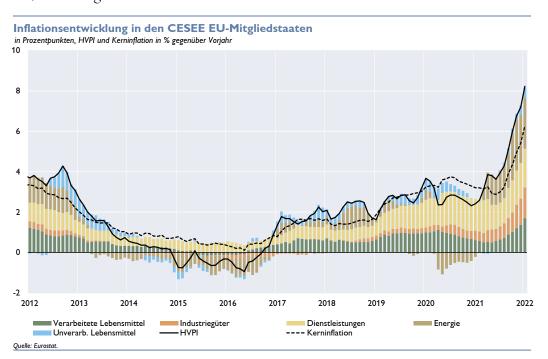
CESEE: Erneuter Preisschub zu Jahresbeginn²⁹

Seit Mitte 2021 ist die Inflationsrate in den CESEE-EU Mitgliedstaaten stark angestiegen und erreichte im Jänner 2022 den höchsten Stand seit 20 Jahren. Am stärksten wurde die Inflation von steigenden Energiepreisen angetrieben, welche trotz diverser staatlicher Interventionen zur Abfederung der Teuerung in diesem Bereich zuletzt knapp ein Drittel zum Preisauftrieb beitrugen. Der Preisdruck dehnte sich in den letzten Monaten aber auf zunehmend breite Teile des Warenkorbs aus, weshalb auch die Kerninflation markant anstieg. Die Notenbanken der Region, die ein eigenständiges Inflationsziel verfolgen, reagierten mit einer deutlichen Straffung der Geldpolitik auf die Situation. Der aktuelle Zinszyklus dürfte seinen Höhepunkt aber noch nicht erreicht haben. Das zunehmende Zinsdifferenzial gegenüber dem Euroraum hat bis dato nur zu einer relativ verhaltenen Aufwertung der CESEE-Währungen geführt.

Der Preisdruck in den CESEE EU-Mitgliedstaaten hat sich im letzten Jahr deutlich erhöht. Die durchschnittliche Inflationsrate stieg im Dezember auf 7,2% an und erreicht damit den höchsten Stand seit 20 Jahren. Im Jänner 2022 beschleunigte sich die Teuerung abermals merklich und erreichte 8,2% im regionalen Durchschnitt.



Der jüngste Preisschub ging vor allem vom Bereich der Kerninflation (also von Dienstleistungen, Industriegütern und verarbeiteten Lebensmitteln) aus. Viele Anbieter dürften hier den Jahreswechsel dazu genutzt haben ihre Preise neu festzusetzen und einen Teil des gestiegenen Kostendrucks bei Inputs auf den Verbraucher zu überwälzen. Vergleichsweise gering fiel hingegen im Jänner der Zuwachs beim Inflationsbeitrag von Energie zum HVPI aus. Das ist nicht zuletzt auf die in den letzten Monaten breitflächigen staatlichen Interventionen zur Begrenzung des Preisanstiegs bei Haushaltsenergie (und zum Teil auch bei Treibstoffen) zurückzuführen. Die Maßnahmen reichen dabei von Ausgleichszahlungen an Konsumenten und Unternehmen über die Senkung von Mehrwertsteuersätzen und/oder Netzgebühren bis hin zu direkten Eingriffen in das Preisgefüge in Form von Preissenkungen oder Preisobergrenzen. Diese

_

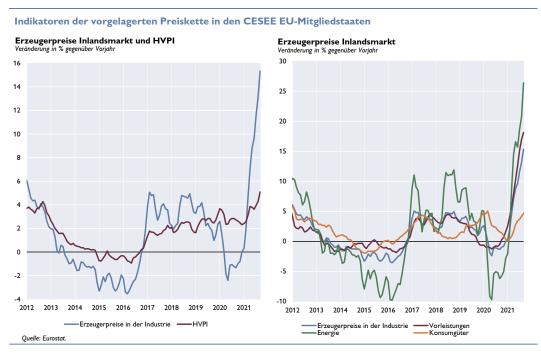
²⁹ Autor: Josef Schreiner (Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im Ausland)

Interventionen belasten mit fortlaufender Dauer zunehmend die nationalen Haushalte und/oder die Bilanzen der Energieversorger und könnten nach ihrem Auslaufen – bei gleichbleibend hohen Energiepreisen auf den internationalen Märkten – zu einem erneuten Preisschub führen. Ebendas ist im Jänner bereits in Tschechien passiert, wo das Ende einer befristeten Mehrwertsteuerbefreiung auf Elektrizität und Gas die Energiepreise substanziell nach oben trieb.

In einer etwas längerfristigen Betrachtung wurde der Preisanstieg seit Anfang 2021 trotz der jüngst in Kraft gesetzten Regularien ganz klar von Energiepreisen angetrieben. Ihr Beitrag zum HVPI erhöhte sich von durchschnittlich –0,2 Prozentpunkten im Jänner 2021 auf 2,5 Prozentpunkte im Jänner 2022. Darin spiegeln sich die seit Anfang 2021 stark gestiegenen Rohölpreise sowie der Basiseffekt des Rohölpreisverfalls im Vergleichszeitraum des Jahres 2020 wider. Zumindest kurzfristig ist mit keiner Entspannung bei den Energiepreisen zu rechnen. Am 24. Februar 2022 durchbrach der Preis für ein Barrel der Sorte Brent im Zuge der kriegerischen Handlungen in der Ukraine erstmals seit 2014 wieder die Marke von 100 US-Dollar. Auch bei den Gaspreisen war ein deutlicher Anstieg ausgehend von einem bereits hohen Niveau zu beobachten. Vor dem Hintergrund einer höheren Nachfrage, niedrigen Lagerbeständen und zum Teil Lieferengpässen vor allem bei russischem Gas haben sich etwa die Preise am Dutch TTF im Jahresdurchschnitt für 2021 verglichen mit 2020 mehr als vervierfacht.

Die globale wirtschaftliche Erholung und der damit einhergehende Nachfrageüberhang spiegelt sich auch auf anderen Rohstoffmärkten wider: Der HWWI-Rohstoffpreisindex, welcher die Preisentwicklung für ein breites Bündel an unterschiedlichen Rohstoffen misst, verdoppelte sich zwischen Jänner 2021 und Jänner 2022. Der aktuelle Konflikt in Osteuropa dürfte sich auch hier preistreibend auswirken. Neben bestimmten Metallen betrifft das vor allem Agrarrohstoffe. So sind Russland und die Ukraine etwa für rund ein Drittel der globalen Weizenexporte verantwortlich.

Der internationale Preisdruck schlägt sich zunehmend auch auf die heimischen Produzentenpreise nieder, welche noch zusätzlich durch Engpässe in der Produktion gewisser Vorleistungsgüter (z.B. Halbleiter), knappe internationale Transportkapazitäten (insbesondere in der Schifffahrt) und eine höhere Nachfrage in bestimmten Branchen befeuert werden. Im Dezember 2021 nahmen die Erzeugerpreise für den Inlandsmarkt deshalb auch bereits um 24,7% im regionalen Durchschnitt zu (Dezember 2020: 0,0%), was der höchsten Steigerung seit mehr als 30 Jahren entspricht. Innerhalb des Erzeugerpreisindex wiesen die Vorleistungskomponente und die Energiekomponente die stärkste Preisdynamik auf (+22,1% bzw. +47,9% im Dezember 2021 im regionalen Durchschnitt). Die Inflationsrate der eng mit den Konsumentenpreisen verbundenen Erzeugerpreise für Konsumgüter hinkt dieser Entwicklung noch hinterher, beschleunigte sich in den letzten Monaten aber bereits merklich (+8,6% im Dezember 2021).

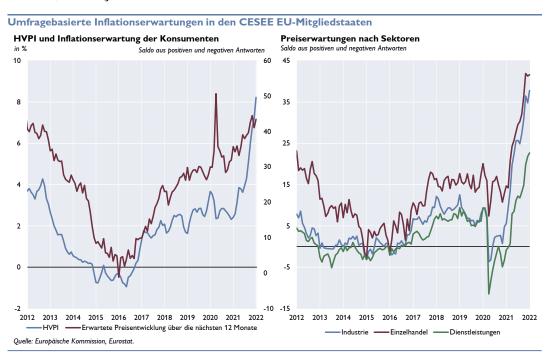


Auch die noch nicht vollständig wiederhergestellten internationalen Liefer- und Wertschöpfungsketten dürften zum Preisauftrieb beitragen: Umfragen belegen, dass die Industrie Materialknappheit als zunehmend wichtigere Einschränkung für die Produktion betrachtet und dass Lieferzeiten für Vorleistungen und Rückstaus bei abzuarbeitenden Aufträgen ungewöhnlich hoch sind. Diese Faktoren korrelieren üblicherweise eng mit der Entwicklung der Preise im verarbeitenden Gewerbe. Verfügbare Daten aus den Erhebungen zu den Einkaufsmanagerindizes in Polen und der Tschechischen Republik (nur für diese Länder verfügbar) zeigen allerdings auch, dass Lieferverzögerungen und Auftragsrückstände sowie gemeldete Vorleistungs- und Produktionspreise in den letzten Monaten etwas zurückgegangen sind, nachdem sie im Sommer historische Höchststände erreicht hatten.

Unbeeinflusst von den oben erwähnten angebotsseitigen Faktoren war in der zweiten Jahreshälfte 2021 auch ein merklich steigender binnenwirtschaftlicher Inflationsdruck zu beobachten. Alle verfügbaren Maßzahlen für die Kerninflation zeigen derzeit steil nach oben. So hat sich etwa der HVPI exklusive der Preise für Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak zwischen Juni 2021 und Jänner 2022 beinahe verdoppelt. Die gewichtete Medianinflation stieg im selben Zeitraum sogar um den Faktor 2,5 an. Verantwortlich dafür waren neben der aufgestauten Konsumnachfrage nach den erfolgten Geschäftsschließungen auch eine Normalisierung der Preise in stark von Lockdowns betroffenen Sektoren, teilweise durchgeführte Anpassungen bei regulierten Preisen und Reibungsverluste beim Wiederhochfahren nach den Lockdowns (etwa aufgrund kurzfristig fehlenden Personals). Der Preisdruck erstreckt sich dabei auf immer weitere Teile des Warenkorbs. So ist der Anteil an COICOP-Gruppen mit Inflationsraten von 3% und mehr am gesamten Warenkorb seit Anfang 2021 stark angestiegen. Der Anteil von Gruppen mit Inflationsraten von über 5% hat sich im regionalen Durchschnitt von 14,6% im Jänner 2021 auf über 50% im Jänner 2022 erhöht.

Höhere Preissteigerung schlagen sich immer stärker in den Inflationserwartungen der Konsumenten nieder. Umfragen zur erwarteten Preisentwicklung in den nächsten zwölf Monaten weisen seit Mai konstant steigende Werte aus, welche sich im Jänner 2022 etwas über dem Niveau von 2012 bewegten. Die Preiserwartungen bei den Anbietern sind zuletzt noch deutlicher gestiegen und eine Mehrheit der Befragten in allen Sektoren erwartet über die nächsten drei

Monate höhere Preise. Besonders markant war der Anstieg in der Industrie, aber auch im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor wurden in den letzten Monaten außergewöhnlich hohe Werte berichtet. Die Inflationsprognosen für 2022 haben sich von durchschnittlich 2,5% Anfang 2021 auf 5,9% im Jänner 2022 erhöht.



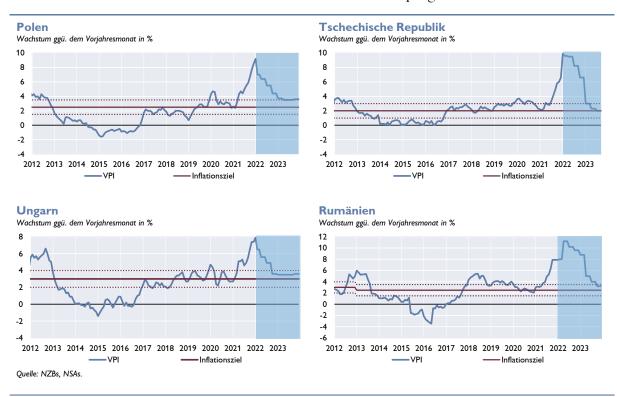
Inwiefern die steigenden Inflationsraten und -erwartungen in höheren Lohnforderungen münden und dadurch eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen könnten, lässt sich zurzeit (auch aufgrund der noch lückenhaften Datenlage und der zeitlichen Verzögerung zwischen Preis- und Lohnentwicklung) nur schwer abschätzen. Grundsätzlich ist der Lohnfindungsprozess in CESEE aber deutlich dezentralisierter organisiert als etwa in Österreich, wodurch die Verhandlungsmacht auf Arbeitnehmerebene tendenziell sinkt und ein etwaiger Inflationsausgleich schwerer durchzusetzen wäre. In der Region als Gesamtes betrachtet unterliegt rund die Hälfte der Arbeitnehmer keinerlei tarifvertraglicher Regelungen und für ein weiteres Drittel werden Tarifverträge nur auf Unternehmensebene ausgehandelt (zwischen den einzelnen Ländern gibt es allerdings teilweise markante Unterschiede). Darüber hinaus ist auch unklar, ob inflationsbedingt steigende Löhne zwingenderweise zu weiter steigenden Preisen führen würden. In einer etwas längerfristigen Betrachtung zeigt sich, dass sich die starken Lohnzuwächse in der Region zwischen 2016 und 2018 kaum in höheren Inflationsraten niederschlugen und also Unternehmen ihre höheren Lohn(stück)kosten nicht in (heimische) Verkaufspreise überwälzten. Preissetzungsmacht der Unternehmen dürfte im derzeitigen (auch Hochinflationsumfeld bei gleichzeitig dynamischer Binnenkonjunktur allerdings deutlich höher sein als noch vor wenigen Jahren.

Grundsätzlich hat sich das Lohnwachstum in CESEE nach dem Einbruch Mitte 2020 zumindest wieder stabilisiert. Mehrere Indikatoren deuten sogar auf ein schnelleres Lohnwachstum seit Mitte 2021 hin. Die Arbeitsmärkte haben sich zu einem guten Teil von den COVID-19-Schocks erholt und Umfragedaten weisen auf einen zunehmenden Arbeitskräftemangel (ursprünglich vor allem in der Industrie, in den letzten Monaten aber auch vermehrt in der Bauwirtschaft und im Dienstleistungssektor) hin. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote in den CESEE EU-Mitgliedstaaten betrug im Dezember 2021 4% und lag damit deutlich niedriger als im Euroraum (6,9%). Ein breiter gefasster Indikator der Unterauslastung am Arbeitsmarkt vermittelt ein

ähnliches Bild: Die Unterauslastung als Anteil der erweiterten Erwerbsbevölkerung lag in den CESEE EU-Mitgliedstaaten im dritten Quartal 2021 im Durchschnitt bei 6,6% und damit weniger als halb so hoch wie im Euroraum.

Preisdruck führt zu signifikanter geldpolitischer Straffung in CESEE

In den CESEE EU-Mitgliedstaaten mit einem eigenständigen Inflationsziel (das sind Polen, die Tschechische Republik, Ungarn und Rumänien) liegt die Teuerung derzeit deutlich außerhalb der angepeilten Zielwerte und auf einem langjährigen Höchststand. Die Notenbanken haben ihre Inflationsprognosen deshalb seit dem Sommer deutlich erhöht und gehen von einer höheren Preisvolatilität und höheren Risiken für die Preisstabilität in den nächsten Monaten aus. Die Notenbanken in Polen, Tschechien und Ungarn erwarten allerdings einen Rückgang der Inflationsraten in den nächsten Monaten und eine Rückkehr zum Inflationsziel gegen Ende des Jahres 2022³⁰. Dabei sollten statistische Basiseffekte und die eingeleitete geldpolitische Straffung helfen. Die rumänische Notenbank rechnet hingegen für das zweite Quartal 2022 mit einem erneuten Preisschub nach dem Auslaufen von Preisregulierungen bei Elektrizität und Gas und mit einem Rückgang der Teuerung nicht vor der zweiten Jahreshälfte 2022. Eine Rückkehr der Inflation zum Zielwert wird in Rumänien nicht vor Mitte 2023 prognostiziert.

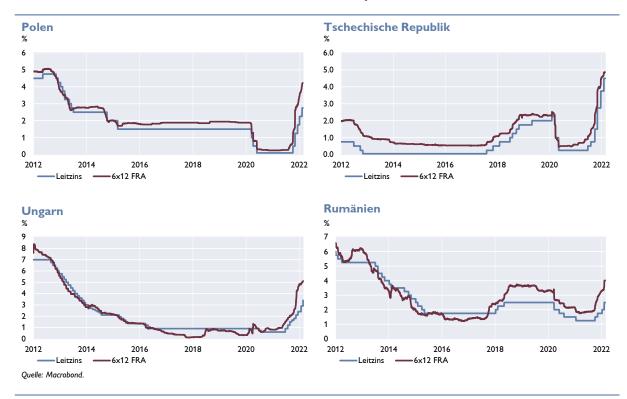


Der Anstieg der Teuerung hat die betrachteten Notenbanken zu einer deutlichen geldpolitischen Reaktion veranlasst. Die polnische Notenbank hat ihren Leitzins seit Oktober in fünf Schritten von 0,1% auf 2,75% erhöht. Die tschechische Notenbank passte ihren Leitzinssatz seit Juni 2021 in sechs Schritten von 0,25% auf 4,5% an. Die ungarische Notenbank erhöhte ihren Leitzins seit Juni 2021 in neun Schritten von 0,6% auf 3,4%. Die rumänische Notenbank hat seit Oktober 2021 vier Zinsschritte gesetzt und ihren Leitzins von 1,25% auf 2,5% angehoben. Neben

³⁰ Die Prognosen sind allerdings teilweise schon mehrere Monate alt und beinhalten jedenfalls noch nicht die möglichen Auswirkungen des aktuellen Konflikts zwischen Russland und der Ukraine.

dem Leitzins wurde die Geldpolitik in CESEE zum Teil auch durch die Anpassung anderer Zinssätze bzw. die Rücknahme unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen gestrafft.

Forward rate agreements deuten darauf hin, dass die Märkte zum größten Teil mit weiteren Zinserhöhungen rechnen und auch Marktbeobachter aus der Finanzwirtschaft erwarten einen weiteren Anstieg der Zinssätze in allen hier betrachteten Ländern auf teils bis zu 5%. In Tschechien ist dieses Niveau beinahe erreicht und tatsächlich scheinen hier auch die Terminsätze nicht mehr nennenswert anzusteigen. Die tschechische Notenbank kommunizierte nach ihrer Zinsentscheidung Anfang Februar bereits etwas vorsichtiger was weitere Zinserhöhungen betrifft und merkte an, dass die Marktzinssätze im zweiten Halbjahr 2022 bereits wieder fallen könnten.



Mit Ausnahme der Tschechischen Republik hat sich das zunehmende Zinsdifferenzial gegenüber dem Euroraum (sowie die Aussicht auf weiter steigende Zinsen) bis jetzt nur wenig in den Wechselkursen niedergeschlagen. Der polnische Zloty, der ungarische Forint und der rumänische Leu entwickelten sich in der zweiten Jahreshälfte 2021 relativ stabil bzw. werteten sogar leicht gegenüber dem Euro ab. Erst seit dem Jahreswechsel ist ein verhaltener Aufwärtstrend zu beobachten. Einerseits gewinnt die eingeleitete Zinswende zunehmend an Glaubwürdigkeit, andererseits wird in der Kommunikation auch vermehrt auf die Bedeutung des Wechselkurses für das Erreichen des Inflationsziels hingewiesen. Gleichzeitig gehen die Märkte von einer weniger lockeren Geldpolitik im Euroraum und den USA aus. Das spiegelt sich unter anderem in höheren Kapitalabflüssen aus den CESEE-Anleihemärkten seit Mitte September 2021 wider. Von den hier betrachteten Ländern berichtete Rumänien die stärksten Abflüsse (zum Teil auch angetrieben durch die bestehenden makrofinanziellen Ungleichgewichte im Land), gefolgt von Ungarn und Polen. Die Nettokapitalflüsse nach Tschechien schwankten im Vergleich dazu nur relativ wenig und die Tschechische Krone war bis dato auch die einzige Währung der Region, die ihren Wertverlust in der ersten COVID-19-Welle wieder wettmachen konnte und heute sogar zu einem höheren Preis als vor der Pandemie gehandelt wird. Die aktuellen kriegerischen Handlungen zwischen Russland und der Ukraine begrenzen aber die Risikobereitschaft und haben kurzfristig bereits zu deutlichen Wertverlusten bei allen CESEE-Währungen geführt. Mittelfristig

stehen diese geopolitischen Konflikte einer weiteren zinsgetriebenen Aufwertung der Währungen der Region entgegen. Für den Zloty und den Forint stellt darüber hinaus der anhaltende Konflikt mit der Europäischen Kommission ein Risiko dar. In einem jüngst ergangenen Urteil hat der Europäische Gerichtshof den Weg für Verfahren bei Verstößen gegen Prinzipien der Rechtsstaatlichkeit freigemacht, welche in letzter Konsequenz zu niedrigeren Auszahlungen aus dem EU-Haushalt für die betroffenen Länder führen könnten.

