

# Analysen

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

**APRIL 2021**

## **INFLATIONSGEFAHR ANTE PORTAS?**

**Kurz-, mittel- und langfristige  
Aussichten für die Inflation in  
Österreich**



## ZUSAMMENFASSUNG

- Der Anstieg der Renditen von Staatsanleihen in den vergangenen Wochen hat die zunehmende Sorge der Investoren über einen bevorstehenden starken und nachhaltigen Anstieg der Inflation gezeigt. Diese Befürchtung wird neben der Hoffnung auf eine wirtschaftliche Erholung auch durch die expansive Fiskalpolitik und die unterstützende Geldpolitik sowie langfristig durch demographische Veränderungen geschürt. In unserer Analyse erklären wir, warum die Angst vor dem Schreckgespenst Inflation unter den gegebenen Rahmenbedingungen – zumindest auf absehbare Zeit - unbegründet ist.
- Auf kurze Sicht wird der Aufschwung der globalen Wirtschaft die Inflation über höhere Rohstoffpreise auch in Österreich anheben. Nach einer durchschnittlichen Inflation von 1,4 Prozent im Jahr 2020 erwarten wir für 2021 einen Anstieg auf 2,2 Prozent mit Werten von sogar über der Grenze von 2,5 Prozent im Jahresverlauf. Für 2022 gehen wir jedoch bereits wieder von einem erneuten Rückgang der Teuerung auf 2,0 Prozent in Österreich aus. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Erhebungsprobleme während der Pandemie die exakte Ermittlung der Inflation 2020 und auch zu Beginn 2021 beeinträchtigten.
- Das Risiko einer stark ausufernden Inflation ist nach unserer Ansicht unmittelbar nicht gegeben, da die österreichische Wirtschaft infolge der Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie stark eingebrochen ist. In dieser Situation ist angesichts der unterausgelasteten Kapazitäten insbesondere der Anspannung am Arbeitsmarkt von der Nachfrageseite kein Preisdruck nach oben zu erwarten. Eine Lohn-Preis-Spirale kann sich unter diesen Gegebenheiten nicht in Gang setzen.
- Auch von der Geldpolitik der EZB wird nach unserer Einschätzung kein inflationstreibender Effekt ausgehen. Durch die massiven Anleihekäufe wurde die Geldbasis im Euroraum zwar deutlich erhöht, die Geldmenge jedoch bei weitem nicht im selben Ausmaß. Für höhere Inflation benötigt es eine stärkere Kreditnachfrage, die wiederum eine stärkere Erholung der Realwirtschaft voraussetzen würde.
- Die mittelfristige Inflationserwartung des Finanzmarktes hat sich nach der Verringerung im Verlauf der Coronakrise zuletzt insbesondere in den USA erhöht. Für den Euroraum geht der Finanzmarkt dennoch nur von einer Inflation im Durchschnitt der nächsten zehn Jahre von rund 1 Prozent aus, die EZB für 2023 von 1,4 Prozent und die von der EZB befragten Experten mittelfristig von 1,7 Prozent. Inflationsdruck deutlich über 2 Prozent wird somit nicht erwartet.
- Trotz starkem Wirtschaftswachstum und geringerer Arbeitslosigkeit sorgte die Globalisierung und der Anstieg des Arbeitskräfteangebots in den vergangenen Jahrzehnten für eine niedrige Inflation. Die günstigen demographischen Voraussetzungen scheinen sich zu ändern. Durch die steigende „Marktmacht“ der (Arbeits-)Anbieter dürfte es daher langfristig zu stärkeren inflationären Tendenzen kommen. Wie wir in dieser Analyse anhand des Beispiels Japan zeigen, muss die Entwicklung nicht zwangsläufig so verlaufen.

Autoren: Stefan Bruckbauer  
Walter Pudschedl  
Robert Schwarz  
Günter Wolf

### Impressum

Herausgeber, Verleger, Medieninhaber:  
UniCredit Bank Austria AG  
Economics & Market Analysis Austria  
Rothschildplatz 1  
1020 Wien  
Telefon +43 (0)50505-41974  
Fax +43 (0)50505-41050  
e-Mail: econresearch.austria@unicreditgroup.at

Stand: April 2021

## COVID-19-MAßNAHMEN BEEINFLUSSTEN DIE INFLATION 2020

- Besondere Herausforderungen bei der Inflationseinschätzung 2020 durch ein verändertes Konsumverhalten und die verfügbaren Geschäftsschließungen
- Nach unserer Schätzung wäre die Teuerung bei Einbeziehung des veränderten Konsumverhaltens um 0,2 Prozentpunkte über der offiziellen Inflationsrate von 1,4 Prozent gelegen
- Neben steuerlichen Unterschieden war der höhere Anstieg der Inflation in Österreich gegenüber dem Euroraum 2020 (zum Teil auch längerfristig) stärker erhebungs- als nachfragebedingt, vor allem im Bereich der Gastronomie und dem Beherbergungswesen

Die Inflation in Österreich ist von 1,5 Prozent im Jahr 2019 im „Coronajahr“ 2020 nur leicht auf durchschnittlich 1,4 Prozent gesunken. Angesichts des Ausbruchs der Pandemie im Frühjahr und des folgenden Wirtschaftseinbruchs ist der Rückgang überraschend gering ausgefallen. Die Inflationsdynamik wird grundsätzlich von angebots- und nachfrageseitigen Impulsen beeinflusst. Der starke Nachfrageeinbruch während der Krise, der sich unter anderem in einem Rückgang des privaten Konsums um fast 10 Prozent real niedergeschlagen hat, hätte demnach eine stärkere Verringerung der Inflation erwarten lassen, denn der allgemeine Preisniveaustieg wird gedämpft, wenn ein Nachfragedefizit entsteht, also eine sinkende Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen auf ein konstant hohes Angebot trifft, das die bestehenden Kapazitäten (Arbeitskräfte, Verfügbarkeit von Kapital oder Boden) nicht rasch genug an die sinkende Nachfrage anpassen kann.

Allerdings wird die Inflation auch von angebotsseitigen Einflüssen bestimmt, wie externe Kostenveränderungen (z.B. durch Lohnabschlüsse, Steuern, Rohstoffpreise), die vom Produzenten auf den Konsumenten übertragen werden. Auch eine Veränderung der Produktionsmenge etwa durch Ernteauffälle oder -überschüsse kann einen angebotsseitigen Inflationsimpuls auslösen. Angebotsseitige Einflüsse auf die Inflation waren 2020 auch in Österreich etwa über den Sommer, unterstützt durch Nachholeffekte und Reisebeschränkungen, im Beherbergungs- und Bewirtungsbereich erkennbar.

Abgesehen von den allgemeinen Ursachen für Inflationstrends gab es 2020 im Zuge der Coronapandemie für die Berechnung des Verbraucherpreisindizes (VPI) zwei große Herausforderungen. **Erstens** hat sich das Konsumverhalten der Österreicher aufgrund der Lockdowns und Einschränkungen der Mobilität geändert und damit die Zusammensetzung des Warenkorb. **Zweitens** war es während der Lockdowns aufgrund geschlossener Geschäfte nicht möglich, für alle Waren und Dienstleistungen Preise zu erheben und somit eine Preisveränderung zum Vorjahr zu berechnen.

### Auswirkungen des veränderten Verhaltens während der Lockdowns auf die Inflation

Für eine Analyse des veränderten Konsumverhaltens im Pandemiejahr 2020 verwendeten wir die wöchentlichen Kreditkartentransaktionen im Vorjahr verglichen mit den Transaktionen im Jahr 2019. Es zeigte sich, dass vor allem die Ausgaben in den Bereichen Nahrungsmittel und Restaurants/Hotels am stärksten betroffen waren. Im April 2020, dem ersten vollen Lockdown-Monat, zeigte sich ein Anstieg der Kreditkartenzahlungen bei Nahrungsmitteln von über 50 Prozent bzw. ein Einbruch bei Restaurants und Hotels von über 90 Prozent. Diese beiden entgegengesetzten Entwicklungen sind der Hauptgrund dafür, dass bei Berücksichtigung des tatsächlichen Konsumverhaltens die Teuerung im Vorjahr mit 1,6 Prozent um 0,2 Prozentpunkte über der offiziellen Inflationsrate von 1,4 Prozent gelegen wäre. Die Gewichtungverschiebung hätte zu einem deutlich höheren Inflationsbeitrag bei Nahrungsmitteln und zu einem Beitragsrückgang bei Restaurants und Hotels geführt (*siehe Grafik 1*).

Angesichts des starken Wirtschaftseinbruchs überraschend geringer Rückgang der Inflation 2020 auf durchschnittlich 1,4 Prozent

Inflationserhebung während der Pandemie durch besondere Herausforderungen gekennzeichnet

Berücksichtigung des geänderten Konsumverhaltens hätte 2020 zu einer etwas höheren Inflationsrate geführt

Da die einzelnen Gewichte im VPI unterjährig nicht verändert werden, spiegelte sich 2020 das veränderte Konsumverhalten allerdings nicht in der veröffentlichten Inflationsrate wider. Umfangreiche Revisionen des Warenkorbs finden nur alle fünf Jahre statt. Jährlich werden lediglich kleinere Adaptionen durchgeführt.

Das veränderte Konsumverhalten wird auch von den Google Suchtrends bestätigt. Es zeigte sich im Vorjahr ein deutlicher Anstieg bei den Google-Suchanfragen in der Kategorie „Nahrungsmittel und Getränke“, während es bei den Suchbegriffen „Restaurants und Hotels“ und „Kleidung“ einen kräftigen Rückgang gab.

**Probleme der Verbraucherpreiserhebung durch die Lockdowns**

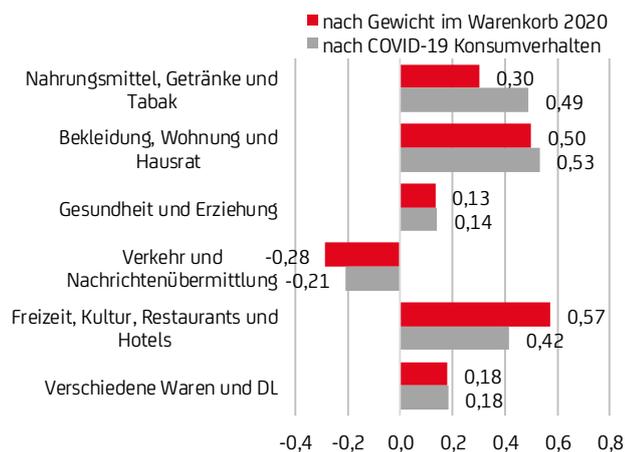
Aufgrund der Coronakrise bestanden 2020 außergewöhnliche Bedingungen für die Preiserhebung. In den Lockdown-Perioden konnten aufgrund der zahlreichen Geschäftsschließungen und verschärften Restriktionen einzelne Verbraucherpreise nicht erhoben werden. Da eine Veränderung der Gewichte im Warenkorb der Verbraucherpreiserhebung methodisch bedingt unterjährig nicht möglich ist, kamen unterschiedliche Vorgangsweisen als Ersatz bzw. zur Fortschreibung zur Anwendung (*Details siehe in Infobox 1, Seite 5*). Während des ersten Lockdowns im April wurde nach Angaben der Statistik Austria mehr als ein Viertel der Preise für Waren und Dienstleistungen fortgeschrieben. Dieser Anteil reduzierte sich im Mai geringfügig auf 17,5 Prozent und verringerte sich mit der Öffnung über den Sommer auf nur noch 5 Prozent. Mit dem erneuten Lockdown stieg der Anteil wieder stark an. In den Preiserhebungen im Dezember 2020 und im Jänner 2021 wurden rund 20 Prozent der Preise für Waren und Dienstleistungen im österreichischen Warenkorb fortgeschrieben.

Besonders oft fehlten Preismeldungen im Bereich der Gaststätten und Beherbergungsbetriebe sowie bei Freizeit- und Kultureinrichtungen, zwei Bereiche mit einem gemeinsamen Gewichtsanteil am Verbraucherpreisindex von rund 24 Prozent. Hier mussten in den Monaten mit Lockdown, im April, Mai und seit November wieder, rund 75 Prozent bis zu 100 Prozent der Preisinformationen imputiert werden. Für die Ausgabengruppe Lebensmittel- und alkoholfreie Getränke (Gewichtsanteil 11,2 Prozent) wurden die Preiserhebungen vollständig durch Scannerdaten ersetzt. Auf jeden Fall sind die Inflationsraten in den betroffenen Bereichen aufgrund der fehlenden Marktpreise nur mit Vorsicht zu interpretieren und dürften vielfach verzerrt sein.

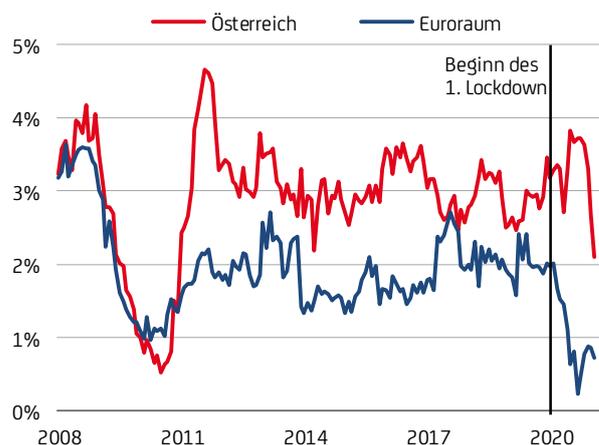
Die unvollständigen Preiserhebungen erklären zum Teil auch die im europäischen Vergleich höhere Inflation in Österreich, die im Jahresdurchschnitt 2020 mit 1,4 Prozent um 1,1 Pro-

Betriebsschließungen im Lockdown verhindern Preiserhebung von etwa 25 Prozent des Warenkorbs (1. Lockdown) und bis zu 20 Prozent im Lockdown ab Herbst 2020

**Grafik 1: Beiträge zur Inflation von 1,4 Prozent bzw. 1,6 Prozent (bezogen auf COVID-19 Konsumausgaben) (in Prozentpunkten)**



**Grafik 2: Preise in Gastronomie und Beherbergungssektor (Veränderung zum Vorjahr in Prozent)**



Quelle: Eurostat, UniCredit Research

Höherer Anteil an Fortschreibungen von nicht zu erhebenden Preisen während der Lockdowns in Österreich als im Euroraum

zentpunkte über dem Euroraumdurchschnitt und um 1 Prozentpunkt über der Rate in Deutschland lag. In Österreich waren umfassendere Fortschreibungen bei der Preiserhebung notwendig. Während in Österreich der Anteil der Fortschreibungen im Dezember 2020 über 20 Prozent betrug, lag der Vergleichswert für den Euroraum nach Angaben von Eurostat bei 12 Prozent. Folglich war auch die Teuerung in Österreich in den überdurchschnittlich krisengeschädigten Branchen Gastronomie und dem Beherbergungswesen besonders hoch. Der Preisanstieg von 3,4 Prozent in diesem Bereich ist insofern bemerkenswert als mit einem preisdämpfenden Effekt aufgrund der massiven Nachfrageeinbußen zu rechnen war, wie der Vergleich der Preisentwicklung mit anderen Ländern, die sogar einen höheren Tourismusanteil als Österreich aufweisen, vermuten lässt. Im Jahresdurchschnitt 2020 sind die touristischen Angebote in Spanien und Italien beispielsweise jeweils um weniger als 1 Prozent teurer geworden.

Auch die langfristig höheren Inflationsraten im Bereich Gaststätten- und Beherbergungswesen im Vergleich zum Euroraumdurchschnitt dürften zumindest teilweise erhebungsbedingte Ursachen haben. Gemessen an den Übernachtungen ist die Nachfrage nach den Leistungen des Sektors von 2008 bis 2019 in Österreich nur wenig rascher - gemessen an der preisbereinigten Wertschöpfung sogar etwas langsamer - gestiegen (um durchschnittlich 0,7 Prozent pro Jahr im Vergleich zu 0,9 Prozent im Euroraum). Insofern erklären Unterschiede in der Tourismuskonjunktur den Preisunterschied nicht. Zudem werden die Preiserhebungen dezentral nur in den 20 größten Städten und nicht in den typischen Sommer- und Wintertourismusdestinationen in Österreich durchgeführt. Der Preisunterschied war auch in der Gastronomie deutlich höher als im Beherbergungswesen (zwischen 2008 und 2019 bei durchschnittlich 3 Prozent pro Jahr in Österreich im Vergleich zu 1,9 Prozent im Euroraum).

Letztendlich waren die relativ stark steigenden Preise im Gaststätten- und Beherbergungswesen und die weitaus höhere Gewichtung der Ausgaben für Leistungen in diesem Bereich im HVPI (15 Prozent in Österreich im Vergleich zu 10 Prozent im Euroraum) maßgeblich für die langfristig höhere Gesamtinflation in Österreich verantwortlich, die von 2008 bis 2019 in Österreich im Durchschnitt um 1,8 Prozent pro Jahr und im Euroraum um 1,3 Prozent zugelegt hat.

#### Infobox 1: Besonderheiten in der Inflationsberechnung während der Coronapandemie<sup>1</sup>

Die Lockdown-Maßnahmen aufgrund der Coronapandemie führten u. a. zu Schließungen von Geschäften. Dies hatte zur Folge, dass Preise teilweise nicht wie gewohnt erhoben werden konnten. Sie mussten ersetzt oder fortgeschrieben werden. Dabei sind drei Prinzipien zu beachten. **Erstens** die Stabilität der VPI-Gewichte, denn das veränderte Konsumverhalten darf zu keinen unterjährigen Veränderungen der Gewichte führen. **Zweitens** die Stabilität der VPI-Indizes, indem für wegfallende Konsumsegmente geeignete Fortschreibungsverfahren verwendet werden und **drittens** die Minimierung der Anzahl imputierter Preise und Subindizes, indem wenn möglich fehlende Preisbeobachtungen durch Preisnotierungen aus anderen Quellen ersetzt werden sollen.

In Abstimmung auf europäischer Ebene wurden von der Statistik Austria fünf verschiedene Verfahren für ausgefallene Preismeldungen angewandt.

#### **Methode A:** Fortschreiben mit der Preisentwicklung innerhalb der Warenkorbposition

Bei einem Preisausfall von weniger als 50 Prozent werden die fehlenden Preismeldungen mit der durchschnittlichen Veränderungsrate der regulär erhobenen Preisen fortgeschrieben.

*Beispiel: Flugtickets im September 2020*

<sup>1</sup> Quelle: VPI: Methodische Informationen – Auswirkungen von COVID-19 auf die Berechnung des Verbraucherpreisindex, Statistik Austria, Februar 2021.

**Methode B:** Fortschreibung mit dem Vormonatwert

Bei erheblichen Preisausfällen (>50 Prozent) und historisch stabilen Preisen gegenüber dem Vormonat werden die Preise des Vormonats übernommen.

*Beispiel: Erziehung und Unterricht im April 2020*

**Methode C:** Fortschreibung mit dem nächsthöheren Aggregat

Bei erheblichen Preisausfällen und relativ volatilen Preisen wird die Veränderungsrate der nächsthöheren Aggregate (z.B. Fortschreibung der Preisentwicklung von Bananen mit der Preisentwicklung von Obst) verwendet.

*Beispiel: Schnellrestaurants, die Speisen zum Mitnehmen verkaufen im April 2020*

**Methode D:** Fortschreibung mit der Gesamtinflationsrate

Fortschreibung mit den Preisveränderungen aller regulär verfügbaren Teilindizes, falls Methode C nicht sinnvoll ist.

*Beispiel Restaurants im April 2020*

**Methode E:** Fortschreibung des saisonalen Musters

Bei Warengruppen mit starken saisonalen Schwankungen werden die saisonal bedingten Veränderungen des Vorjahres verwendet.

*Beispiel: Pauschalreisen von April bis Juli 2020*

## KURZFRISTIGER INFLATIONS-AUSBLICK 2021/22

- Die Kerninflation (ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel) bleibt niedrig, gebremst durch die pandemiebedingte Outputlücke und die Anspannung am Arbeitsmarkt
- Nachzieheffekte im Dienstleistungssektor und steigende Rohstoffpreise erhöhen 2021 die Inflation auf über 2,5 Prozent im Jahresvergleich – jedoch nur temporär
- Die Inflation dürfte sich in Österreich im Jahresdurchschnitt 2021 auf 2,2 Prozent erhöhen, jedoch 2022 wieder auf 2 Prozent im Jahresvergleich absinken

Kerninflation ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel zeigt systemimmanenten Inflationstrend der österreichischen Volkswirtschaft

Um die zukünftige Entwicklung der Inflation in Österreich besser abschätzen zu können, bedienen wir uns als Basis des Konzepts der Kerninflationsrate. Die Kerninflation schließt die von häufigen Ölpreisschwankungen gekennzeichnete Energiekomponente aus, die einen Anteil am Warenkorb des Verbraucherpreisindex von rund 7,3 Prozent hat. Auch die stark von saisonalen Effekten getriebene Kategorie der unverarbeiteten Lebensmittel, die Obst, Gemüse, Fleisch und Fisch inkludiert und einen Anteil am Warenkorb von rund 3 Prozent hat, ist darin nicht enthalten. Diese Kerninflationsrate ist eine Annäherung an einen mittelfristigen Inflationstrend, der durch die Filterung von vorübergehenden Preisänderungen, wie saisonalen Schwankungen sowie externen Preisschocks durch Rohstoffe, also Ursachen, die nicht innerhalb der österreichischen Volkswirtschaft gegeben sind, die systemimmanente Preisentwicklung besser abbildet. Dieser Inflationstrend wird durch nachfrage- und angebotsseitige Einflüsse bestimmt, die sich aus der Auslastung der österreichischen Wirtschaft ergeben. Aktuell wird diese einerseits durch die bestehende Outputlücke aufgrund des Einbruchs in der Pandemie und der angespannten Lage am Arbeitsmarkt sowie andererseits durch die Auswirkungen der Lockdowns auf das Güter- und Dienstleistungsangebot beeinflusst.

Kerninflation aktuell bei 1,3 Prozent im Jahresvergleich und keine Anzeichen für starken Anstieg in einem absehbaren Zeitraum

Nach unserer Einschätzung wird dieser systemimmanente Inflationstrend, der durch die Kerninflationsrate abgebildet wird, die nach dem Rückgang im Jänner auf 1,5 Prozent im Februar weiter auf 1,3 Prozent im Jahresvergleich gesunken ist, kurzfristig stabil bleiben bzw. kurzfristig sogar möglicherweise noch etwas zurückgehen und sich erst im weiteren Jahresverlauf 2021 langsam nach oben bewegen, gebremst durch die bestehende Outputlücke, die während der wirtschaftlichen Erholung ab dem zweiten Halbjahr 2021 vorerst nur langsam kleiner wird. Darüber hinaus wird der Aufwärtstrend der Kerninflation auch durch die Entwicklung am Arbeitsmarkt gebremst. Die Beschäftigung liegt zu Beginn des zweiten Quartals um rund 130.000 bzw. mehr als 3 Prozent unter dem Vorkrisenniveau. Hinzu kommen aktuell Mitte März noch fast 490.000 Personen in Corona-Kurzarbeit mit verringertem Einkommen. Empirisch besteht zwischen dem Arbeitsmarkt und der Inflation ein negativer Zusammenhang. Ein Rückgang der Arbeitslosigkeit ist mit einem Anstieg der Inflation (und umgekehrt) verbunden, unter der Annahme, dass Unternehmer bei sinkendem verfügbarem Arbeitskräfteangebot mit höheren Lohnforderungen konfrontiert sind, die sie durch Preiserhöhung ihrer Produkte an die Kunden weitergeben und so eine sogenannte Lohn-Preis-Spirale in Gang gesetzt wird. Grafisch wird dieser Zusammenhang durch die (modifizierte) Phillips-Kurve<sup>2</sup> dargestellt, die für Österreich am aktuellen Rand zwar einen deutlich geringeren Zusammenhang zeigt, der sich in einem flacheren Kurvenverlauf niederschlägt als z.B. in den 1980er-Jahren, dennoch aber eine klare Korrelation aufweist (siehe Grafik 3 und 4).

Keine Lohn-Preis-Spirale in Sicht: Angespannte Lage am Arbeitsmarkt dämpft Inflationsentwicklung

<sup>2</sup> Samuelson, Paul A. und Solow, Robert M.: Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy, The American Economic Review Vol.50, 1960.

Keine Angebotsverknappung nach der Pandemie – ausgenommen temporär in ausgewählten Branchen, wie Beherbergung und Gastronomie

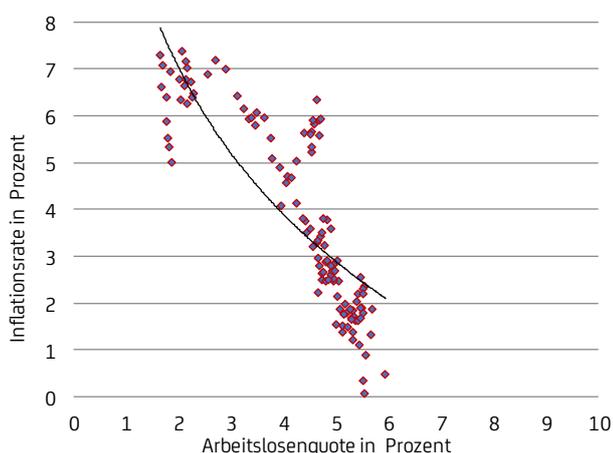
Höherer Ölpreis und steigende Nahrungsmittelpreise werden Gesamtinflation im Jahresverlauf 2020 deutlich ansteigen lassen

Die Kurzarbeitsregelung soll voraussichtlich Mitte 2021 auslaufen. Während sich damit für viele die Einkommenssituation in Vollbeschäftigung verbessern wird, wird ein Teil dieser Personengruppe aufgrund der weiterhin schwierigen Nachfragesituation danach voraussichtlich nicht mehr weiterbeschäftigt werden. Die Anzahl der Arbeitssuchenden, die aktuell um fast 100.000 bzw. mehr als 30 Prozent über dem Vorkrisenniveau liegt, wird sich zwar weiter verringern, der Abbau wird trotz der erwarteten wirtschaftlichen Erholung in der zweiten Jahreshälfte aber nur langsam vorankommen. Auch die Lohndynamik spricht nicht für eine starke Aufwärtsbewegung der Inflation. Die Tariflöhne werden 2021 im Jahresdurchschnitt nur um rund 1,5 Prozent nominell zulegen und auch für 2022 ist angesichts der angespannten Situation am Arbeitsmarkt voraussichtlich mit nominellen Lohnsteigerungen unter der Inflationsrate zu rechnen.

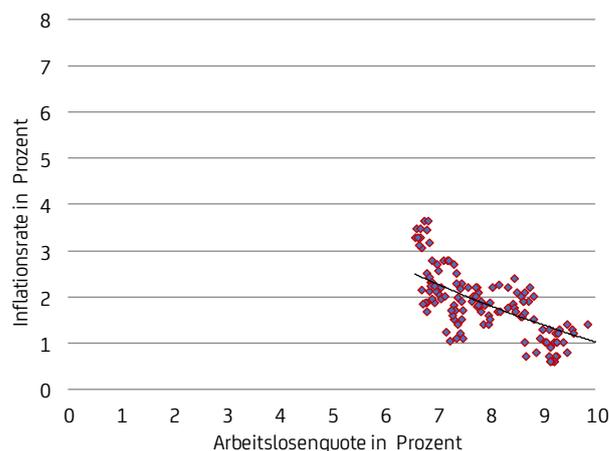
Der Inflationstrend in Österreich wird in den kommenden Monaten auch von den Auswirkungen der Pandemie auf das Angebot beeinflusst werden. Der derzeit bestehende gesetzliche Schutz vor Insolvenzanträgen von Dritten, wie den Finanzämtern und den Sozialversicherungsträgern, die im Regelfall rund 50 Prozent der Insolvenzanträge stellen, läuft voraussichtlich Mitte 2021 aus, so dass in weiterer Folge mit einer erhöhten Anzahl an Insolvenzen und Konkursen zu rechnen ist. Im Allgemeinen erwarten wir dadurch keine Verknappung des Angebots, die Preiseffekte auslösen sollte, jedoch in einigen Branchen ist dieser Effekt nicht ganz auszuschließen. Vor allem besteht bei zum Teil entspannter Wettbewerbssituation in einigen Branchen die Möglichkeit, durch Preisanhebungen die Gewinnspanne zu erhöhen. In einigen Dienstleistungsbranchen, insbesondere im Beherbergungs- und Bewirtungswesen und auch bei persönlichen Dienstleistern, ist bei temporär stark steigender Nachfrage als Folge von Nachholeffekten und weiter bestehenden Reiseerschwernissen ins Ausland ein temporärer Aufwärtsdruck auf die Preise über den Sommer 2021 möglich.

Im Jänner ist die Teuerung auf 0,8 Prozent im Jahresvergleich gesunken. Der Februar brachte einen Anstieg auf 1,2 Prozent im Jahresvergleich. Damit liegt die Gesamtinflation weiterhin unter der Kerninflation. Neben Rabattierungen zur Erhöhung der Kundenfrequenz nach der Lockerung des Lockdowns im Handel steht dahinter vor allem der Ölpreis, der in den ersten beiden Monaten die Teuerung – jedoch mit sinkender Tendenz - noch gedämpft hat. Zu Jahresbeginn hatten auch sinkende Nahrungsmittelpreise die Inflation niedrig gehalten, was sich jedoch im Februar erwartungsgemäß wieder umgekehrt hat. Während die Inflation im Jahr 2020 durch den Einbruch des Ölpreises um rund ein Drittel auf durchschnittlich 43 US-Dollar pro Barrel um fast 0,5 Prozentpunkte gedämpft wurde, wird der bereits wieder steigende Ölpreis in den kommenden Monaten die Inflation spürbar befeuern.

**Grafik 3: Phillips-Kurve für Österreich 1980er Jahre**  
(Arbeitslosenquote und Inflationsrate in Prozent)



**Grafik 4: Phillips-Kurve für Österreich 2010 bis heute**  
(Arbeitslosenquote und Inflationsrate in Prozent)

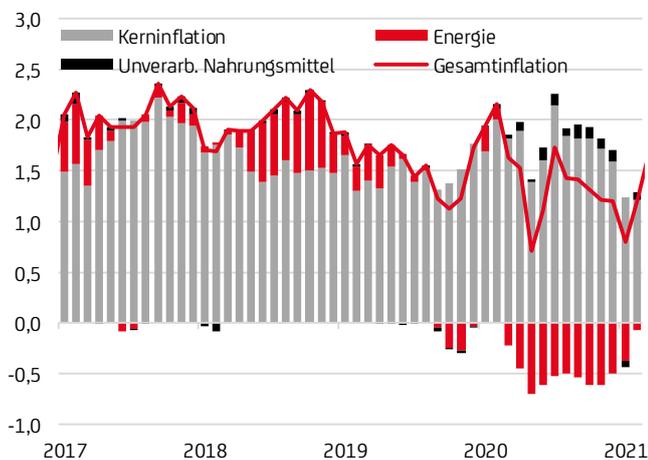


Quelle: Statistik Austria, UniCredit Research

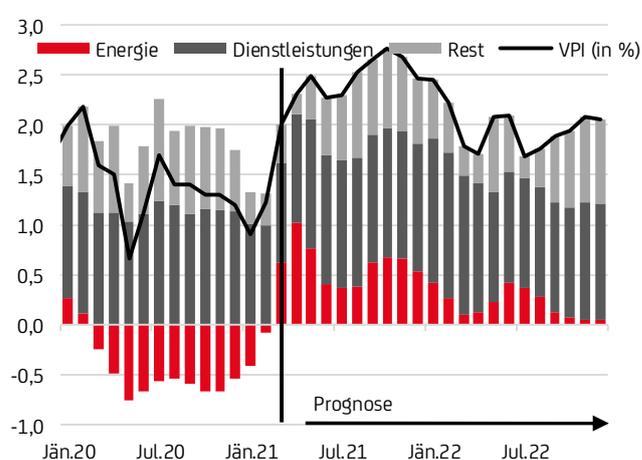
Wir erwarten einen Anstieg des Ölpreises auf durchschnittlich mehr als 60 USD pro Barrel und damit ein Plus von rund 40 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Dadurch ist mit einem Anstieg der Energiekomponenten im Verbraucherpreisindex von über 7 Prozent zu rechnen, nach einem Rückgang im Jahresdurchschnitt 2020 um fast 6 Prozent. Allerdings wird dieser Preiseffekt im Jahresverlauf 2022 auslaufen, so dass Energie 2022 die Inflation weder positiv noch negativ beeinflussen wird. Auch die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel werden im Verlauf des Jahres wieder deutliche Aufwärtstendenzen zeigen. Die Preise für einige Rohstoffe, wie z.B. Weizen, sind in den vergangenen Monaten kräftig gestiegen, und werden bei voraussichtlich stark zunehmender Nachfrage, unter anderem durch die schrittweise Öffnung von Restaurants und Hotels, in den kommenden Monaten stärkere Preisbewegungen nach oben auslösen. Wir gehen davon aus, dass die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel 2021 und 2022 zwischen 2,5 und fast 3 Prozent zulegen werden. Bei einem sehr moderaten, aber in der zweiten Jahreshälfte ansteigenden Trend der Kerninflation werden die Schwankungen der Energie und Nahrungsmittelpreise die Gesamtinflation im Jahresverlauf 2021 vorübergehend auf über 2,5 Prozent im Jahresvergleich anheben. Im Jahresdurchschnitt 2021 gehen wir aufgrund der niedrigen Startwerte von einer Teuerung von knapp über 2 Prozent aus. Für 2022 ist mit einer etwas geringeren Gesamtinflation zu rechnen, da der antreibende Impuls durch die Energiepreise nicht mehr vorhanden ist. Zudem sollte die Stärkung des Euro gegenüber dem US-Dollar in Richtung 1,25 bis zum Jahresende 2022 den Auftrieb dämpfen. Dafür werden jedoch die Nahrungsmittelpreise die Teuerung etwas stärker nach oben drücken und die Kerninflation wird angesichts der Beschleunigung der Erholung der österreichischen Wirtschaft etwas höher ausfallen.

Inflation sinkt 2022 wieder, da Preisschub durch Rohstoffpreise nur ein temporärer Impuls bleibt

**Grafik 5: Kerninflation und Gesamtinflation**  
(in Prozent, im Jahresvergleich mit Beiträgen der Komponenten)



**Grafik 6: Inflationsausblick für Österreich**  
(mit Beiträgen von Energie und Dienstleistungen in Prozentpunkten)



Quelle: Statistik Austria, UniCredit Research

### Infobox 2: Anstieg der Preise für Vorleistungsgüter in der Industrie verstärkt den Druck auf die Verbraucherpreisinflation, bisher jedoch weniger als erwartet

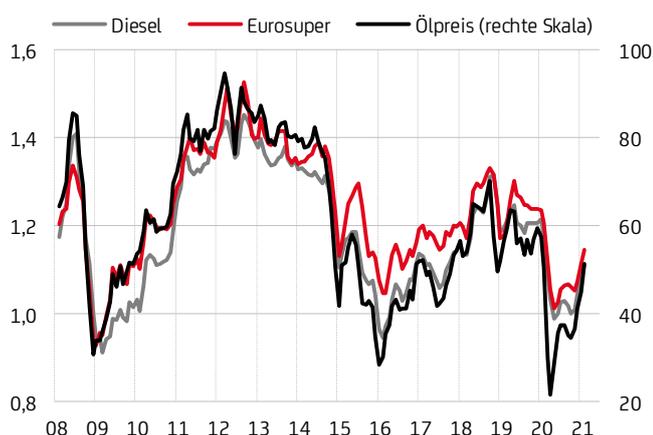
- Inflationsdämpfender Effekt der Rohstoffpreisentwicklung 2020 ändert sich zum Jahreswechsel 2020/21
- Die steigenden Inputpreise der Industrie werden im Lauf der Erholung 2021 voraussichtlich auf die Erzeuger- und Verbraucherpreise übergewälzt, allerdings in überschaubarem Ausmaß

Die Preisentwicklung 2020 wurde auf Produzenten- wie auf Konsumentenebene wahrscheinlich von mehr Faktoren als je zuvor beeinflusst, da die Krise die Angebots- und Absatzwege sowohl im Inland als auch im Ausland störte und das auf fast jeder Produktionsebene. Einen wesentlichen Einfluss hatte auf jeden Fall der Rohölpreis, der im Jahresdurchschnitt 2020 in Euro gerechnet um rund ein Drittel gesunken ist. In weiterer Folge wurden Energie und industrielle Vorleistungsgüter auf Produzentenebene im Durchschnitt um 5 Prozent respektive um 1 Prozent billiger (und die Treibstoffe an Österreichs Tankstellen um rund 12 Prozent). Aufgrund des hohen Gewichts der Energie und Vorleistungsprodukte ist der Erzeugerpreis der heimischen Industrie in Summe 2020 um 2,1 Prozent gesunken (siehe Grafik 9).

Die nachgelagerten Produktionsstufen profitierten von der Entlastung bei den Rohstoffpreisen 2020 nur zu einem geringen Teil, da sie zugleich mit massiven Nachfrageausfällen konfrontiert waren. Zudem haben sich seit der Jahresmitte 2020 die Preisrückgänge sowohl bei Energie als auch bei den Vorleistungsgütern ölpreisbedingt wieder verlangsamt. Am Weltmarkt erreichten die Preise für Industrierohstoffe bis Februar 2021 wieder ein Rekordniveau und lagen um 40 Prozent über dem Vorjahreswert.

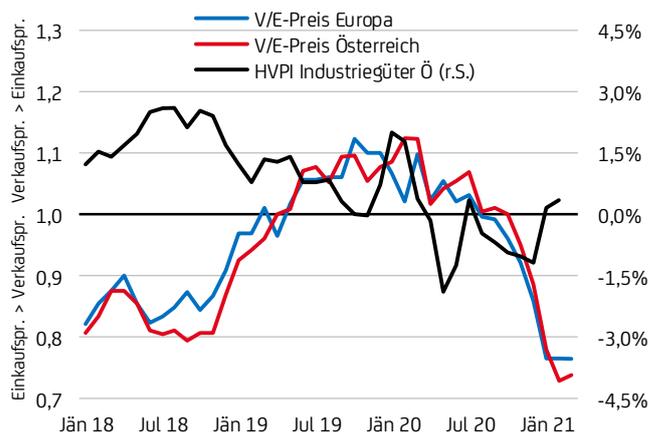
Ein Indikator, der die Kosten- und Preisentwicklung in der österreichischen Industrie zusammenfasst, ist die Beurteilung der Verkaufs- und Einkaufspreise der Unternehmen im Rahmen der Einkaufsmanagerindexerhebung. Demnach sind die Verkaufspreise in Relation zu den Einkaufspreisen der verarbeitenden Industrie ab dem zweiten Quartal 2020 unter Druck geraten (im Oktober 2020 berichteten die Unternehmen per Saldo sogar wieder einen höheren Anstieg der Einkaufs- als der Verkaufspreise, das Preisverhältnis ist unter 1 gerutscht). Dass die Industrie ihre Verkaufspreise nicht an die stark gestiegenen Einkaufspreise in der zweiten Jahreshälfte angepasst hat, hat unterschiedliche Ursachen:

**Grafik 7: Preise für Rohöl und Treibstoffe in Österreich**  
(in EUR pro Barrel bzw. Euro pro Liter)



**Grafik 8: Verhältnis Verkaufs- zu Einkaufspreisen der Industrie**

(Verkaufs- zu Einkaufspreisen, Preise (HVPI) Industriegüter in Prozent)



Quelle: Fachverband Mineralölindustrie, Refinitiv Datastream, IHS Markit, Eurostat, UniCredit Research

1. Im Vordergrund dürfte der Wunsch der Unternehmen stehen, bestehende Lieferverträge beizubehalten, ebenso wie
2. die Tatsache, dass Preisverhandlungen auf Unternehmensebene aufgeschoben werden, um „Anpassungskosten“ zu vermeiden.

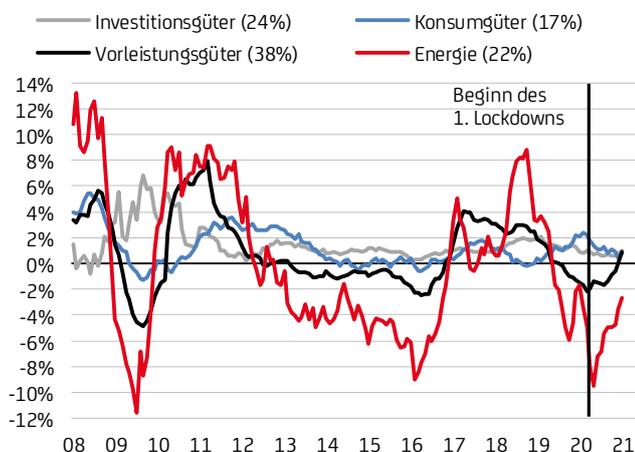
Vermutlich wird die Industrie ihre Preise in den nächsten Monaten langsam nach oben anpassen, falls sich der Druck von Seiten der Rohstoffpreise nicht lockert und die Konjunkturerholung weiter an Schwung gewinnt.

Der Preisrückgang bei den Erzeugerpreisen dämpfte zwar die Inflation auf Endverbraucherebene im Lauf von 2020. Für Industriewaren mussten die heimischen Konsumenten ab dem zweiten Quartal bis zum Jahresende 2020 sogar weniger als noch 2019 bezahlen. Erst im Jänner und Februar 2021 sind die Verbraucherpreise für Industriegüter wieder geringfügig - um durchschnittlich 0,2 Prozent - gestiegen (siehe Grafik 8). Allerdings sind die inflationsdämpfenden Effekte von Seiten der Erzeugerpreise in Summe bisher deutlich schwächer ausgefallen als aufgrund der massiven Nachfrageeinbußen zu erwarten gewesen wäre.

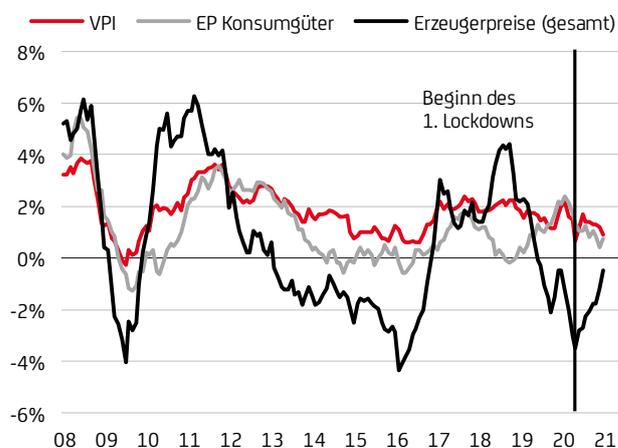
Auf tiefer aggregierter Ebene zeigt die Entwicklung der Erzeugerpreise der heimischen Industrie, dass zusätzlich zur Energie und zu den Energieprodukten auch die industriellen Vorleistungsgüter in Österreich von Mitte 2019 bis Dezember 2020 deutlich billiger geworden sind. Hingegen sind die besonders eng mit den Konsumentenpreisen verbundenen Erzeugerpreise für industrielle Konsumgüter zwar seit dem zweiten Quartal schwächer, aber bis Jahresende noch durchgehend gestiegen, zuletzt noch im Jänner 2021 um knapp 1 Prozent (parallel zu den Verbraucherpreisen für Industriegüter).

Allerdings ist es bemerkenswert, dass die heimischen Hersteller von Konsum- aber auch von Investitionsgütern am Inlandsmarkt 2020 angesichts der hohen Absatzeinbußen noch leicht steigende Preise berichten. Die relativ stabile Preisentwicklung bei den Industriewaren (ohne Energie), die nicht nur in Österreich zu beobachten war, dürfte darauf zurückzuführen sein, dass die Unternehmen aufgrund der langen Lockdown-Perioden nicht damit rechnen, mit reduzierten Preisen zusätzliche Nachfrage zu generieren.

**Grafik 9: Erzeugerpreise der Industrie am Inlandsmarkt**  
(Vrdg. zum Vorjahr, in Klammer: Gewichte am Gesamtindex)



**Grafik 10: Erzeugerpreise der Industrie und VPI für Österreich**  
(Veränderung zum Vorjahr)



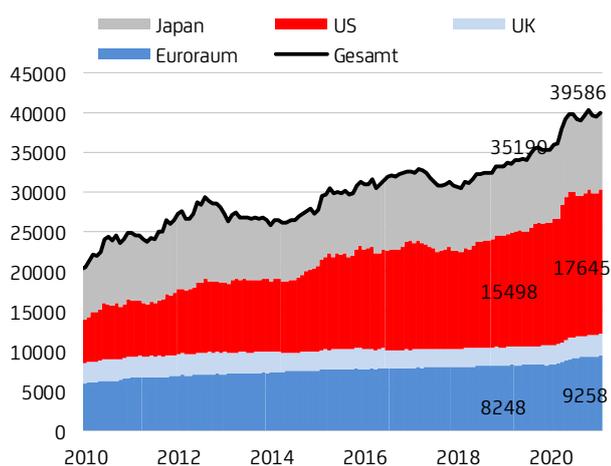
Quelle: Eurostat, UniCredit Research

## WIRD DIE UNTERSTÜTZENDE GELDPOLITIK DER EZB DIE INFLATION ANHEIZEN?

- Der starke Anstieg des Finanzierungsbedarfs führte dank gesunkener Inflationserwartung und vor allem aufgrund der massiven Anleihekäufe der Zentralbanken zu keinem Zinsanstieg für langfristige Anleihen
- Durch die massiven Anleihekäufe wurde die Geldbasis im Euroraum deutlich erhöht, jedoch die Geldmenge bei weitem nicht im selben Ausmaß
- Um eine Ausweitung der Geldmenge und damit die Chance auf höhere Inflation zu erreichen, benötigt es eine stärkere Kreditnachfrage, die wiederum eine stärkere Erholung der Realwirtschaft braucht

Die enorme Menge an staatlichen Hilfspaketen während der Coronakrise hat die Staatsschulden deutlich erhöht und damit auch die Menge an ausstehenden Staatsanleihen. Trotz dieses starken Anstiegs an neuen Staatsanleihen kam es mit Ausnahme zu Beginn der Pandemie kaum zu einem Anstieg der Finanzierungskosten für den Staat. Die Zinsen für langfristige Staatsanleihen lagen im Durchschnitt von 2020 in fast allen Industrieländern so tief wie noch nie seit dem Zweiten Weltkrieg. Zum einen führte der wirtschaftliche Einbruch durch die Coronapandemie zu einem Einbruch der Inflationserwartungen und der Zinserwartung und zum anderen hatte die massive Unterstützung durch die Zentralbanken, die im Rahmen ihrer Anleihekaufprogramme Staatsanleihen kauften und damit die Preise erhöhten und die Renditen senkten, einen wesentlichen Einfluss.

**Grafik 11: Staatsanleihen im Umlauf**  
(in Mrd. Euro)



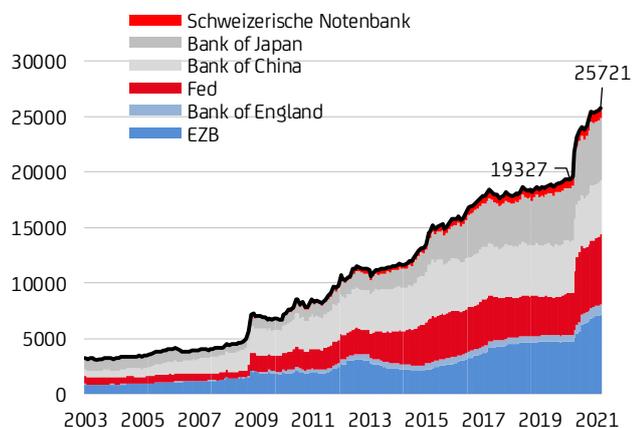
**Grafik 12: Staatsanleihezinsen**  
(10-jährige, in Prozent)



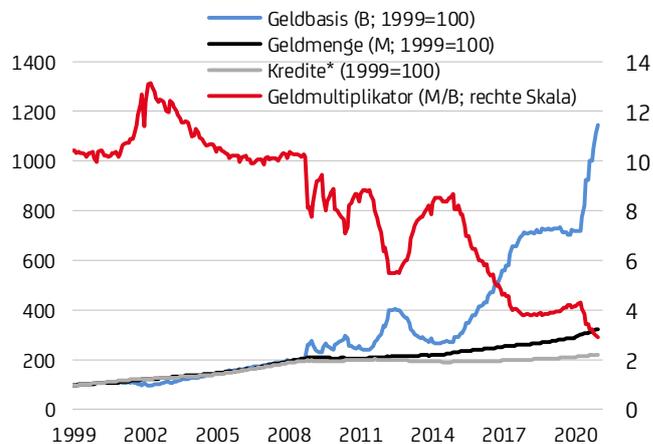
Quelle: EZB, Fed, BoE, PBoC, SNB, Refinitiv Datastream, UniCredit Research

Durch den Kauf von Anleihen durch die Zentralbank wird „neues Zentralbankgeld“ geschaffen, d.h. die Verkäufer der Anleihen (Banken, Versicherungen, Fonds, etc.) erhalten für den Verkauf der Anleihen neues Zentralbankgeld und dies erhöht die Geldbasis (gäbe es kein Giralgeld würde dies simpel bedeuten, es werden mehr Geldscheine gedruckt). Allerdings nicht unbedingt die Geldmenge. Zur Geldmenge wird die Geldbasis de facto erst, wenn sie in die Hände von Nichtbanken kommt, d.h. wenn Haushalte, Firmen oder der Staat über diese Mittel verfügen. Zwar ist die Geldmenge auch gestiegen im Verlauf von 2020 (ca. 12 Prozent), da viele Haushalte und Firmen weniger Geld ausgeben konnten

**Grafik 13: Bilanzsumme der 6 größten Notenbanken der Welt**  
(in Mrd. Euro)



**Grafik 14: Geldbasis und Geldmenge**  
(im Euroraum)

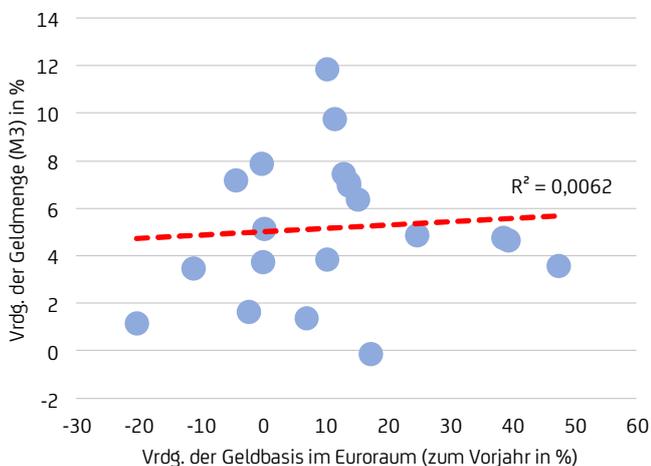


Quelle: BoE, Fed, EZB, PBoC, SNB, Refinitiv Datastream, UniCredit Research

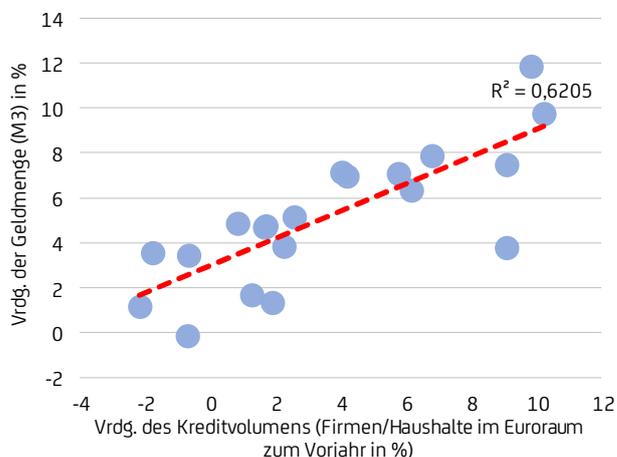
(Zwangssparen), dieser Anstieg war jedoch nicht durch Kredite ausgelöst (Kreditwachstum rund 4 Prozent im Euroraum).

Im Euroraum gab es seit seinem Bestehen 1999 keinen Zusammenhang zwischen Veränderung der Geldbasis und Geldmenge (bzw. Inflation). Allerdings ist ein deutlicher Zusammenhang zwischen Kreditwachstum und Geldmengenwachstum erkennbar. Dies bedeutet: Damit die Geldmenge und in weiterer Folge dann auch möglicherweise die Inflation steigt braucht es Kreditwachstum. Da das Kreditwachstum nicht nur vom Kreditangebot, sondern im Wesentlichen von der Kreditnachfrage und somit von den realwirtschaftlichen Erwartungen abhängig ist, ergibt sich der starke Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquoten und Kredit- und damit Geldmengenwachstum. Daraus resultiert schlussendlich auch der bekannte (Phillips-Kurve) negative Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquote und Inflation, d.h. sinkt die Arbeitslosenquote steigt tendenziell die Inflation und umgekehrt.

**Grafik 15: Geldbasis und Geldmenge**  
(im Euroraum)



**Grafik 16: Kredite und Geldmenge**  
(im Euroraum)

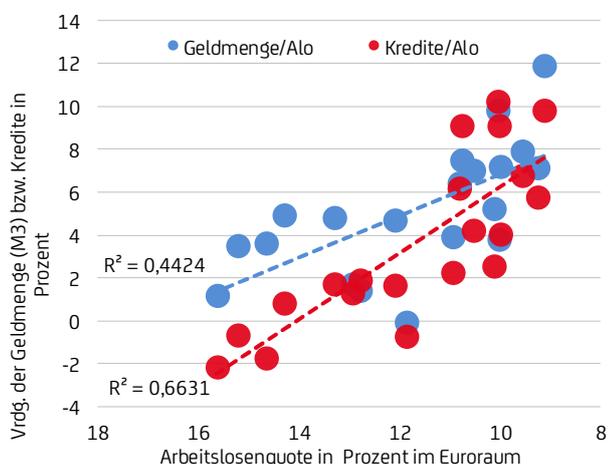


Quelle: EZB, Refinitiv Datastream, UniCredit Research

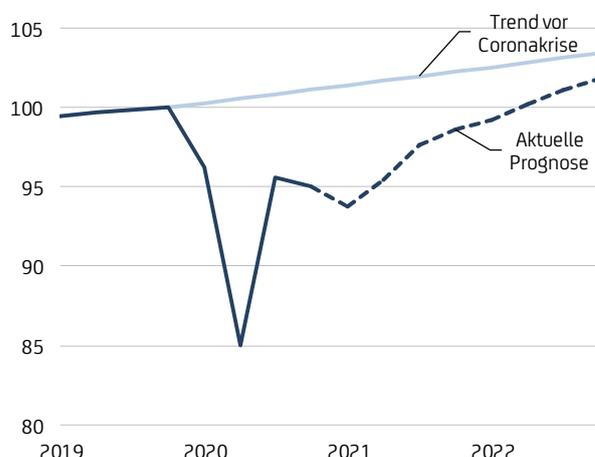
Dies bedeutet, von der im Rahmen der Kaufprogramme explodierenden Geldbasis allein geht keine Inflationsgefahr aus, solange das Geld nicht über den Kreditprozess auch zu einer Erhöhung der Geldmenge führt. Die Kreditnachfrage ihrerseits ist jedoch im Wesentlichen von den Erwartungen bzw. der Realwirtschaft abhängig. Aber stärkeres Wachstum bedeutet noch nicht automatisch höhere Inflation solange die Kapazitäten der Wirtschaft (etwa auch der Arbeitsmarkt) nicht ausgelastet sind.

Wie weit entfernt die Wirtschaft im Euroraum von Vollauslastung ist zeigt die Outputlücke, d.h. der Abstand des BIP von seinem Potential, hier vereinfacht dargestellt durch den Trend vor der Coronakrise. Solange die Wirtschaft im Euroraum dieses Potential nicht wieder erreicht, ist jedenfalls von keiner steigenden Inflation auszugehen<sup>3</sup>.

**Grafik 17: Arbeitslose und Geldmenge/Kredite**  
(im Euroraum)



**Grafik 18: BIP im Euroraum**  
(4Q2019 = 100)



Quelle: EZB, Refinitiv Datastream, UniCredit Research

<sup>3</sup> Ob es inflationäre Tendenzen gäbe, sollte das BIP sein Potential erreichen, ist jedoch ebenfalls unklar. Zum einen ist es nicht einfach, das Potential zu berechnen und zum anderen zeigte die USA vor der Coronakrise, dass es selbst bei Vollbeschäftigung keine Inflationstendenz gab.

## MITTEL- UND LANGFRISTIGE INFLATIONSERWARTUNGEN

- Die mittelfristige Inflationserwartung des Finanzmarktes ist im Verlauf der Coronakrise nochmals deutlich gesunken, erhöhte sich jedoch zuletzt in den USA aufgrund der erwarteten starken Erholung. Im Euroraum stieg sie ebenfalls, bleibt aber weiterhin deutlich unter 2 Prozent
- Der Trend zu niedriger Inflation in den letzten Jahrzehnten wurde stark durch demografische Faktoren (Babyboom, steigende Erwerbsbeteiligung der Frauen) und die Integration von Schwellenländern in die globale Arbeitsteilung (China) begünstigt
- Langfristig dürften die inflationsdämpfenden Effekte von Demografie und Globalisierung auslaufen, dies muss jedoch nicht zwangsläufig zu höherer Inflation führen, wie das Beispiel Japan zeigt

### Was erwartet der Finanzmarkt?

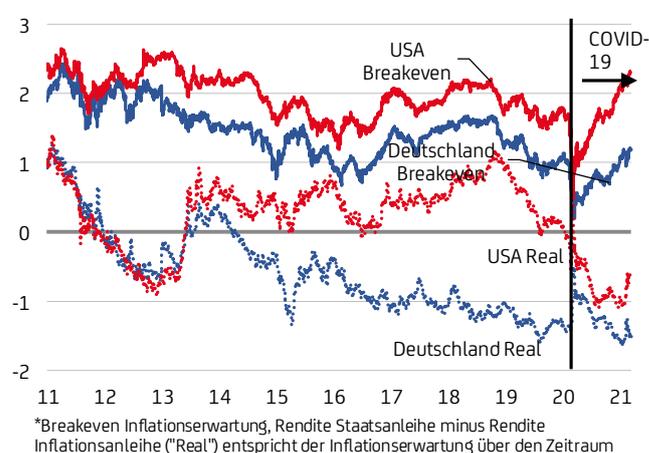
Die Inflation bzw. insbesondere die Inflationserwartung spielt am Finanzmarkt eine wesentliche Rolle, unter anderem auch bei den langfristigen Zinsen, die vereinfacht die erwarteten kurzfristigen Zinsen der nächsten Jahre plus einem gewissen Aufschlag für Risiko und Unsicherheit darstellen. Die zukünftigen kurzfristigen Zinsen sind dabei abhängig einerseits vom geldpolitischen Kurs der Zentralbanken (der wiederum ganz wesentlich von der wirtschaftlichen Situation abhängig ist, wie in Kapitel „Wird die unterstützende Geldpolitik der EZB die Inflation anheizen?“ ausgeführt) und der Inflationserwartung. Dabei lässt sich die Inflationserwartung der Anleger für die nächsten zehn Jahre sehr simpel aus der Differenz der Anleihezinsen für sichere Staatsanleihen und dem Zinssatz von inflationsgesicherten Anleihen desselben Schuldners mit derselben Laufzeit errechnen<sup>4</sup>. Die Rendite der inflationsgesicherten Anleihe ihrerseits bildet die Markterwartung über den zukünftigen geldpolitischen Kurs (abzüglich der Inflation) ab, also der Erwartung über die Realzinsen.

Im Euroraum – hier dargestellt anhand der deutschen Bundesanleihe – sank der langfristige Zinssatz seit der Eurokrise zu Beginn des vorigen Jahrzehnts deutlich von rund 3 Prozent auf 0 Prozent bis Ende 2018 und schließlich sogar in den negativen Bereich von

**Grafik 19: Staatsanleihezinsen**  
(10-jährige, in Prozent)



**Grafik 20: Breakeven Inflationserwartung\***  
(10-jährige, in Prozent)



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Research

<sup>4</sup> Unter der Annahme, Staatsanleihen – wie hier die Bundesanleihe Deutschlands – haben keine Risikokosten.

zuletzt rund minus 0,3 Prozent. Dabei wirkten beide treibenden Kräfte in Richtung niedrigere Zinsen. Zum einen sank der „Realzins“ (d.h. der erwartete geldpolitische Kurs der EZB) deutlich von rund 1 Prozent auf sogar unter minus 1 Prozent, nicht zuletzt seit dem Beginn der Coronakrise. Zum anderen ging aber auch die mittelfristige Inflationserwartung deutlich zurück, von 2 Prozent (dem Ziel der EZB) auf zuletzt 1 Prozent. Auch in den USA sanken die langfristigen Zinsen in den letzten zehn Jahren, von knapp über 3 Prozent auf unter 1 Prozent. Aktuell liegen die langfristigen Zinsen in den USA rund 200 Basispunkte über jenen im Euroraum, was zum größeren Teil auf die unterschiedlichen Inflationserwartungen zurückzuführen ist (2,4 Prozent in den USA versus 1,2 Prozent im Euroraum) und auf die unterschiedlichen Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Geldpolitik („Realzins“ minus 0,6 Prozent in den USA und minus 1,6 Prozent im Euroraum).

Damit geht der Finanzmarkt derzeit für den Euroraum von einer Inflation im Durchschnitt der nächsten zehn Jahre von rund 1 Prozent aus, die EZB für 2023 von 1,4 Prozent und die von der EZB befragten Experten mittelfristig von 1,7 Prozent. Inflationsdruck deutlich über 2 Prozent wird damit nicht erwartet.

### Langfristige Inflationsentwicklung: Demographie und China

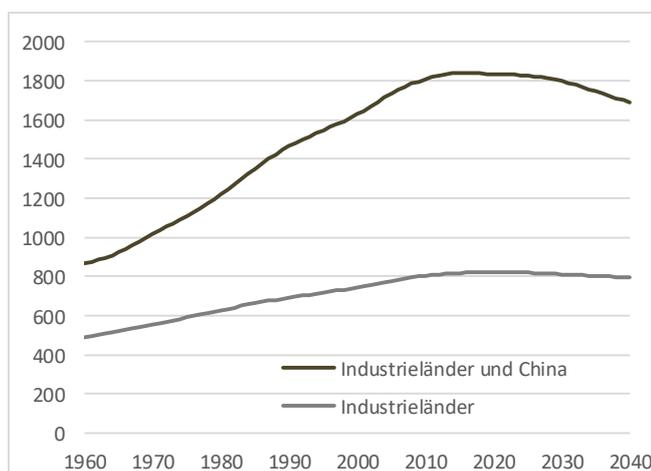
Der sehr „pessimistischen“ Sicht des Marktes und der meisten Ökonomen hinsichtlich einer höheren Inflation in den nächsten fünf Jahren steht eine zunehmend steigende Gruppe von Ökonomen gegenüber, die auf länger Sicht ein Ende des Trends sinkender Inflation sehen<sup>5</sup>.

Das wesentliche Argument dabei ist die demographische Entwicklung und die gestiegene Globalisierung seit den 1980er Jahren. Nicht nur in den Industrieländern wuchs in diesem Zeitraum die arbeitsfähige Bevölkerung durch den Babyboom. Zudem wurden durch die Integration von weniger entwickelten Ländern – allen voran China – in den globalen Arbeitsmarkt durch die Globalisierung einige die Inflation dämpfende Prozesse ausgelöst. In dieser Zeit stieg nicht nur die absolute Zahl der arbeitsfähigen Bevölkerung, sondern auch die Abhängigkeitsquote - der Anteil der Bevölkerung, der von den Arbeitsfähigen abhängig ist - ging zurück.

Gleichzeitig trug neben der verbesserten Geldpolitik durch Inflationssteuerung auch die Öffnung der Märkte, die eine Zunahme des Arbeitskräfte- und Warenangebots auslöste und damit gleichzeitig die Möglichkeiten, Preis- bzw. Lohnerhöhungen durchzusetzen, ver-

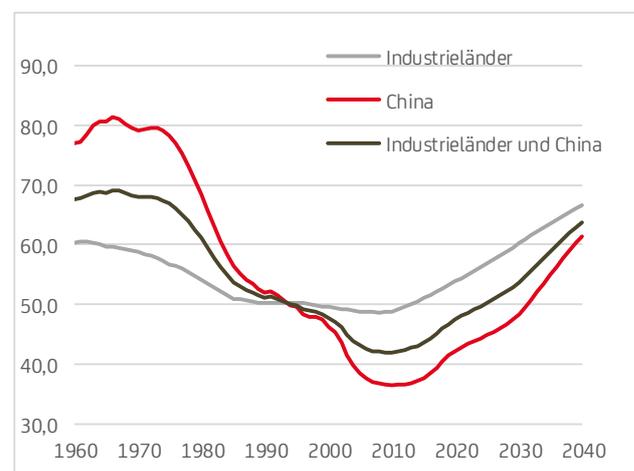
**Grafik 21: Erwerbsbevölkerung**

(15 bis 64 Jahre, in Mio.)



**Grafik 22: Abhängigkeitsquote**

(Bevölkerung im nicht-erwerbsfähigem Alter/Erwerbsbevölkerung)



Quelle: UNO, UniCredit Research

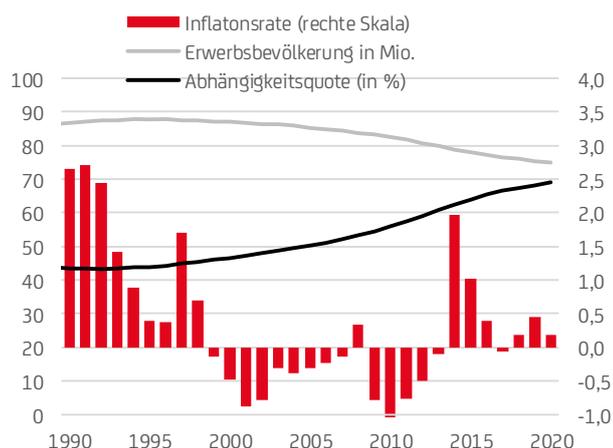
<sup>5</sup> Goodhart, C. and M. Pradhan, The Great Demographic Reversal, Aging Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival, London, Palgrave Macmillan, 2020.

ringerte, zu einer niedrigeren Inflationsentwicklung bei. Auch die Integration bisher nicht am Arbeitsmarkt teilnehmender Gruppen (vor allem der Frauen) in den Arbeitsmarkt verstärkte diesen Trend. Damit konnte trotz starkem Wirtschaftswachstum und geringerer Arbeitslosigkeit die Inflationsrate niedrig gehalten werden.

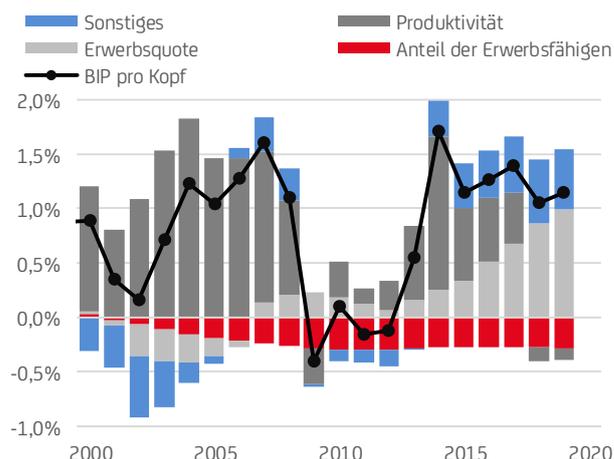
Diese günstigen Voraussetzungen scheinen sich in den nächsten Jahren zu ändern. Sollte es zu keiner stärkeren Integration derzeit kräftig wachsender Regionen – Lateinamerika und/oder Afrika – in die globale Arbeitsteilung kommen, wird einerseits die Zahl der arbeitsfähigen Bevölkerung absolut, andererseits gleichzeitig auch relativ zur Gesamtbevölkerung (Abhängigkeitsquote) abnehmen. Damit könnte es mittelfristig zu stärker inflationären Tendenzen kommen, da die „Marktmacht“ der Anbieter, auch von Arbeit, dadurch steigt.

Zwangsläufig muss die Entwicklung jedoch nicht so verlaufen, wie die Erfahrung von Japan zeigt, das schon sehr früh eine solche Veränderung mitmachte. Im Gegenteil, es kam eher zu deflationären Tendenzen durch die Nachfrageschwäche. Seit den 1990er Jahren sinkt die Erwerbsbevölkerung, seit Mitte der 2000er Jahre steigt die Abhängigkeitsquote. Trotzdem gelang es Japan – ausgenommen während der Finanzkrise –, sein BIP pro Kopf trotz sinkender Erwerbsbevölkerung zu steigern. Im Wesentlichen trug dazu die gesteigerte Produktivität pro Erwerbstätigen bei und zuletzt auch der Anstieg der Erwerbsquote. Seit 2000 erhöhte sich das BIP pro Kopf in Japan durchschnittlich um 0,9 Prozent trotz des Rückgangs der Erwerbsquote von jährlich 0,25 Prozentpunkten. Dies gelang durch einen jährlichen Anstieg der Produktivität von 0,7 Prozentpunkten und einen Anstieg der Erwerbsquote von 0,3 Prozentpunkten. Ob dies auch gelingt, wenn ein Großteil der Industrieländer eine solche Entwicklung durchmachen, kann aus heutiger Sicht nicht beantwortet werden. Mittel- bis langfristig könnte damit die Inflation wieder höher werden als sie in den letzten Jahrzehnten war. Wie die Geldpolitik damit umgeht, wird angesichts der gestiegenen Schulden eine der Herausforderungen der nächsten Jahrzehnte sein.

**Grafik 23: Japan**  
(Erwerbsbevölkerung und Inflationsrate)



**Grafik 24: BIP pro Kopf in Japan**  
(Vrdg. zum Vorjahr in Prozent, real)



Quelle: OECD, Refinitiv Datastream, UNO, UniCredit Research

## Literaturverzeichnis

Goodhart, C. and M. Pradhan, The Great Demographic Reversal, Aging Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival, London, Palgrave Macmillan, 2020.

Samuelson, Paul A. und Solow, Robert M.: Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy, The American Economic Review Vol.50, 1960.

Statistik Austria: Methodische Informationen – Auswirkungen von COVID-19 auf die Berechnung des Verbraucherpreisindex, Februar 2021

### Zum Weiterlesen:

**Bank Austria Homepage:** Alle Prognosen und Analysen der Abteilung Economics & Market Analysis Austria auf <http://wirtschaft-online.bankaustria.at>

**Bank Austria Economic News:** Die neuesten Veröffentlichungen der Abteilung Economics & Market Analysis Austria direkt in Ihrem Posteingang. Anmeldung unter: [https://service.bankaustria.at/pc\\_banews/subscribe.html?nl=NL\\_EcoNews\\_DE](https://service.bankaustria.at/pc_banews/subscribe.html?nl=NL_EcoNews_DE).

Sollten Sie Fragen haben schicken Sie uns ein E-Mail unter [econresearch.austria@unicreditgroup.at](mailto:econresearch.austria@unicreditgroup.at).

### Ohne unser Obligo:

Diese Publikation ist weder eine Marketingmitteilung noch eine Finanzanalyse. Es handelt sich lediglich um Informationen über allgemeine Wirtschaftsdaten. Trotz sorgfältiger Recherche und der Verwendung verlässlicher Quellen kann keine Verantwortung für Vollständigkeit, Richtigkeit, Aktualität und Genauigkeit übernommen werden.

Unsere Analysen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in der vorliegenden Publikation zur Verfügung gestellten Informationen sind nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder als Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen, zu verstehen. Diese Publikation dient lediglich der Information und ersetzt keinesfalls eine individuelle, auf die persönlichen Verhältnisse der Anlegerin bzw. des Anlegers (z. B. Risikobereitschaft, Kenntnisse und Erfahrungen, Anlageziele und finanziellen Verhältnisse) abgestimmte Beratung. Die vorstehenden Inhalte enthalten kurzfristige Markteinschätzungen. Wertentwicklungen in der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.

### Impressum

Angaben und Offenlegung nach §§ 24 und 25 Mediengesetz:

#### Herausgeber und Medieninhaber:

UniCredit Bank Austria AG

1020 Wien, Rothschildplatz 1

Unternehmensgegenstand: Kreditinstitut gem. § 1 Abs.1 Bankwesengesetz

#### Vertretungsbefugten Organe (Vorstand) des Medieninhabers:

Robert Zadrazil, Gregor Hofstätter-Pobst, Mauro Maschio, Tina Pogacic, Wolfgang Schilk, Günter Schubert, Susanne Wendler.

#### Aufsichtsrat des Medieninhabers:

Gianfranco Bisagni, Ranieri De Marchis, Livia Aliberti Amidani, Christine Buchinger, Olivier Khayat, Adolf Lehner, Aurelio Maccario, Mario Pramendorfer, Eveline Steinberger-Kern, Ernst Theimer, Karin Wisak-Gradingner.

#### Beteiligungsverhältnisse am Medieninhabergemäß § 25 Mediengesetz:

UniCredit S.p.A. hält einen Anteil von 99,996 Prozent der Aktien am Medieninhaber (unter folgendem Link <https://www.unicredit-group.eu/en/governance/shareholder-structure.html> sind die wesentlichen, an der UniCredit S.p.A. bekannten Beteiligungsverhältnisse ersichtlich.)

Der Betriebsratsfonds der Angestellten der UniCredit Bank Austria AG, Region Wien, sowie

die Privatstiftung zur Verwaltung von Anteilsrechten (Stifter: Anteilsverwaltung-Zentralsparkasse; Begünstigter: WWTF – Wiener Wissenschafts-, Forschungs- und Technologiefonds) sind mit einem Anteil von zusammen 0,004 Prozent am Medieninhaber beteiligt.