

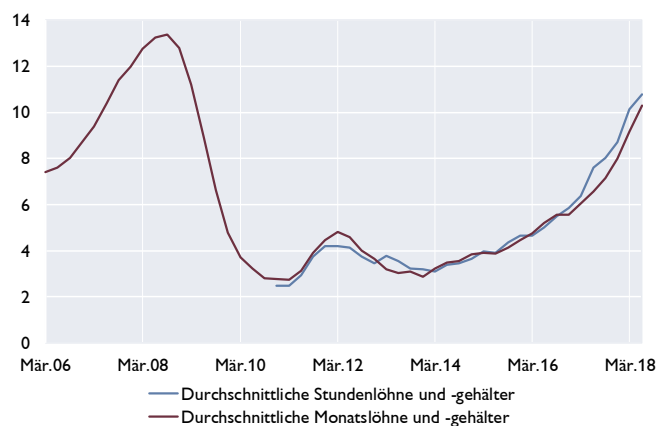
Weitgehend stabile Inflation in CESEE trotz deutlicher Lohnzuwächse¹¹

Starke wirtschaftliche Dynamik führt zu einer deutlichen Beschleunigung des Lohnwachstums

Trotz einer gewissen Abschwächung wuchs die Wirtschaft in den CESEE EU-Mitgliedstaaten¹² auch im ersten Halbjahr 2018 stark, womit die Hochkonjunktur weiter anhielt. Die wichtigste Stütze des Wachstums war dabei der private Konsum, der von positiven Arbeitsmarktentwicklungen profitierte. Arbeitslosenquoten auf historischen Tiefstständen und eine deutlich steigende Beschäftigung führten zu zunehmenden Verknappungserscheinungen auf den Arbeitsmärkten,¹³ was sich unter anderem in einem starken Lohnwachstum niederschlug. So nahmen etwa die nominellen monatlichen Bruttolöhne und -gehälter im zweiten Quartal 2018 im regionalen Durchschnitt um rund 10% zu. Neben der starken Konjunktur waren dafür in einigen Ländern auch die Erhöhung von Mindestlöhnen und von Löhnen im öffentlichen Sektor verantwortlich. Gleichzeitig konnte das Produktivitätswachstum nicht mit der dynamischen Lohnentwicklung mithalten, wodurch die Lohnstückkosten deutlich zunahmen. Das derzeitige Lohnwachstum stellt somit ein potentielles Risiko für die Preisstabilität in der Region dar.

Nominelle Bruttolöhne und -gehälter in CESEE

Veränderung zum Vorjahr in %, gleitender Durchschnitt über die letzten vier Quartale



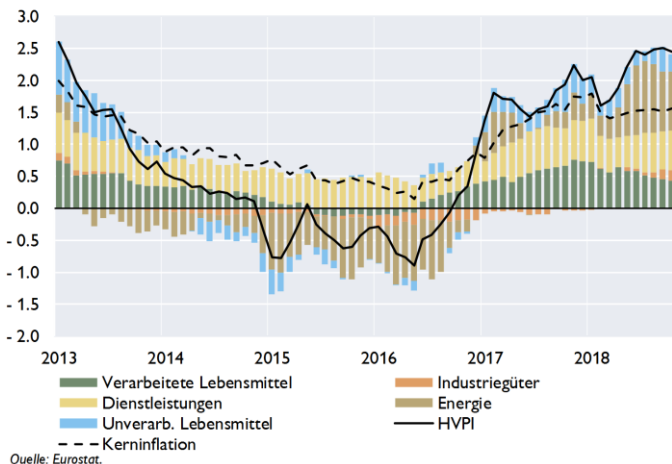
Quelle: Eurostat, wiiv.

Moderat steigende gesamtwirtschaftliche Inflationsraten bei weitgehend konstanter Kerninflation

Bis jetzt reagierten die Verbraucherpreise aber nur äußerst verhalten auf den zunehmenden Lohndruck. Nach der Überwindung der deflationären Periode Mitte 2016 bewegt sich die durchschnittliche Inflationsrate in der Region seit Anfang 2017 zwischen 1,5% und 2,5%. Die zuletzt zu beobachtende Aufwärtstendenz ist vor allem der Energiekomponente im HVPI geschuldet, welche den Anstieg der Rohölpreise in den internationalen

Inflationsentwicklung in CESEE

in Prozentpunkten, HVPI und Kerninflation in % gegenüber Vorjahr



Quelle: Eurostat.

¹¹ Autor: Josef Schreiner (Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im Ausland)

¹² Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechien, Ungarn.

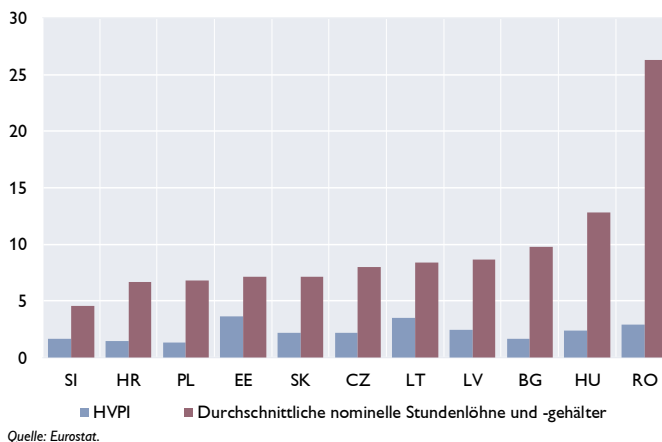
¹³ So nannten im Rahmen der Consumer and Business Survey der Europäischen Kommission über 40% der befragten Unternehmen mangelnde Arbeitskraft als einen die Produktion behindernden Faktor.

Märkten widerspiegelt. Die Kerninflationsrate (HVPI bereinigt um unverarbeitete Lebensmittel und Energie) lag im September 2018 sogar leicht unter dem Wert von Dezember 2017 und beträgt seither etwa 1,5%.

Auf Länderebene zeigt sich, dass der Unterschied zwischen der Inflationsrate und dem Lohnwachstum in Rumänien besonders hoch war. Im Durchschnitt über die vier Quartale bis zum zweiten Quartal 2018 (letzter verfügbarer Wert) unterschieden sich die beiden Indikatoren um knapp 24 Prozentpunkte. Verantwortlich dafür war das rapide Wachstum der nominellen Stundenlöhne und -gehälter, welches unter anderem von höheren Mindestlöhnen und Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor getrieben wurde. Der Unterschied zwischen Inflations- und Lohnentwicklung in den restlichen Ländern der Region war deutlich weniger stark ausgeprägt, allerdings trotzdem substanziell.

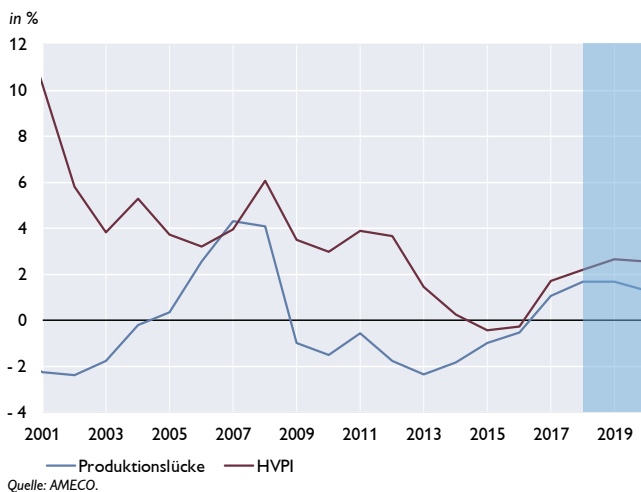
Inflation und nominelles Lohnwachstum in CESEE

Durchschnitt über die letzten vier Quartale bis zum zweiten Quartal 2018, % gegenüber Vorjahr



Das derzeitige starke Lohnwachstum könnte als Phänomen eines langfristigen wirtschaftlichen Aufholprozesses interpretiert werden. Die durchschnittliche Lohnquote in den CESEE EU-Mitgliedstaaten sank im Verlauf der Krise auf knapp unter 48% im Jahr 2015 (ihren Höchststand erreichte die Lohnquote in den Jahren unmittelbar vor dem EU-Beitritt, als sie im Durchschnitt bei rund 55% lag). Seit drei Jahren ist wieder ein Anstieg zu beobachten. Bei etwa 50% bleibt sie aber weiterhin deutlich hinter der durchschnittlichen Lohnquote für den Euroraum (55,5% in 2018) zurück. Generell kann man sagen, dass die durchschnittlichen Erwerbseinkommen in CESEE zu Beginn der Transformation sehr niedrig waren und im Jahr 1995 nur rund 14% des Durchschnitts im Euroraum betragen. Trotz einer gewissen Konvergenz sind die Erwerbseinkommen in CESEE auch heute noch um rund zwei Drittel niedriger als im Euroraum. Gleichzeitig verlief die Preisentwicklung wesentlich dynamischer. Während sich die Preise seit den späten 1990er Jahren in CESEE in etwa verdoppelten, nahmen sie im Euroraum nur um etwa 40% zu.

Produktionslücke und HVPI in CESEE



Die derzeit beobachtbare positive Produktionslücke¹⁴ im Durchschnitt der CESEE-Länder sollte eigentlich einen stärkeren Preisdruck signalisieren (wenngleich anzumerken ist, dass Schätzungen der Produktionslücke mit einer erheblichen Unsicherheit behaftet sind). Es stellt sich daher die Frage, warum die Inflationsdynamik vergleichsweise schwach bleibt.

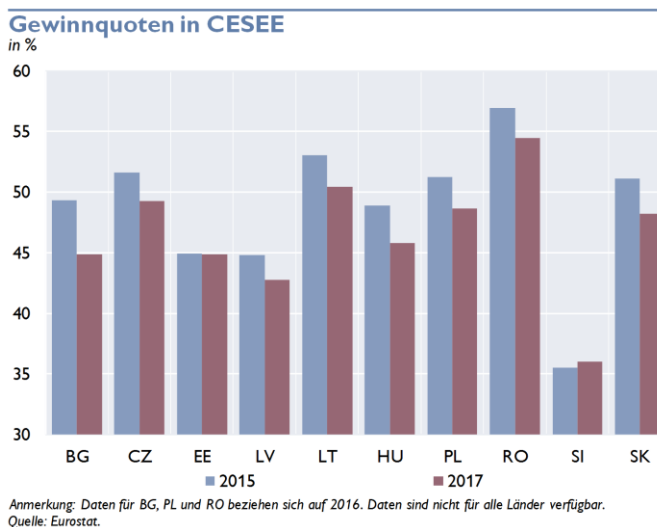
¹⁴ Die Produktionslücke zeigt den Unterschied zwischen dem Potenzialwachstum und realisiertem Wachstum.

Erklärungsansätze für den schwachen Zusammenhang zwischen Lohnwachstum und Inflation

Mehrere Punkte können zu einem besseren Verständnis des schwachen Zusammenhangs zwischen Inflation und Lohnwachstum beitragen.

- Ein zunehmender Teil der durch Lohnerhöhungen neu geschaffenen Kaufkraft scheint ins Ausland abgeflossen zu sein und hat somit im Inland nicht preistreibend gewirkt. Der aggregierte Überschuss in der Güter- und Dienstleistungsbilanz der Region sank von 4,2% des BIP Ende 2016 auf 3,5% des BIP Mitte 2018. Während das aggregierte Importwachstum etwas abnahm, entwickelten sich vor allem die Importe von Konsumgütern weiterhin dynamisch.

- Die zunehmende Konkurrenz für heimische Produkte durch Importe dürfte auch dazu beigetragen haben, dass die Unternehmen ihre steigenden Lohnstückkosten nicht vollständig in ihre Verkaufspreise überwälzen konnten. Das spiegelt sich auch darin wider, dass die Gewinnquote¹⁵ osteuropäischer Unternehmen in den letzten zwei Jahren teils deutlich abgenommen hat. Während sie 2015 im gewichteten Durchschnitt noch bei 49,2% lag, sank dieser Wert im Jahr 2017 auf 46,7%. Besonders deutlich fiel der Rückgang in Bulgarien aus (−4,5 Prozentpunkte), einem Land mit besonders hohen Lohnzuwächsen.



- Die Währungen der CESEE Region haben seit Ende 2016 relativ deutlich aufgewertet. Im September 2018 lag der Index für den durchschnittlichen nominal effektiven Wechselkurs in den CESEE EU-Mitgliedstaaten um rund 7% über seinem Wert von Dezember 2016. Darin spiegelt sich einerseits ein stärkerer polnischer Zloty und eine Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar in dieser Periode wider. Andererseits gewann die tschechische Koruna nach Aufgabe der Wechselkursuntergrenze gegenüber dem Euro im Frühjahr 2017 deutlich an Wert. Die stärkeren Wechselkurse führten sowohl zu einem Mengen- als auch zu einem Preiseffekt bei eingeführten Waren. Beides wirkte dämpfend auf die heimische Inflation.

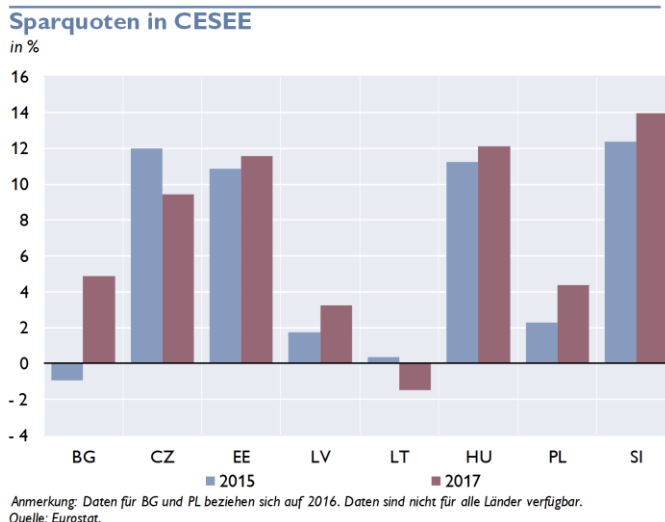
Nominal effektiver Wechselkurs in CESEE

Index, Anstieg = Aufwertung

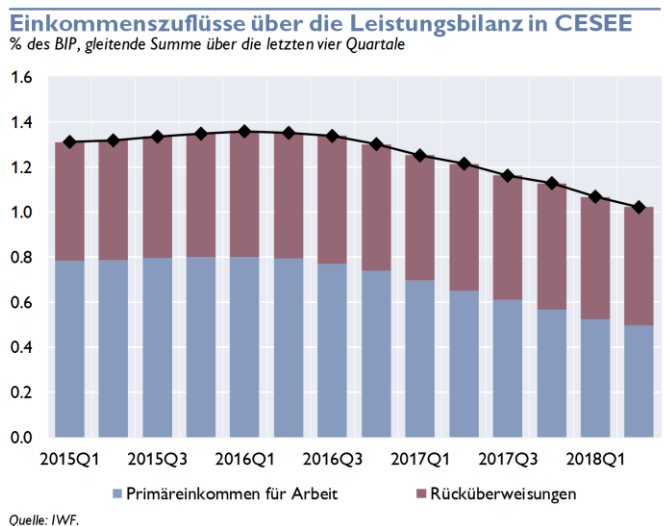


¹⁵ Bruttobetriebsüberschuss in Relation zur Bruttowertschöpfung

- In mehreren Ländern war zuletzt nach einem krisenbedingten Rückgang wieder ein Anstieg bei den Sparquoten der Haushalte zu beobachten. Dadurch wurde ein weiterer Teil des neu verfügbaren Einkommens nicht nachfragewirksam. Besonders deutlich fiel diese Entwicklung abermals in Bulgarien aus, wo die Sparquote der Haushalte von -0,9% im Jahr 2015 auf 4,9% im Jahr 2016 zunahm (Werte für 2017 sind noch nicht verfügbar). Gleichzeitig gilt es festzuhalten, dass die Sparquoten in mehreren CESEE EU-Mitgliedstaaten immer noch deutlich unter dem Durchschnitt für den Euroraum liegen (11,9% in 2017).



- Eine genauere Betrachtung der Leistungsbilanz zeigt, dass Einkommenszuflüsse aus dem Ausland in der Form von Primäreinkommen für Arbeit bzw. Rücküberweisungen (Remittances) seit Anfang 2016 zurückgegangen sind. Ein Teil des Einkommensanstiegs in CESEE wurde also durch geringere Nettoüberweisungen aus dem Ausland kompensiert, wodurch der Nachfragedruck etwas gemildert wurde. Nettozuflüsse aus den beiden oben genannten Positionen sanken von 1,4% des BIP der CESEE-Region im ersten Quartal 2016 auf 1% des BIP im zweiten Quartal 2018. Diese Entwicklung wurde vor allem von den Primäreinkommen getrieben, wobei sowohl niedrigere Zuflüsse aus dem Ausland als auch höhere Abflüsse an das Ausland zu beobachten waren. Auf Länderebene waren dabei vor allem die Entwicklungen in Polen und Ungarn signifikant. Eine mögliche Erklärung dafür könnte sein, dass es vor allem in diesen beiden Ländern zu einer Rückkehr von früher im Ausland beschäftigten Personen gekommen ist. Eine solche könnte sowohl vom dynamischen Lohnwachstum als auch von einer Änderung der Rahmenbedingungen für Migration (Stichwort Brexit) getrieben worden sein. Tatsächlich verzeichneten sowohl Polen als auch Ungarn im Jahr 2017 eine Nettozuwanderung. Im Fall von Polen wurde diese Entwicklung allerdings nicht nur von der Rückkehr von Auswanderern getrieben. Das Land hat in den letzten beiden Jahren auch vermehrt Migration aus der Ukraine angezogen. Laut polnischer Notenbank befanden sich 2017 rund eine Million ausländischer Arbeitskräfte in Polen, davon rund 87% Ukrainer. Die Rücküberweisungen ukrainischer Arbeitskräfte aus Polen stiegen laut ukrainischer Notenbank von rund 1,8 Mrd EUR im Jahr 2016 auf rund 2,8 Mrd EUR im Jahr 2017. Im ersten Halbjahr 2018 beliefen sich die Rücküberweisungen bereits auf 1,6 Mrd EUR. Ein deutlicher Anstieg solcher Zahlungen war



zuletzt auch in der Tschechischen Republik zu beobachten (von etwa 100 Mio EUR im Jahr 2017 auf rund 340 Mio Euro im ersten Halbjahr 2018).

Während es also keine einzelne globale Erklärung für den fehlenden Inflationsdruck vor dem Hintergrund des starken Lohnwachstums gibt, existieren es mehrere Mosaiksteine, die zu einem besseren Verständnis beitragen können. Ein Teil der zusätzlich erwirtschafteten verfügbaren Einkommen wurde nie in der Binnenwirtschaft nachfragewirksam, wofür eine Verschlechterung der Leistungsbilanzen, höhere Sparquoten und in einigen Ländern auch steigende Rücküberweisungen von Migranten sprechen. Gleichzeitig wirkten eine Aufwertung der regionalen Währungen sowie niedrigere Nettoeinkommenstransfers aus dem Ausland inflationsdämpfend. Zuletzt dürften auch die Unternehmen einen Teil der gestiegenen Lohnstückkosten durch niedrigere Gewinnquoten kompensiert haben.