



Polen, Tschechien, Ungarn: Eigenständige Geldpolitik

Die drei zentralosteuropäischen Länder waren bei den letzten Zinsanhebungen und -lockerungen der EZB voraus. Die geldpolitische Freiheit scheint Priorität vor der Euro-Einführung zu haben.



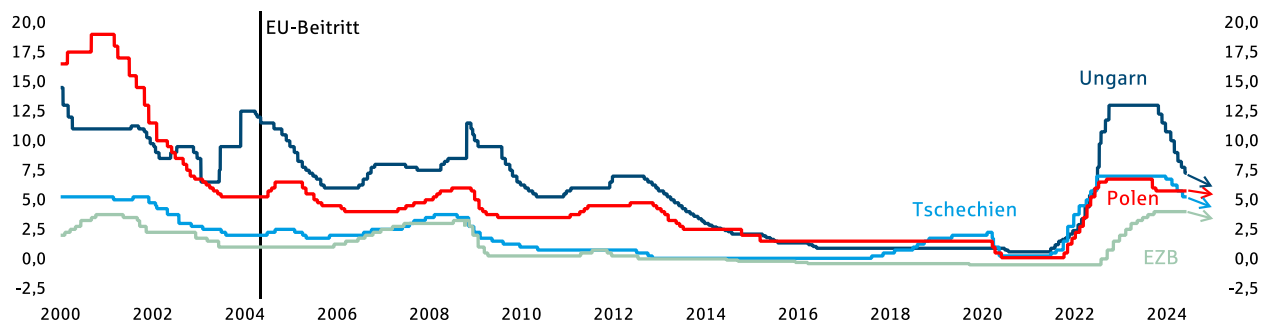
Marion Dezenter
Senior Country Analyst
Tel. 069/91 32-28 41

Wenn die **EZB am 6. Juni erstmals in diesem Zyklus den Leitzins senkt**, geht eine lange Phase des Wartens zu Ende. Zwischen Juli 2022 und September 2023 hatte sie den Einlagensatz in rascher Folge von -0,5 % auf 4,0 % angehoben und seither auf diesem Niveau gehalten. Bereits seit einigen Monaten dürfte angesichts der schwachen Konjunktur in einigen Euroländern so mancher sehnsüchtig nach Osten geblickt haben. Dort ist der Zinssenkungszyklus seit längerem in Gang. Einige mögen sich mit Blick auf das rasante Tempo in Polen, Tschechien und Ungarn gar verwundert die Augen reiben.¹

Den **Anfang machte die polnische Zentralbank (NBP)** im September 2023 mit einem entschlossenen Zinssenkungsschritt von 75 Basispunkten (BP), als die EZB noch dabei war, die Geldpolitik weiter zu straffen. Die ungarische MNB hatte bereits durch andere Maßnahmen, wie die Verengung des Zinskorridors, Lockerungsschritte unternommen, bevor sie im Oktober 2023 erstmals den Basiszins um 75 BP reduzierte. Demgegenüber erschien der Zinsschritt der Tschechischen Notenbank (CNB) im Dezember 2023 von nur 25 BP wie ein Versuchsballon. Der Einstieg in die Lockerungen war aber geschafft.

Frühe Zinssenkungen in Polen, Tschechien und Ungarn

Leitzins, %



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Notenbanken auf Lockerkurs

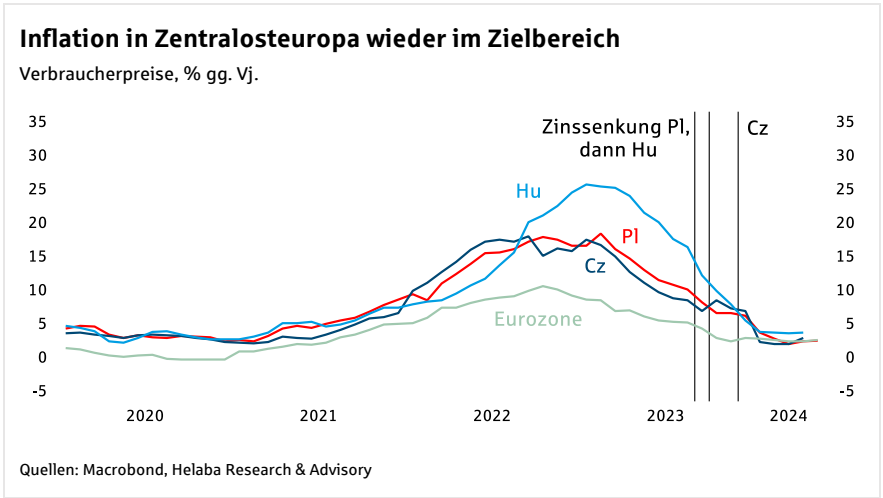
Die Basis für den Kurswechsel lieferte der **nachlassende Inflationsdruck**: Polen und Ungarn warteten, bis die Inflationsraten von schwindelerregenden Höhen wieder in den einstelligen Bereich gesunken waren. Die Spitzenwerte lagen in Polen bei 18,4 % (Februar 2023) und in Ungarn bei 25,7 % (Januar 2023). In Tschechien setzte der Rückgang der Inflation vom 18 %-Maximum bereits im Herbst 2022 ein, die Werte blieben jedoch bis Mitte 2023 zweistellig, so dass die CNB vor einer Zinssenkung anscheinend erst günstigere Daten sehen wollte.

¹ Von den anderen EU-Ländern, die bislang nicht den Euro eingeführt haben – Schweden, Rumänien und Bulgarien bzw. Dänemark (das einzige Land mit formaler Wahlmöglichkeit) – hat bislang nur Schweden im Mai einen ersten Lockerungsschritt unternommen.

Zentrales Ziel: Preisstabilität

Laut den jeweiligen Statuten der drei Zentralbanken stehen **stabile Preise im Fokus der Geldpolitik**, die CNB nennt zusätzlich die Stabilität des Finanzsystems. Der angestrebte Inflationswert variiert von 2 % in Tschechien über 2,5 % in Polen bis zu 3 % in Ungarn, jeweils mit einem Toleranzband von +/- 1 Prozentpunkt. Diese Zielbereiche wurden in den drei Ländern jeweils Anfang 2024 erreicht. In den Zielbeschreibungen findet sich darüber hinaus die **Unterstützung der Wirtschaftspolitik der Regierung**, soweit dies dem Primärziel nicht entgegensteht.

Die **Konjunktursteuerung** wird nirgends explizit genannt. Angesichts der abgeflauten wirtschaftlichen Dynamik reichten aber den Zentralbanken in Ungarn und Polen offenbar erste Anzeichen einer verlangsamten Inflationsentwicklung, um durch Zinssenkungen zur Stabilisierung der Konjunktur beizutragen. Denn zu Beginn des Zinssenkungszyklus‘ lagen die Teuerungswerte noch deutlich oberhalb des jeweils angestrebten Zielbereichs. Das Wirtschaftswachstum war im Jahresdurchschnitt 2023 allerdings äußerst schwach und erreichte in Polen gerade noch den positiven Bereich (+0,1 % im Vergleich zum Vorjahr), während das BIP in Tschechien um 0,2 % und in Ungarn um 0,7 % zurückging.



Kennzahlen Geldpolitik

	Inflation, %			Zinsen, %		Notenbank
	Zielwert	letzter Wert	letztes Maximum	aktueller Leitzins	1. Zinssenkung	weitere Ziele
Eurozone	2 (mittelfrist.)	2,4	10,6 (10/2022)	Einlagensatz: 4,0 (ReFi-Satz 4,5)	Juni 2024**	Unterstützung d. Wirtschaftspolitik (soweit kein Widerspruch zum Infl.ziel)
Deutschland	--	2,2	8,8 (11/2022)	--	--	--
Polen	2,5*	2,4	18,4 (2/2023)	5,75	Sept. 2023	Unterstützung d. Wirtschaftspolitik (soweit kein Widerspruch zum Infl.ziel)
Tschechien	2,0*	2,9	18,0 (9/2022)	5,25	Dez. 2023	Stabilität d. Finanzsystems, Unterstützung d. Wirtschaftspolitik (wenn kein Widerspruch zu Hauptzielen)
Ungarn	3,0*	3,6	25,7 (1/2023)	7,75	Okt. 2023	Unterstützung d. Wirtschaftspolitik (soweit kein Widerspruch zum Infl.ziel)

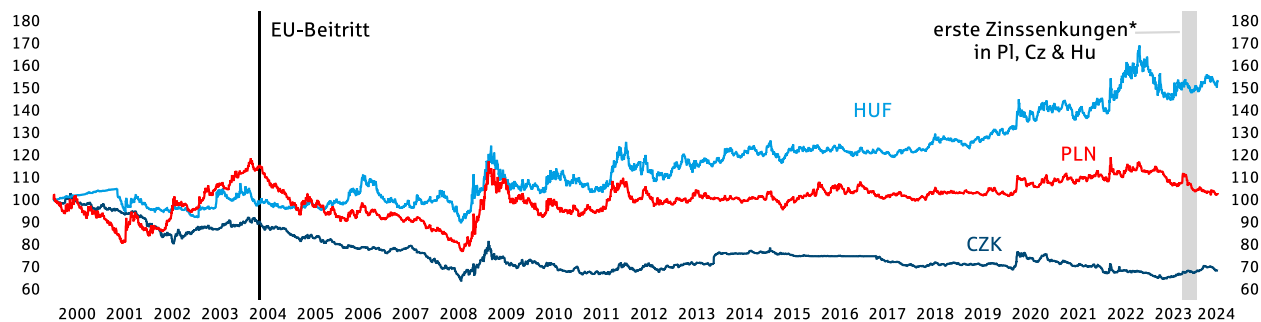
*je +/- 1 Prozentpunkt **Prognose
Quellen: Macrobond, CNB, EZB, MNB, NBP, Helaba Research & Advisory

Abwertungsrisiko hat sich nicht materialisiert

Der Wechselkurs hat bei den drei Zentralbanken zumindest offiziell keine Priorität. Er gehört dennoch zum Datenset, das die Entscheidungsgremien genau beobachten und bei Bedarf durch verbale oder Devisenmarktinterventionen zu beeinflussen versuchen. Denn der **Wechselkurs hat Auswirkungen auf Inflation und Wirtschaftswachstum**: Eine schwache Währung begünstigt zwar die Exporte, verteuert aber die Importe und trägt so zu höheren Inflationsraten bei, die dann wieder Leitzinserhöhungen erforderlich machen können. Außerdem reduzieren relativ niedrigere Zinsen im Vergleich zu anderen Ländern die Attraktivität eines Investments im betreffenden Land und können so zum Abfluss von Devisen und damit zu schwächeren Währungen führen.

Keine nachhaltigen Abwertungen durch Zinssenkungen

Wechselkurse zum Euro, Index, 1.1.2000 = 100



* im aktuellen Zinssenkungszyklus

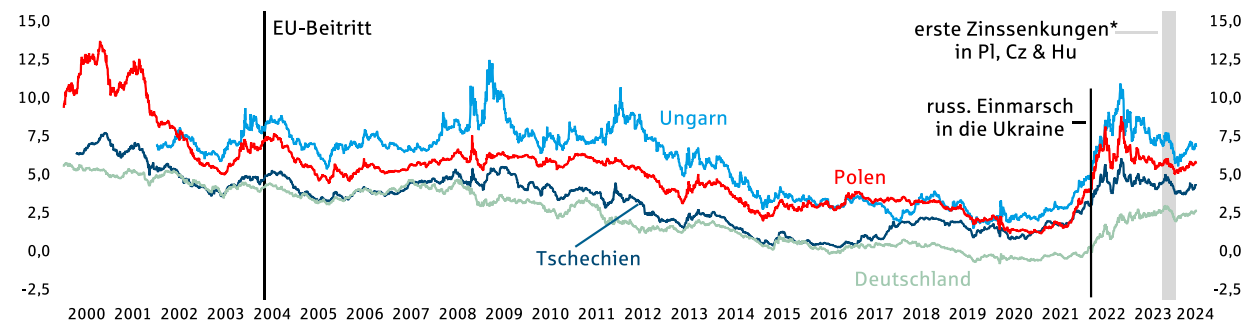
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Mit Beginn des Zinssenkungszyklus Ende 2023 bestand daher bei unverändertem Leitzins im Euroraum das Risiko, mit abnehmender Zinsdifferenz die eigene Währung zu schwächen. Die Daten lassen jedoch **keinen nachhaltigen Abwertungsimpuls durch die ersten Leitzinssenkungen** erkennen. Zum einen waren die Märkte durch die nachlassende Inflation und Signale der Notenbanken bereits auf Lockerungen eingestimmt. Zum anderen wird der Effekt von weiteren Einflussfaktoren überlagert, die in den drei zentralosteuropäischen Ländern immer wieder eine Rolle spielen: geopolitische Entwicklungen, Risikoabwägungen der Investoren auf der Basis des jeweiligen Schuldenstandes, den Beziehungen zur EU etc. Dafür spricht z.B. die Entwicklung in **Ungarn**, dessen Währung im Vergleich die deutlichsten Einbußen gegenüber dem Euro aufweist. Von den drei Ländern hat Ungarn allerdings auch die höchste Verschuldung und seit Jahren ein angespanntes Verhältnis zur EU. Seit dem Ausbruch der Pandemie und dem Angriff Russlands auf die Ukraine sind die Währungen in der Region zwar etwas schwankungsanfälliger geworden, den Lockerungskurs der Zentralbanken hat dies aber nicht verstärkt.

Gegenüber der Verzinsung der Staatsanleihen weisen die Zinssenkungen der Notenbanken einen zeitlichen Vorlauf auf, d.h. die **Erwartung niedrigerer Leitzinsen bremste die Renditen** bereits im Vorfeld. Mehr als etwa in den USA und in der Eurozone dürften hier jedoch auch die Geopolitik und das Ausmaß der öffentlichen Verschuldung die Renditen beeinflussen. Zudem können Querelen mit der EU und eine damit verbundene drohende Kappung von Fördermitteln eine Rolle spielen. Im Umfeld der Zinssenkungen haben sich die Spreads der langfristigen Staatsanleihen in Polen, Tschechien und Ungarn zur deutschen Benchmark nicht ausgeweitet. Offenbar werteten die Investoren die lockerere Geldpolitik nicht als Stabilitätsrisiko, was von der Entwicklung der Kreditausfallprämien (CDS) untermauert wird.

Marktteilnehmer durch Einstieg in Zinssenkungen Ende 2023 nicht verunsichert

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, %



* im aktuellen Zinssenkungszyklus

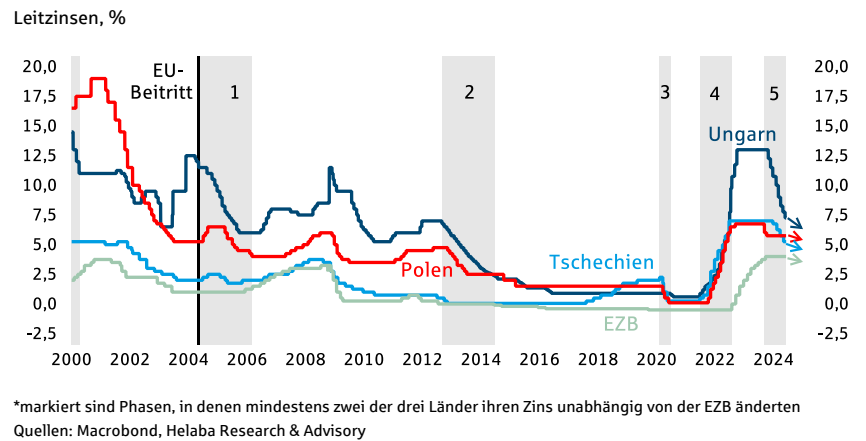
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Geldpolitik schon in früheren Phasen nicht parallel zur EZB

Die längerfristige Betrachtung zeigt, dass es **bereits früher** Phasen gab, in denen die Geldpolitik in Polen, Tschechien und Ungarn **nicht im Gleichklang mit der EZB-Politik** verlief. Die Zinsen wurden z.T. bei unveränderten EZB-Leitzinsen gesenkt (Phase 1 bis 3 im Schaubild). In der jüngeren Vergangenheit eilten Polen, Tschechien und Ungarn aber auch der EZB voraus, wie bei den Zinsstraffungen 2022 (Phase 4) und beim aktuellen Zinssenkungszyklus seit Ende 2023 (Phase 5).

Oft verlaufen die Leitzinsen in den drei Ländern ziemlich parallel. Selten aber haben die Zentralbanken so scheinbar koordiniert agiert wie in den letzten drei Phasen seit 2020. Dabei ist allerdings zu beachten, dass das Leitzinsniveau vor allem in Ungarn, aber auch in Polen von höherem Niveau gesenkt wurde. Insbesondere in Phase 2 war dadurch **Spielraum für Lockerungen**, als der Leitzins in der Eurozone bereits bei null lag.

CEE-Leitzinsen phasenweise losgelöst von der EZB*



Wie geht's weiter mit den Zinsen?

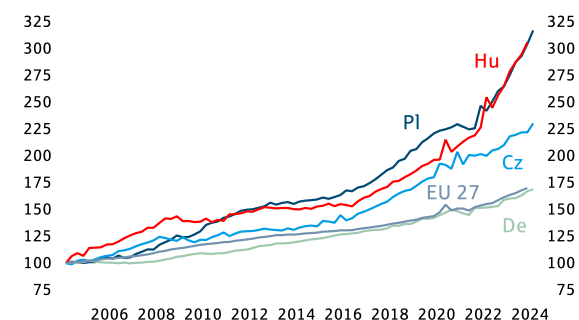
Zuletzt haben die Notenbanken von Tschechien und Ungarn ihren Lockerungskurs gebremst. Gegenüber dem Jahresanfang sind sie vorsichtiger und die **Zinsschritte kleiner geworden**. Polen hat gar eine Pause eingelegt. Alle drei werden nicht müde zu betonen, dass sie die Inflation und etwaige Trendänderungen genau im Blick haben und ihre nächsten Entscheidungen an den Daten orientieren. Die Inflation dürfte im zweiten Halbjahr höher liegen als in den ersten sechs Monaten, da die Konjunktur anzieht und z.T. staatliche Maßnahmen zum Abbremsen der Inflation auslaufen. Die Zinspolitik von Fed und EZB sowie die Zinsspreads werden zwar im Blick bleiben, für die geldpolitischen Entscheidungen der Notenbanken aber nicht die entscheidende Rolle spielen.

Die **NBP** dürfte allenfalls noch einen vorsichtigen Schritt Ende des Jahres machen. Für das Jahresende ist dann ein Leitzinsniveau von 5,5 % zu erwarten. Je nach Ausmaß des Inflationsanstiegs in der zweiten Jahreshälfte nimmt

die Wahrscheinlichkeit für eine weitere Reduzierung jedoch ab. Die **CNB** setzt ihre im Dezember begonnenen Lockerungen noch etwas fort. Bisher hat sie den Leitzins um insgesamt 175 BP auf 5,25 % gesenkt. Das Tempo dürfte im zweiten Halbjahr gedrosselt werden, so dass der Leitzins am Jahresende bei 4,25 % liegen sollte. In Ungarn ist der Leitzins mit 7,25 % noch deutlich höher, obwohl die **MNB**, die es mit der volatilsten der drei Währungen zu tun hat, seit Oktober 2023 insgesamt bereits mehr als die Hälfte vom Höchststand (13 %) gekappt hat. Bis Ende 2024 sollte das Niveau auf 6,5 % zurückgehen. 2025 dürften die Zentralbanken weitere vorsichtige Lockerungen vornehmen.

Aufholprozess bei den Löhnen

Stundenlöhne*, saisonbereinigt, Q1 2004 = 100



*Löhne/Gehälter und Sozialbeiträge der Arbeitgeber
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Angesichts der kräftigen Lohnsteigerungen insbesondere in Ungarn und in Polen stellt sich die Frage, ob dies weitere Inflationsschübe auslösen kann, die dann

wiederum bei Lohnverhandlungen die Basis für deutliche Anhebungen legen. Die **Idee der sogenannten Lohn-Preis-Spirale** besagt, dass sich beide Faktoren jeweils gegenseitig nach oben schrauben.

Natürlich spielen die Lohnkosten eine wichtige Rolle für die Preiskalkulation der Unternehmen. Ohne die entsprechende Unterlegung mit Gewinnen werden sie aber nicht permanent die Löhne erhöhen können. Nur bei zufriedenstellendem Absatz dürften Lohnerhöhungen weitgehend an die Verbraucher überwältzt werden. Im zeitlichen Ablauf wird deutlich, dass die **Entwicklung der Verbraucherpreise nicht immer von den Löhnen getrieben** wird: Trotz der beschleunigten Zuwächse bei den Stundenlöhnen ab etwa 2016 verlief die Inflation erst ab 2017 in einer dynamischen Konjunkturphase auf einem höheren Niveau, bevor die Pandemie 2020 Wachstum und Inflation bremste. Im Folgejahr ließen Nachholeffekte beides wieder steigen. Als Haupteinflussfaktor ist daher neben Sondereinflüssen wie Energiepreisschocks die Nachfrage anzusehen. Folgerichtig versuchen die Zentralbanken, über die Verteuerung bzw. Verbilligung von Krediten darauf einzuwirken.

Euro-Einführung derzeit nicht in Sicht

Angesichts der wirtschaftlichen Kapriolen der letzten Jahre hätten sich sicher auch einige Länder der Eurozone eine individuelle Geldpolitik gewünscht. Die EZB jedoch ist dem Inflationsziel von 2 % im Durchschnitt der Eurozone verpflichtet. Vor zwanzig Jahren wurden auf einen Schlag acht zentralosteuropäische Länder sowie Malta und Zypern in die EU aufgenommen². Sie erklärten damit, die **Euro-Einführung anzustreben**. Die meisten der damaligen Neulinge haben inzwischen ihre Landeswährung durch den Euro ersetzt. Die drei größten Länder Polen, Tschechien und Ungarn hingegen haben noch keine konkreten Absichten. Sie schätzen die Möglichkeiten einer selbstbestimmten, auf ihre wirtschaftliche Lage abgestimmten Zins- und Währungspolitik.

Dabei scheint das **Beispiel der anderen Euro-Länder** für die Bevölkerung durchaus Charme zu haben: In einer EU-Umfrage zur Euro-Einführung überwog jeweils die Ansicht (mit über 70 % am stärksten in Ungarn), der Euro hätte in anderen Ländern positive Konsequenzen gehabt.

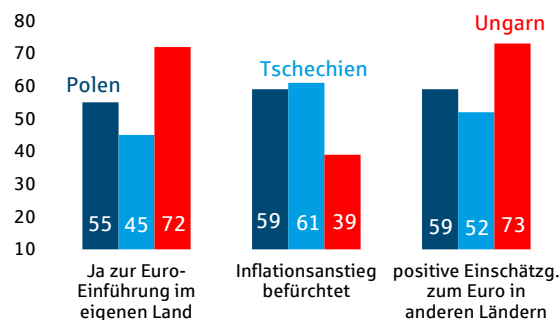
Beim **Wunsch, den Euro im eigenen Land zu haben**, zeigen sich ebenfalls größere Unterschiede: Gerade in Ungarn, wo die Beziehungen zwischen der Regierung und der EU am stärksten konfliktbelastet sind, ist die Bevölkerung am positivsten gestimmt: Über 70 % der befragten Ungarn sind dafür, den Forint durch den Euro abzulösen. In Polen und Tschechien können sich nur 55 % bzw. 45 % für den Euro erwärmen.

Ursächlich dafür mag vor allem die **Angst vor steigenden Preisen** sein: in Tschechien und in Polen bestehen ausgeprägte Befürchtungen, die Gemeinschaftswährung würde zu einer höheren Inflation führen. Je rund 60 % der Umfrageteilnehmer sind in den beiden Ländern dieser Ansicht, gegenüber nur knapp 40 % in Ungarn.

Wer Wert auf geldpolitische Handlungsfreiheit legt, dem wird dieses Argument in die Karten spielen. Und dafür, dass sich z.B. Ungarn, das gegenüber der EU gerne seine Eigenständigkeit verteidigt, zusätzlichen Regeln unterordnet, spricht momentan nicht viel. Verpflichtung zur Euro-Einführung hin oder her – es ist wohl davon auszugehen, dass die Zentralbanken in Polen, Tschechien und Ungarn ihre **Unabhängigkeit in der Geldpolitik** schätzen und diese nicht so schnell preisgeben werden. Damit könnte der Blick des ein oder anderen Euro-Mitglieds auch künftig v.a. in schwachen Konjunkturphasen sehnsüchtig in Richtung Osten gehen.

Skepsis gegenüber dem Euro oft noch ausgeprägt

Umfrageergebnisse, % der Befragten



Quellen: Eurobarometer Frühjahr 2023, Helaba Research & Advisory

² Siehe dazu den Beitrag zum Jubiläum der EU-Osterweiterung im [Helaba Wochenausblick](#) vom 26.04.2024



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

<https://news.helaba.de/research/>

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/

Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

T +49 69 / 91 32 – 20 24

Internet: www.helaba.com

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.