10.734	11.662	12.551
Realwirtschaft, Veränderung (%)					
BIP	7,7	2,5	2,5	3,8	4,2
Privater Verbrauch	7,8	4,0	0,8	4,2	4,0
Anlageinvestitionen	15,7	1,9	3,9	7,8	7,6
Öffentlicher Konsum	4,1	0,4	0,3	4,2	4,5
Ausfuhren	20,5	16,6	2,4	3,3	4,2
Einfuhren	18,3	16,1	-1,1	6,1	5,6
Monatliche Bruttolöhne, nominal (EUR)	772	879	1012	1159	1253
Reallöhne, Veränderung (%)	5,1	1,6	2,2	9,6	4,4
Arbeitslosenquote (%)	11,5	9,8	9,4	9,2	9,0
Fiskalische Konten (% des BIP)					
Haushaltssaldo	-4,3	-3,2	-2,2	-2,9	-2,5
Primärsaldo	-2,6	-1,7	-0,4	-0,7	-0,1
Staatsverschuldung	57,1	55,6	52,3	52,0	51,5
Externe Konten					
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. EUR)	-2,3	-4,2	-1,8	-3,5	-4,2
Leistungsbilanzsaldo (% des BIP)	-4,2	-6,9	-2,6	-4,6	-5,2
Erweiterter Basissaldo/BIP (%)	2,6	0,3	3,6	0,8	0,1
Netto-Direktinvestitionen (% des BIP)	6,9	7,2	6,2	5,4	5,3
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	68,4	69,3	65,2	61,1	59,0
Währungsreserven (Mrd. EUR)	16,6	20,0	25,5	26,6	26,9
Monate der Importe, Waren und Dienstleistungen	6,0	5,3	6,9	6,5	6,1
Inflation/Währung/FX					
VPI (pavg)	4,1	12,0	12,4	4,5	3,7
VPI (eop)	7,9	15,1	7,6	4,0	3,8
Ziel der Zentralbank	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Referenzzinssatz der Zentralbank (eop)	1,00	5,00	6,50	5,25	4,50
3M Geldmarktsatz (Dez-Durchschnitt)	0,93	4,79	5,71	4,57	4,20
USD/FX (eop)	103,9	110,2	105,9	105,5	103,8
EUR/FX (eop)	117,6	117,3	117,2	117,1	117,3
USD/FX (pavg)	99,4	111,7	108,1	107,4	105,3
EUR/FX (pavg)	117,6	117,5	117,2	117,1	117,3

Quelle: Bloomberg, Eurostat, Statistisches Amt der Republik Serbien, NBS, Agentur für Staatsschulden, UniCredit Group Investment Strategy

*langfristiges Kreditrating in Fremdwährung von Moody's, S&P bzw. Fitch

INLANDSNACHFRAGE TREIBT DAS WACHSTUM WEITER AN

Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognose für 2024 und 2025 angehoben

Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognose von 3,4% auf 3,8% im Jahr 2024 und von 3,8% auf 4,2% im Jahr 2025 angehoben, da **1.** der Konsum und die Investitionen seit Anfang des Jahres stärker als erwartet ausgefallen sind und **2.** die geplanten öffentlichen Investitionen höher ausfallen als bisher für den Prognosehorizont angenommen.

Der Konsum wird weiterhin der wichtigste Wachstumsmotor sein

Der Konsum war 2024 die wichtigste Wachstumsstütze, und dies wird wahrscheinlich auch 2025 der Fall sein. Wir schätzen, dass sich das Konsumwachstum von 0,8% auf 4,2% im Jahr 2024 beschleunigen wird, da die Disinflation und das starke Lohnwachstum die Realeinkommen ansteigen lassen, die Renten deutlich erhöht werden und sich die finanziellen Bedingungen zu entspannen beginnen. Im Jahr 2025 wird sich das Lohnwachstum wahrscheinlich etwas abschwächen, aber dank einer geplanten Mindestloohnerhöhung von 13,7%, einer erwarteten Anhebung der Löhne und Renten im öffentlichen Dienst um etwa 10% und einer weiteren Senkung der Zinssätze solide bleiben.

Öffentliche Investitionen werden unverändert die Investitionen ankurbeln

Öffentliche Investitionen werden den Gesamtinvestitionen sowohl 2024 als auch 2025 im Rahmen der Vorbereitung auf den "Sprung in die Zukunft - Serbia Expo 2027" einen starken Impuls verleihen. Im Jahr 2024 soll das Programm auf mehr als 25% (7,9% des BIP) aufgestockt werden, wie aus dem kürzlich überarbeiteten Budget für 2024 hervorgeht. Für das nächste Jahr sehen die aktuellen Pläne Ausgaben in Höhe von 7,4% des BIP vor, die jedoch im Haushalt für 2025 erhöht werden könnten. Es wird erwartet, dass das Wachstum der Privatinvestitionen trotz der Herausforderungen, die sich aus der schwachen Auslandsnachfrage bei einigen wichtigen Handelspartnern ergeben, zunehmen wird, unterstützt durch starke ausländische Direktinvestitionen, lockere Finanzierungsbedingungen und eine hohe Rentabilität.

Nettoexporte wirken belastend in 2024 und 2025

Die Nettoexporte werden das Wachstum im Jahr 2024 wahrscheinlich stark belasten, da sich die Importe erholen und der Anstieg der Exporte moderat bleibt, obwohl die Belastung im Jahr 2025 geringer sein wird, da sich die Exporte erholen dürften. Das Importwachstum wird sich aufgrund der starken Inlandsnachfrage fortsetzen.

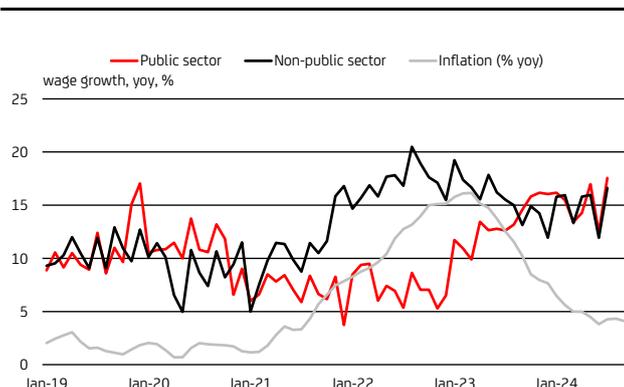
Höheres öffentliches Defizit in den Jahren 2024 und 2025, hauptsächlich aufgrund höherer Investitionen

Serbien wird in den Jahren 2024 und 2025 wahrscheinlich eines der geringsten Defizite in der Region haben, obwohl wir unsere Prognose sowohl für 2024 als auch für 2025 erhöht haben, was hauptsächlich auf höhere öffentliche Investitionen aufgrund der Expo 2027 zurückzuführen ist. Der aktualisierte Haushalt für 2024 sieht ein Defizit von 2,9% des BIP vor, gegenüber 2,2% zuvor, was auf höhere Ausgaben für Investitionen, Löhne und Transfers zurückzuführen ist, obwohl Serbien seinen Plan erneut übertreffen könnte. Wir haben unsere Haushaltsdefizitprognose für 2025 aufgrund des neuen Investitionsplans von 1,5% des BIP auf 2,5% revidiert, was im Einklang mit der neuen finanzpolitischen Strategie 2025-2027 steht. Der öffentliche Schuldenstand wird voraussichtlich von 52,3% des BIP im Jahr 2023 auf 52,0% im Jahr 2024 und weiter auf 51,5% im Jahr 2025 sinken.

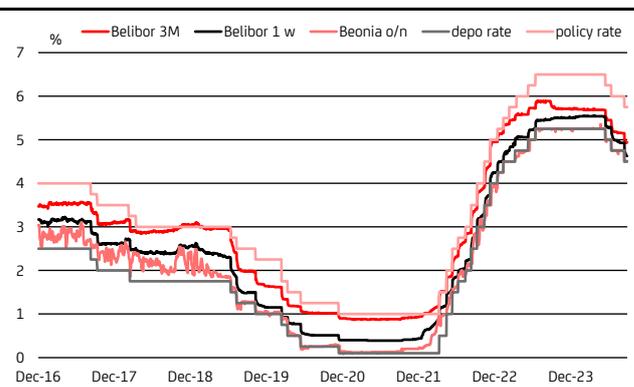
Mittelbedarf für 2024 ist gedeckt

Mit Haushaltsreserven von derzeit 6 Mrd. EUR verfügt Serbien über mehr als genug Mittel, um seinen verbleibenden Finanzierungsbedarf für 2024 zu decken, könnte aber eine neue SERBGB-Benchmark zur Vorfinanzierung für das nächste Jahr begeben. Darüber hinaus plant das Land eine weitere IFIS-Finanzierung und hat Zugang zu einer verbleibenden Stand-by-Arrangement-Finanzierung des IWF (1,2 Mrd. EUR), die als Vorsichtsmaßnahme betrachtet und nicht in Anspruch genommen werden wird. Das derzeitige IWF-Programm wird im Dezember auslaufen. Bis Ende des Jahres könnte es auch Fortschritte in Bezug auf die Euro-Clearability geben.

STARKES WACHSTUM DER REALLÖHNE



LOCKERUNG DER FINANZIERUNGSBEDINGUNGEN



Grafik links: Lohnwachstum, in % ggü. Vj.: Öffentlicher Sektor, Nicht-öffentlicher Sektor, Inflation (in % ggü. Vj.)

Quelle: Statistisches Amt der Republik Serbien, NBS, UniCredit Group Investment Strategy

Serbiens Leistungsbilanzdefizit wird sich voraussichtlich ausweiten, dürfte aber weiterhin durch ausländische Direktinvestitionen gedeckt werden

Das Leistungsbilanzdefizit wird wahrscheinlich 2024 4,6% des BIP und 2025 5,2% erreichen, da die Importe aufgrund der hohen Inlandsnachfrage stark zunehmen und die Exporte übersteigen. Wir gehen davon aus, dass das Defizit durch ausländische Direktinvestitionen gedeckt wird, die bisher sehr stark geblieben sind. Wir schätzen, dass der RSD stabil bleiben wird, unterstützt durch die großen Reserven der NBS, die sich Ende Juli auf 27,6 Mrd. EUR beliefen. Der RSD ist weiterhin einem Aufwertungsdruck ausgesetzt.

Weitere Verlangsamung der Inflation, aber mit gewissen Aufwärtsrisiken

Wir erwarten, dass die Inflation aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen von 4,3% im August auf 4,0% zum Jahresende sinken wird. Dies dürfte die höhere Inflation bei den Lebensmittelpreisen mehr als ausgleichen, während die Kerninflation wahrscheinlich unverändert bei etwa 5,0% liegen wird. Wir glauben, dass es im Jahr 2024 keine weiteren Erhöhungen der Gas- oder Stromtarife geben wird (was für einen großen Basiseffekt im November sorgen dürfte). Für 2025 erwarten wir eine Inflation zwischen 3,5 und 4,0%. Die höhere Lebensmittelinflation in der ersten Jahreshälfte, die Gas- und Strompreiserhöhungen im Herbst und die anhaltende Kerninflation werden wahrscheinlich eine stärkere Abschwächung verhindern. Ein wichtiger Punkt ist die Dynamik der Dienstleistungspreisinflation, die in letzter Zeit zugenommen hat. Unseres Erachtens stellt die aufgrund der starken Inlandsnachfrage höhere Kerninflation das Hauptrisiko für unseren Ausblick dar. Ein weiteres Risiko ist das Auslaufen (im Mai) des dreijährigen Gasabkommens mit Russland.

Weitere geldpolitische Lockerung voraus

Was die Geldpolitik betrifft, so erwarten wir nach den drei Zinssenkungen seit Juni, mit denen der Leitzins von 6,50% auf 5,75% gesenkt wurde, eine weitere Senkung um 25 Bp im Oktober und wahrscheinlich eine weitere im Dezember, so dass der Leitzins zum Jahresende bei 5,25% liegen wird. Die NBS hat derzeit Spielraum für weitere Lockerungen. Erstens sind die Inflationsaussichten nach wie vor günstig. Zweitens steht der Dinar weiterhin unter Aufwertungsdruck, wobei die NBS Devisen kauft, um die Währung stabil zu halten. Drittens wird erwartet, dass die wichtigsten globalen Zentralbanken ihre Lockerung fortsetzen werden. Im Jahr 2025 könnte die NBS ihren Leitzins weiter senken, wobei unsere Prognose bei 4,50% zum Jahresende liegt.

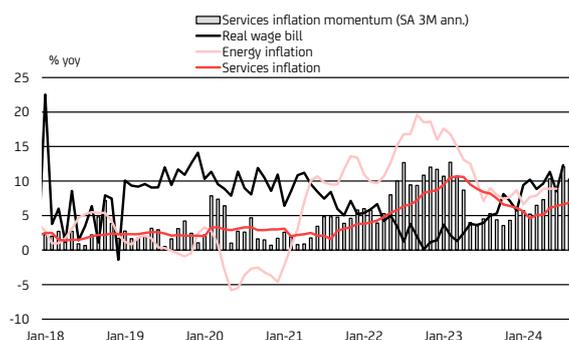
Ein starkes Engagement für den neuen EU-Wachstumsplan für die westlichen Balkanstaaten würde die Aussichten verbessern

Wie in unserem [CEE-Quarterly 2024](#) erläutert, würde ein starkes Engagement für den neuen EU-Wachstumsplan für den Westbalkan unserem Ausblick für Serbien Aufwärtspotenzial verleihen. Es würde signalisieren, dass der EU-Beitrittsprozess voranschreiten kann. Dies könnte zu zusätzlichen EU-Mitteln und einer weiteren Integration Serbiens in einige Bereiche des europäischen Binnenmarktes führen, wenn das Land im Gegenzug Reformen durchführt und sich für eine Normalisierung der Beziehungen zum Kosovo einsetzt. Einzelheiten zu den Reformplänen wurden noch nicht veröffentlicht, aber die serbischen Behörden erklärten, dass Serbien im Rahmen des Plans 1,5 Mrd. EUR erhalten könnte.

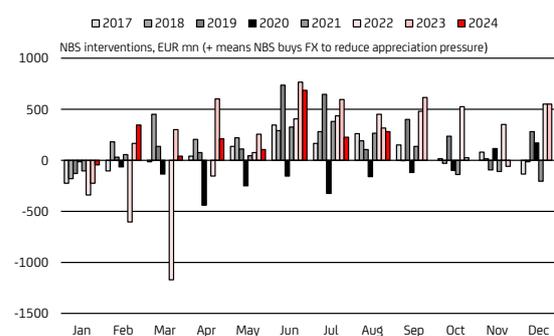
Upgrade auf Investment Grade in Sicht

Dank der positiven makroökonomischen und fiskalischen Trends könnte Serbien die erste Heraufstufung auf Investment Grade erhalten. Im April änderte S&P den Ausblick seines „BB+“ Ratings auf positiv und könnte die erste Ratingagentur sein, die das angestrebte Investment-Grade-Rating vergibt, wenn auch wahrscheinlich noch nicht bei ihrer nächsten Überprüfung am 4. Oktober. Auch Fitch änderte im August den Ausblick seines „BB+“ Ratings auf positiv, scheint aber mehr Gewicht auf die Indikatoren zur Staatsführung zu legen, bei denen Serbien im Rückstand ist. Institutionelle Reformen, die auch auf der EU-Beitrittsagenda stehen, würden dazu beitragen, diese Indikatoren zu verbessern. Moody's wird das Rating wahrscheinlich 2025 auf die letzte Stufe vor Investment Grade anheben, nachdem es im August einen positiven Ausblick gegeben hatte.

DIE INFLATIONS-DYNAMIK BEI DEN DIENSTLEISTUNGSPREISEN NIMMT ZU



DER DINAR BLEIBT UNTER AUFWERTUNGSDRUCK



Grafik links: in % ggü. Vj.; Dynamik in der Inflation der Dienstleistungspreise (saisonbereinigt., 3M annual.), Reallöhne, Energiepreise, Inflation der Dienstleistungspreise
 Grafik rechts: Interventionen der NBS, in Mio. EUR (+ bedeutet, dass die NBS Devisen gekauft hat, um den Aufwertungsdruck zu verringern)

Quelle: Statistisches Amt der Republik Serbien, NBS, UniCredit Group Investment Strategy

BRUTTOSTAATSFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	6,8	6,8	6,4
Haushaltsdefizit	1,5	2,2	2,1
Amortisation von Staatsschulden	5,3	4,6	4,3
Inländische	3,4	1,6	2,3
Anleihen	3,0	1,4	2,0
Schatzanweisungen	0,0	0,0	0,0
IFI/andere	0,4	0,2	0,3
Ausländische	1,9	3,0	2,0
Anleihen	0,0	0,0	0,0
IFI/andere	1,9	3,0	2,0
Erwerb von Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0
Finanzierung	6,8	6,8	6,4
Inländische Kreditaufnahme	2,7	2,8	2,8
Anleihen	1,9	2,0	2,0
Schatzanweisungen	0,0	0,0	0,0
Andere	0,8	0,8	0,8
Ausländische Kreditaufnahme	3,8	3,4	3,0
Anleihen	1,7	1,4	1,0
IFI/andere	2,1	2,0	2,0
Fiskalische Reserven, Veränderung (- = Zunahme)	0,4	0,6	0,6

BRUTTOAUSLANDSFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	5,9	9,3	9,3
Leistungsbilanzdefizit	1,8	3,5	4,2
Amortisation von mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten	3,6	4,4	3,5
Regierung/Zentralbank	2,1	3,1	2,1
Banken	0,7	0,6	0,6
Unternehmen	0,8	0,8	0,8
Amortisation kurzfristiger Verbindlichkeiten	0,5	1,3	1,6
Regierung/Zentralbank	0,0	0,0	0,0
Banken	0,2	1,1	1,2
Unternehmen	0,3	0,3	0,4
Finanzierung	5,9	9,3	9,3
FDI (netto)	4,3	4,1	4,3
Mittel- und langfristige Anleihen	4,3	5,4	4,8
Regierung/Zentralbank	2,9	4,2	3,6
IFI/andere	1,1	2,0	2,0
Banken	0,6	0,5	0,5
Unternehmen	0,7	0,7	0,7
Kurzfristige Kreditaufnahme	0,4	1,2	1,4
Andere	1,5	-0,3	-0,9
Veränderung der Währungsreserven (- = Zunahme)	-4,6	-1,1	-0,4
Memoranden:			
Netto-Auslandskäufe von Staatsanleihen in lokaler Währung	-0,1	0,2	0,5
Internationale Anleiheemissionen, netto	1,7	1,4	1,0

Quelle: Bloomberg, NBS, serbisches Finanzministerium, Agentur für Staatsschulden, Statistisches Amt der Republik Serbien, UniCredit Group Investment Strategy

Türkei

B3 positiv/B+ positiv/BB- stabil*

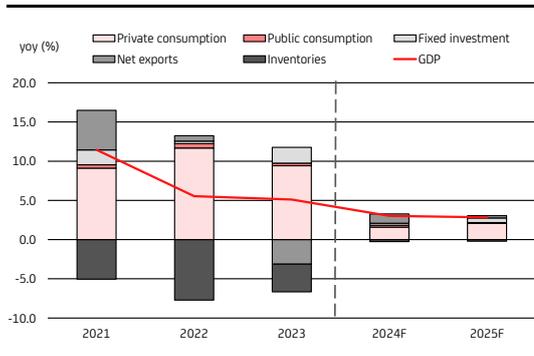
Ausblick: Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognosen nach unten korrigiert, auf 3% im Jahr 2024 und 2,8% im Jahr 2025. Die Inlandsnachfrage wird sich abschwächen, da die verzögerten Auswirkungen der geldpolitischen Straffung deutlicher werden. Der fiskalische Kurs wird sich im nächsten Jahr verschärfen, wenn die Regierung plant, ihr Haushaltsdefizit zu senken. Wir gehen davon aus, dass die Inflation weiterhin rückläufig sein wird und bis Ende 2025 auf 26% sinkt. Dies dürfte der Zentralbank den Weg für eine Senkung ihres Leitzinses (ab 1Q25) auf 28% bis Ende nächsten Jahres ebnen.

Autor: Gökçe Çelik, Senior CEE Economist (UniCredit, London)

WICHTIGE TERMINE/EREIGNISSE

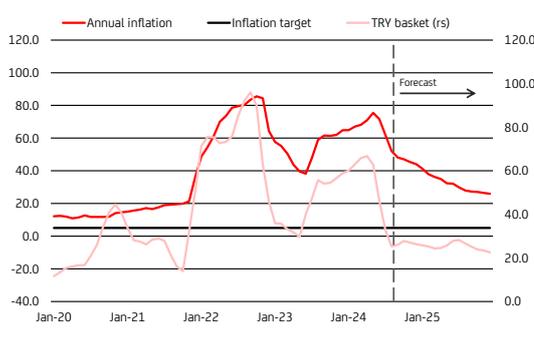
- 4. November, 3. Dezember: Inflationsdaten
- 17. Okt., 21. Nov., 26. Dez.: geldpolitische Entscheidungen
- 8. November: CBRT-Inflationsbericht
- 29. November: BIP 3Q24
- 1. November: Überprüfung des S&P-Ratings

BIP-WACHSTUMSPROGNOSE



Grafik: in % ggü. Vj.; Privater Konsum, Staatsverbrauch, Anlageinvestitionen, Nettoexporte, Lagerbestände, BIP
Quelle: TurkStat, UniCredit Group Investment Strategy

INFLATIONSPROGNOSE



Grafik: Jährliche Inflation, Inflationsziel, TRY Währungskorb (rechte Skala), Prognose

Quelle: TurkStat, CBRT, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

MAKROÖKONOMISCHE DATEN UND PROGNOSEN

Mrd. EUR	2021	2022	2023	2024F	2025F
BIP (in Mrd. EUR)	692,0	857,0	1012	1187	1267
Einwohnerzahl (Mio.)	84,7	85,3	86,3	87,2	88,2
BIP pro Kopf (EUR)	8173	10049	11732	13609	14363
Realwirtschaft, Veränderung (%)					
BIP	11,4	5,5	5,1	3,0	2,8
Privater Verbrauch	15,4	19,0	13,6	2,1	2,8
Anlageinvestitionen	7,2	1,3	8,4	1,0	2,4
Öffentlicher Konsum	3,0	4,2	2,4	1,9	0,6
Ausfuhren	25,1	9,9	-2,8	2,2	5,0
Einfuhren	1,7	8,6	11,8	-3,2	4,2
Monatslohn, nominal (EUR)	603	636	690	805	843
Reallohn, Veränderung (%)	10,3	2,2	5,5	2,5	1,0
Arbeitslosenquote (%)	12,0	10,5	9,4	9,0	9,6
Fiskalische Konten (% des BIP)					
Haushaltssaldo	-4,2	-2,2	-6,4	-5,9	-4,5
Primärsaldo	-1,7	-0,1	-3,8	-2,9	-1,4
Staatsverschuldung	40,4	30,8	29,5	26,7	25,9
Externe Konten					
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. EUR)	-5,5	-43,7	-41,6	-13,1	-14,6
Leistungsbilanzsaldo/BIP (%)	-0,8	-5,1	-4,1	-1,1	-1,2
Erweiterter Basissaldo/BIP (%)	0,1	-4,2	-3,7	-0,7	-0,5
Netto-Direktinvestitionen (% des BIP)	0,9	0,9	0,4	0,4	0,7
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	54,0	50,6	44,7	42,9	40,4
Währungsreserven (Mrd. EUR)	63,9	77,6	82,5	109,9	129,6
Monate der Importe, Waren und Dienstleistungen	3,1	2,6	2,8	4,0	4,6
Inflation/Währung/FX					
VPI (pavg)	19,6	72,3	53,9	58,0	31,2
VPI (eop)	36,0	64,3	64,8	44,0	26,0
Ziel der Zentralbank	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Referenzzinssatz der Zentralbank (eop)	14,00	9,00	42,50	50,00	28,00
3M Geldmarktsatz (Dez.-Durchschnitt)	15,98	10,29	44,06	50,00	28,00
USD/TRY (eop)	13,3	18,7	29,5	37,0	44,5
EUR/TRY (eop)	15,1	20,0	32,5	41,1	50,3
USD/TRY (pavg)	8,9	16,7	24,2	33,5	41,3
EUR/TRY (pavg)	10,5	17,5	26,2	36,4	46,0

Quelle: TurkStat, CBRT, Türkisches Ministerium für Finanzen und Finanzen, Bloomberg, Group Investment Strategy

*Langfristige Kreditratings in Fremdwährung werden von Moody's, S&P bzw. Fitch vergeben.

DER FOKUS LIEGT WEITER AUF DER DISINFLATION

Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognose für dieses Jahr auf 3% revidiert

Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognose für 2024 von 3,6% auf 3% nach unten revidiert. Grund dafür ist die Revision früherer Daten, die das Wachstum in 1Q24 um 1pp verringert hat. Die Inlandsnachfrage kühlte sich in 3Q24 aufgrund der restriktiven Finanzierungsbedingungen weiter ab, und wir vermuten, dass sich dies fortsetzen wird, was wahrscheinlich zu leichten Rückgängen im Quartalsvergleich in 2H24 führen wird. Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich der Konsum der privaten Haushalte verlangsamt und dass dies auch die Nachfrage nach Importen dämpft. Die geringere Nachfrage spiegelt sich in einer niedrigeren Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe wider, was die Bereitschaft der Unternehmen, Investitionen durchzuführen und neue Mitarbeiter einzustellen, beeinträchtigt. Im August signalisierten die Exportaufträge (PMI) im verarbeitenden Gewerbe zum ersten Mal seit 2Q23 eine Belebung der Auslandsnachfrage. Diese Verbesserung scheint jedoch nicht auf breiter Basis zu erfolgen. Von den zehn großen Teilssektoren, für die PMI-Daten vorliegen, meldete nur der Sektor elektrische Ausrüstungen und Elektronik eine Zunahme der Exportaufträge.

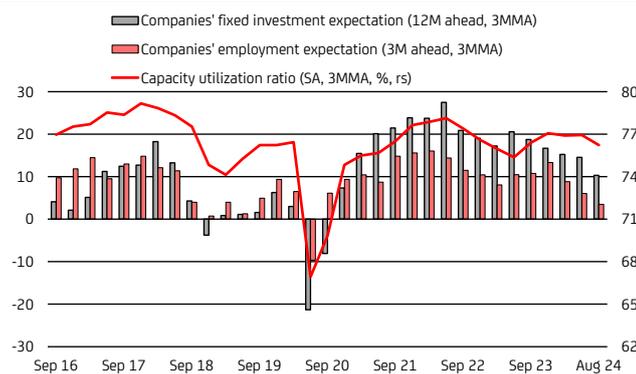
Wir erwarten eine Abschwächung des BIP-Wachstums auf 2,8% im nächsten Jahr

Wir erwarten, dass sich das BIP-Wachstum im nächsten Jahr auf 2,8% verlangsamen wird, da die schwache Entwicklung in 2H24 zu einem negativen Übertrag für 2025 führt. Wir gehen davon aus, dass das sequenzielle Wachstum in 1Q25 wieder aufgenommen wird, da die Lohnerhöhungen zum Jahreswechsel den privaten Verbrauch ankurbeln könnten. Die erwarteten Leitzinssenkungen werden zu einer Lockerung der Kreditkonditionen führen, was neben dem Konsum auch eine allmähliche Erholung der Investitionen begünstigen wird. Während die Kassenhaushaltsdaten darauf hindeuten, dass die Fiskalpolitik im Jahr 2024 bisher unterstützend wirkte (aufgrund hoher Zahlungsrückstände von Ende 2023), wird sich dies im nächsten Jahr ändern, da sich die Regierung verpflichtet hat, das Haushaltsdefizit des Landes zu senken. Wir glauben, dass die Nettoexporte zum Wachstum beitragen werden, wenn sich die Wirtschaftstätigkeit weltweit erholt, insbesondere in der Eurozone.

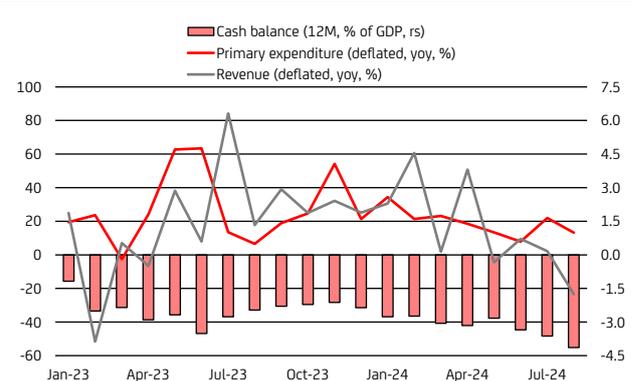
Langsameres Wachstum wird die Arbeitslosigkeit wahrscheinlich erhöhen

Die Arbeitslosenquote könnte von 9% in diesem Jahr auf 9,6% im Jahr 2025 steigen. Die Nachrichten haben bisher auf einen robusten Arbeitsmarkt hingedeutet. Im Juli lagen die Erwerbsbeteiligung und die Beschäftigung in der Nähe der Allzeithochs vom Mai, während die Arbeitslosenquote bei 8,8% lag (gegenüber 8,5% im Mai). Umfassendere Indikatoren, einschließlich der Unterbeschäftigungsquote, signalisieren jedoch eine Abschwächung des Arbeitsmarktes seit Ende 2023. Diese Abschwächung könnte sich bald in den ersten Zahlen bemerkbar machen, da die Unternehmen ihre Beschäftigungserwartungen angesichts der schwächeren Nachfrage ebenfalls nach unten korrigieren.

SCHWACHE NACHFRAGE BREMST INVESTITIONEN UND EINSTELLUNGSPÄNE



DIE FINANZPOLITIK IST IMMER NOCH AKKOMMODIEREND



Grafik links: Erwartungen der Unternehmen zu Anlageinvestitionen (in 12 Monaten, gleitender 3-Monats-Durchschnitt), Erwartungen der Unternehmen zur Beschäftigung (in 3 Monaten, gleitender 3M-Durchschnitt), Kapazitätsauslastung (saisonbereinigt, gleitender 3M-Durchschnitt, in %, rechte Skala)

Grafik rechts: Kassensaldo (12 Monate, in % des BIP, rechte Skala), Primärausgaben (deflationiert, in % ggü. Vj.), Einnahmen (deflationiert, in % ggü. Vj.)

Quelle: TurkStat, CBRT, Türkisches Ministerium für Finanzen, Macrobond, UniCredit Group Investment Strategy

Geringeres Haushaltsdefizit im Jahr 2025

Wir erwarten, dass das Haushaltsdefizit von 5% des BIP (IWF-Definition: 5,9%) in diesem Jahr auf 3,7% des BIP (IWF-Definition: 4,5%) im Jahr 2025 sinken wird. Aus dem mittelfristigen Programm, dessen Einzelheiten im September veröffentlicht wurden, geht hervor, dass die Regierung das Haushaltsdefizit des Landes (auf 3,1% des BIP) im nächsten Jahr durch höhere Steuereinnahmen (um 0,9% des BIP) und niedrigere Ausgaben (1,5% des BIP) senken will. Während Ersteres angesichts der derzeitigen Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit schwer zu erreichen sein dürfte, hofft die Regierung, die Steuererhebung zu verbessern, indem sie darauf drängt, dass Transaktionen über Banken statt in bar abgewickelt werden.

Unserer Ansicht nach fehlt es jedoch noch am politischen Willen für eine umfassende Konsolidierung. Zusätzlich zu den Anfang des Jahres angekündigten Ausgabenkürzungen (0,4% des BIP) kündigte die Regierung im Juli ein Steuerpaket an, das jedoch kleiner ausfiel als geplant.

In der Zwischenzeit wird ein erheblicher Teil der geplanten Ausgabenkürzungen auf geringere Vermögenstransfers zurückzuführen sein, was wahrscheinlich die sinkenden Ausgaben für den Wiederaufbau in den von den Erdbeben im Februar 2023 betroffenen Städten widerspiegelt.

Leistungsbilanz- und Handelsdefizit sind deutlich zurückgegangen

Wir erwarten, dass das Leistungsbilanzdefizit bis Ende dieses Jahres auf 1% des BIP zurückgehen und im nächsten Jahr weitgehend ausgeglichen sein wird. Der Großteil des bisherigen Rückgangs des Leistungsbilanzdefizits in den ersten 12 Monaten, das von einem Höchststand von 57 Mrd. USD im Mai 2023 auf 19 Mrd. USD im Juli 2024 gesunken ist, ist auf die geringeren Energie- und Goldimporte zurückzuführen. Allerdings hat sich auch das Kerndefizit (ohne Energie und Gold) seit Ende 2023 verringert, und zwar seit 1Q24 in immer schnellerem Tempo. Wir gehen davon aus, dass die nachlassende Inlandsnachfrage das Außenhandelsdefizit weiter verbessern wird. An der Finanzierungsfront könnte die Bereitschaft des Privatsektors zur Neuverschuldung anhalten, wobei die Kreditaufnahme im Inland nach wie vor kostspielig ist und das Risiko einer drastischen Wechselkursanpassung geringer erscheint als in den letzten Jahren. Portfoliomittelzuflüsse könnten durch die erwarteten Zinssenkungen weiterhin unterstützt werden. Wir glauben, dass diese Faktoren der CBRT helfen werden, ihre Devisenreserven 2025 weiter aufzufüllen.

Wir erwarten, dass die Inflation im nächsten Jahr auf 26% zurückgehen wird...

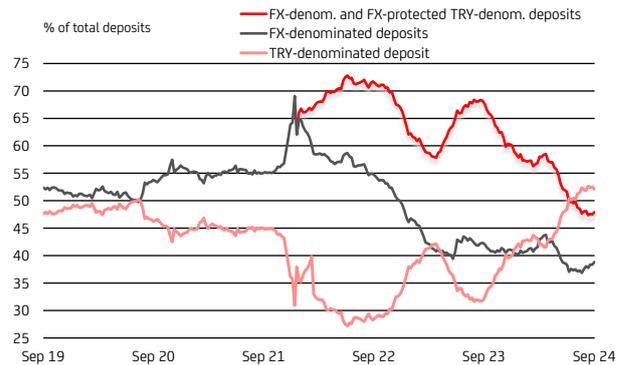
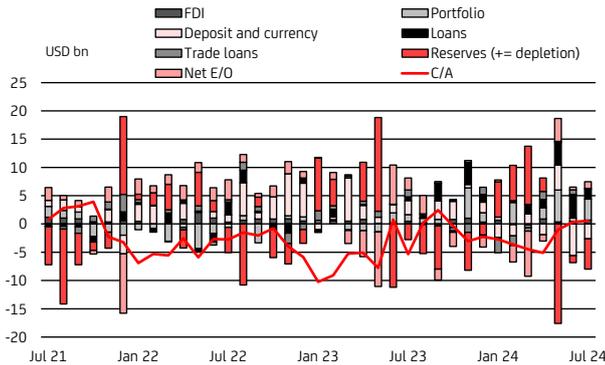
Wir erwarten, dass die Inflation bis Ende dieses Jahres auf 44% und bis 2025 auf 26% zurückgehen wird. Die Kerninflation könnte einem ähnlichen Abwärtstrend folgen, der durch ein langsames Wachstum der Inlandsnachfrage unterstützt würde. Wie wir im *CEE-Quarterly 3Q24* erörtert haben, hat sich die Kerninflation bei den Warenpreisen als Reaktion auf die restriktiveren Kreditkonditionen stärker abgeschwächt, während die Inflation bei den Dienstleistungspreisen mit einer Dynamik (3M-Durchschnitt der saisonbereinigten Zahlen) von rund 4% ggü. Vm. seit 2Q24 hoch geblieben ist. Diese Divergenz zwischen den Hauptkomponenten der Kerninflation könnte sich angesichts der hartnäckigen Inflation der Dienstleistungspreise auch in Zukunft fortsetzen. Der jüngste Rückgang der Ölpreise wird die disinflationären Basiseffekte für die inländische Energiepreisinflation in den kommenden Monaten wahrscheinlich verstärken. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Regierung die Subventionen für den Endverbraucher von Strom und Erdgas weiter abbauen wird und dass es im Jahr 2025 zu Preiserhöhungen von jeweils rund 25% kommen wird.

...und der Leitzins auf 28% gesenkt wird

Wir erwarten, dass der Leitzins im Jahr 2024 nicht geändert wird und dass die geldpolitische Lockerung Anfang 2025 beginnt. Unseres Erachtens gibt es Faktoren, die die Fortsetzung einer vorsichtigen Geldpolitik auf kurze Sicht rechtfertigen. Neben der hartnäckig hohen Dienstleistungspreisinflation sind auch die Inflationserwartungen der Haushalte und Unternehmen nach wie vor nicht verankert. Im September lagen die Erwartungen für die Inflation in 12 Monaten bei 71,6% bzw. 51,1%. Da die CBRT die hohen Inflationserwartungen und das Preisverhalten nach wie vor als Risiko für den Disinflationprozess ansieht, könnte sie vor dem Beginn eines Zinssenkungszyklus abwarten, ob sich die Erwartungen deutlich verbessern. Allerdings hat die CBRT im September ihren hawkishen Kurs aufgegeben, was darauf hindeutet, dass die Diskussion über Zinssenkungen bald beginnen könnte. Wir gehen davon aus, dass die CBRT in 1Q25 eine erste Zinssenkung vornehmen und ihren Leitzins bis Ende 2025 auf 28% senken wird, wodurch der reale Zinssatz positiv bleiben würde und der disinflationäre Trend fortgesetzt werden kann. In der Zwischenzeit bleiben weitere Anpassungen der makroprudenziellen Maßnahmen auf dem Tisch, da es scheint, dass die CBRT es vorziehen würde, die potenzielle Devisennachfrage (die sich aus der Umwandlung einiger währungsgeschützter TRY-Einlagen in reine Währungseinlagen ergibt) zu begrenzen und Anreize für TRY-Einlagen zu schaffen.

GERINGERES LEISTUNGSBILANZDEFIZIT, HÖHERE KAPITALZUFLÜSSE

FREMDWÄHRUNGSEINLAGEN HABEN ZUGENOMMEN



Grafik links: in Mrd. USD: Ausländische Direktinvestitionen, Portfolio, Einlagen und Währung, Darlehen, Handelskredite, Reserven (+ = Abbau), Netto E/O, Leistungsbilanz
 Grafik rechts: in % der Gesamteinlagen: Fremdwährungseinlagen und fremdwährungsgesicherte Einlagen in TRY, Fremdwährungseinlagen, Einlagen in TRY

Quelle: TurkStat, CBRT, Agentur für Bankenregulierung und -aufsicht, Macrobond, UniCredit Group Investment Strategy

BRUTTOFINANZIERUNGSBEDARF DES STAATES

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	88,9	99,3	84,4
Haushaltsdefizit	64,5	70,2	57,4
Amortisation von Staatsschulden	24,4	29,1	27,0
Inländische	17,2	19,3	14,1
Anleihen	16,5	19,1	13,5
Schatzanweisungen	0,7	0,1	0,7
Darlehen	0,0	0,0	0,0
Extern	7,2	9,8	12,9
Anleihen	5,4	8,5	11,4
Darlehen	1,8	1,4	1,4
Finanzierung	88,9	99,3	84,4
Inländische Kreditaufnahme	49,8	57,4	52,5
Anleihen	49,6	56,5	51,9
Schatzanweisungen	0,2	0,8	0,5
Darlehen	0,0	0,0	0,0
Ausländische Kreditaufnahme	11,2	16,6	17,0
Anleihen	9,2	11,5	13,4
Darlehen	1,9	5,1	3,6
Privatisierung/Sonstiges	38,4	25,3	10,7
Veränderung der steuerlichen Reserven (- =Zunahme)	-10,4	0,0	4,1

BRUTTO-AUßENFINANZIERUNGSBEDARF

Mrd. EUR	2023	2024F	2025F
Bruttofinanzierungsbedarf	228,6	230,9	224,5
Leistungsbilanzdefizit	41,6	13,1	14,6
Amortisation von mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten	49,5	54,6	44,1
Regierung/Zentralbank	7,2	9,8	13,4
Banken	24,8	31,2	20,8
Unternehmen/Sonstige	17,5	13,5	9,9
Amortisation von kurzfristigen Verbindlichkeiten	137,5	163,2	165,8
Finanzierung	228,6	230,9	224,5
FDI (netto)	4,3	5,1	9,0
Eigenkapital des Portfolios, netto	1,3	0,0	3,6
Mittel- und langfristige Anleihen	60,4	83,6	63,6
Regierung/Zentralbank	13,7	29,4	29,6
Banken	29,6	39,0	22,8
Unternehmen/Sonstige	17,1	15,2	11,2
Kurzfristige Kreditaufnahme	169,3	169,8	171,2
Andere	-8,5	0,0	0,0
Veränderung der Währungsreserven (- = Zunahme)	1,8	-27,6	-22,9
Memoranden:			
Netto-Auslandskäufe von Staatsanleihen in lokaler Währung	1,8	12,9	12,6
Internationale Anleiheemissionen, netto	3,8	3,0	2,0

Quelle: CBRT, Türkisches Ministerium für Schatzwesen und Finanzen, UniCredit Group Investment Strategy

IM CEE QUARTERLY VERWENDETE AKRONYME UND ABKÜRZUNGEN

- BNB - Bulgarische Nationalbank
- C/A - Girokonto
- CBR - Zentralbank von Russland
- CBRT - Zentralbank der Republik Türkei
- CE - Mitteleuropa
- CEE - Mittel- und Osteuropa
- CNB - Tschechische Nationalbank
- DM - entwickelte Märkte
- EA - Eurozone
- EC - Europäische Kommission
- EZB - Europäische Zentralbank
- EDP - Verfahren bei einem übermäßigen Defizit der Europäischen Kommission
- EM - Schwellenländer
- WWU - Europäische Währungsunion
- EU - Europäische Union
- FCL - Flexible Kreditlinie (vom IWF)
- FDI - ausländische Direktinvestitionen
- IFI - Internationale Finanzinstitutionen
- IWF - Internationaler Währungsfonds
- MoF - Finanzministerium
- NBH - Nationalbank von Ungarn
- NBP - Nationalbank von Polen
- NBR - Nationalbank von Rumänien
- NBS - Nationalbank von Serbien
- NBU - Nationalbank der Ukraine
- PLL - Precautionary and Liquidity Line (vom IWF)
- PM - Premierminister
- PPP - öffentlich-private Partnerschaft
- qoq - Quartal zu Quartal
- sa - saisonbereinigt
- SBA - Bereitschaftskreditvereinbarung (mit dem IWF)
- SOE - staatseigenes Unternehmen
- WB - Weltbank
- ggü. Vj. - von Jahr zu Jahr
- Jahr - bis heute

ANMERKUNGEN

Rechtliche Hinweise

Glossar

Ein umfassendes Glossar zu vielen in diesem Bericht verwendeten Fachbegriffe finden Sie auf unserer Website:

<https://www.investmentinsights.unicredit.eu/glossary>.

Marketingmitteilung

Diese Publikation stellt eine Marketingmitteilung der UniCredit S.p.A., der UniCredit Bank Austria AG, der Schoellerbank AG und der UniCreditBank GmbH (im Folgenden gemeinsam als „UniCredit Group“ bezeichnet) dar, richtet sich an die breite Öffentlichkeit und wird ausschließlich zu Informationszwecken kostenlos zur Verfügung gestellt. Sie stellt weder eine Anlageempfehlung noch eine Beratungstätigkeit der UniCredit Group und schon gar nicht ein Angebot an die Öffentlichkeit oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine Finanzanalyse dar, da sie nicht nur inhaltlich unvollständig sind, sondern auch nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Bestimmungen zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurden und keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Finanzanalysen unterworfen sind.

Die UniCredit Group, einschließlich aller ihrer Konzerngesellschaften, kann ein spezifisches Interesse an den hier genannten Emittenten, Finanzinstrumenten oder Transaktionen haben. Angaben zu der Offenlegung zu den von der UniCredit Group gehaltenen Interessen und Positionen sind abrufbar unter: [ConflictsofInterest_PositionDisclosures](#). Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen und/oder Beurteilungen stellen die unabhängige Meinung der UniCredit Group dar und werden, wie alle darin enthaltenen Informationen, nach bestem Wissen und Gewissen auf der Grundlage der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung verfügbaren, aus zuverlässigen Quellen stammenden Daten gegeben, haben jedoch lediglich indikativen Wert und können sich nach der Veröffentlichung jederzeit ändern, für deren Vollständigkeit, Richtigkeit und Wahrheitsgehalt die UniCredit Group keine Gewähr übernimmt. Der Interessent muss daher in völliger Eigenständigkeit und Unabhängigkeit seine eigene Anlagebeurteilung vornehmen und sich dabei ausschließlich auf seine eigenen Überlegungen zu den Marktbedingungen und den insgesamt verfügbaren Informationen stützen, auch im Hinblick auf sein Risikoprofil und seine wirtschaftliche Situation. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Vor jeder Transaktion mit Finanzinstrumenten lesen Sie bitte die entsprechenden Angebotsunterlagen. Ferner ist zu beachten, dass:

1. Informationen, die sich auf die frühere Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Index oder einer Wertpapierdienstleistung beziehen, sind kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.
2. Wenn die Anlage auf eine andere Währung als die des Anlegers lautet, kann der Wert der Anlage aufgrund von Wechselkursänderungen stark schwanken und sich unerwünscht auf die Rentabilität der Anlage auswirken.
3. Anlagen, die hohe Renditen bieten, können nach einer Herabstufung der Kreditwürdigkeit erheblichen Kursschwankungen unterliegen. Im Falle eines Konkurses des Emittenten kann der Anleger sein gesamtes eingesetztes Kapital verlieren.
4. Bei Anlagen mit hoher Volatilität kann es zu plötzlichen und erheblichen Wertverlusten kommen, die zum Zeitpunkt des Verkaufs zu erheblichen Verlusten bis hin zum Verlust des gesamten investierten Kapitals führen können.
5. Bei außergewöhnlichen Ereignissen kann es für den Anleger schwierig sein, bestimmte Anlagen zu verkaufen oder zu liquidieren oder verlässliche Informationen über deren Wert zu erhalten.
6. Wenn sich die Informationen auf eine bestimmte steuerliche Behandlung beziehen, ist zu beachten, dass die steuerliche Behandlung von der individuellen Situation des Kunden abhängt und sich in Zukunft ändern kann.
7. Beziehen sich die Informationen auf künftige Ergebnisse, so ist zu beachten, dass sie keinen zuverlässigen Indikator für diese Ergebnisse darstellen.
8. Diversifizierung garantiert weder einen Gewinn noch schützt sie vor Verlusten.

Die UniCredit Group kann in keiner Weise für Tatsachen und/oder Schäden verantwortlich gemacht werden, die jemandem aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen können, einschließlich, aber nicht beschränkt auf Schäden aufgrund von Verlusten, entgangenen Gewinnen oder nicht realisierten Einsparungen. Der Inhalt der Publikation - einschließlich Daten, Nachrichten, Informationen, Bilder, Grafiken, Zeichnungen, Marken und Domainnamen - ist, sofern nicht anders angegeben, Eigentum der UniCredit Group und unterliegt dem Urheberrecht und dem gewerblichen Rechtsschutz. Es wird keine Lizenz oder ein Nutzungsrecht gewährt, und daher ist es nicht gestattet, den Inhalt ganz oder teilweise auf irgendeinem Medium zu reproduzieren, zu kopieren, zu veröffentlichen und für kommerzielle Zwecke zu nutzen ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der UniCredit Group, mit Ausnahme der Möglichkeit, Kopien für den persönlichen Gebrauch zu erstellen.

DE 24/1

BANKING NETWORK**UNICREDIT GROUP CE & EE BANKING NETWORK – HEADQUARTERS****AUSTRIA**

UniCredit Bank Austria
 Rothschildplatz 1
 1020 Wien
 Tel. +43 (0)5 05 05-25
 Email: info@unicreditgroup.at
www.bankaustria.at

BOSNIA AND HERZEGOVINA

UniCredit Bank d.d. Mostar
 Kardinala Stepinca bb,
 BH - 88000 Mostar
 Free information phone number: 080 081 051
 Calls from abroad (charges apply): +387 33 222 999
 E-mail: info@unicreditgroup.ba
www.unicredit.ba

UniCredit Bank Banja Luka
 Marije Bursać 7
 BiH - 78000 Banja Luka
 Free information phone number: 080 051 051
 Calls from abroad (charges apply): +387 51 243 200
 E-mail: recitenam1@unicreditgroup.ba
www.unicreditbank-bl.ba

BULGARIA

UniCredit Bulbank
 7, Sveta Nedelya sq.
 BG1000 Sofia
 Phone: +359 894 500 580
www.unicreditbulbank.bg

CROATIA

Zagrebačka banka d.d.
 Trg bana Josipa Jelačića 10
 HR-10000 Zagreb
 Phone: +385 1 6104 146
 E-mail: zaba@unicreditgroup.zaba.hr
www.zaba.hr

CZECH REPUBLIC

UniCredit Bank
 Želetavská 1525/1
 CZ-140 92 - Prague 4
 Phone: +420 955 911 111
 Email: info@unicreditgroup.cz
www.unicreditbank.cz

HUNGARY

UniCredit Bank
 Szabadság tér 5-6
 HU-1054 Budapest
 Phone: +36 1 353 4959
 Email: info@unicreditgroup.hu
www.unicreditbank.hu

ROMANIA

UniCredit Bank
 1F, Blvd. Expozitiei
 RO-012101 Bucharest 1
 Phone: +40 212002020
 Email: infocenter@unicredit.ro
www.unicredit.ro

RUSSIA

UniCredit Bank
 Prechistenskaya nab. 9
 RF-119034 Moscow
 Phone: +7 495 258 7258
 Email: unicredit@unicreditgroup.ru
www.unicreditbank.ru

SERBIA

UniCredit Bank
 Jurija Gagarina 12
 RS-11000 Belgrade
 Phone: +381 11 3204 514
 Email: kabinet@unicreditgroup.rs
www.unicreditbank.rs

SLOVAKIA

UniCredit Bank
 Sáncova 1/A
 SK-813 33 Bratislava
 Phone: +421 2 4950 1111
www.unicreditbank.sk

SLOVENIA

UniCredit Banka Slovenija d.d.
 Ameriška ulica 2
 SI-1000 Ljubljana
 Phone: +386 1 5876 600
 Email: info@unicreditgroup.si
www.unicreditbank.si

CONTACTS FOR ENTERING INTO A BUSINESS RELATIONSHIP WITH UNICREDIT'S CORPORATE BANKING NETWORK (UNICREDIT INTERNATIONAL CENTERS)

UniCredit International Center CE & EE

Marco Armenante
Mobile: +39 335 367172
Email: marco.armenante@unicredit.eu

Fabrizio Rollo
Mobile + 39 335 1093037
Email: fabrizio.rollo@unicredit.eu
Email: UIC_CEE@unicredit.eu

UniCredit International Center Germany

Maria Lubyannikova
Phone: +49 89 378 40685
Email: maria.lubyannikova@unicredit.de
Email: UIC-Germany@unicredit.de

UniCredit International Center Italy

Alessandro Paoli
Phone: +39 366 5265414
Email: alessandro.paoli@unicredit.eu
Email : UIC-Italia@unicredit.eu

AUSTRIA

Greta Qello
Phone: +43 50505 52304
Email: greta.qello@unicreditgroup.at
Email: UIC-Austria@unicreditgroup.at

BOSNIA AND HERZEGOVINA

UniCredit Bank a.d. Banja Luka
Mladen Radović
Tel. +387 51 243-423
Mobile: +387 66 638-006
Fax +387 51 212-060
mladen.radovic@unicreditgroup.ba
international.desk@unicreditgroup.ba

BULGARIA

Maya Alexova
Phone: +359 2 9309690
Email: maya.alexova@unicreditgroup.bg
Email: UIC-Bulgaria@unicreditgroup.bg

CROATIA

Alessandro Masotti
Phone: + 850 99 303 9844
Email: Alessandro.Masotti@unicreditgroup.zaba.hr
Email: UIC-Croatia@unicreditgroup.zaba.hr

CZECH REPUBLIC

Jan Świerczyna
Phone: +420 602820212
Email: jan.swierczyna@unicreditgroup.cz
Email: UIC-CZ@unicreditgroup.cz

HUNGARY

Rita Mayer Katona
Phone: +36 1 301 1259
Email: rita.mayernekatona@unicreditgroup.hu
Email: UIC-Hungary@unicreditgroup.hu

ROMANIA

Dragos Bostan
Phone: +40 728180681
Email: dragos.bostan@unicredit.ro
Email: international-CBBM@unicredit.ro

RUSSIA

Maxim Titov
Phone: + 7 495 2587258 ext. 11-3417
Email: Maxim.Titov@unicredit.ru
Email: UIC-Russia@unicredit.ru

SERBIA

Stefan Golubovic
Phone: + 381 66 805 76 54
Email: stefan.golubovic@unicreditgroup.rs
Email: International.Desk@unicreditgroup.rs

SLOVAKIA

Jan Świerczyna
Phone: +420 602820212
Email: jan.swierczyna@unicreditgroup.cz
Email: UIC-SK@unicreditgroup.sk

SLOVENIA

Alenka Kreuzer
Phone: +386 1 5876 938
Email: alenka.kreuzer@unicreditgroup.si
Email: UIC-SLO@unicreditgroup.si