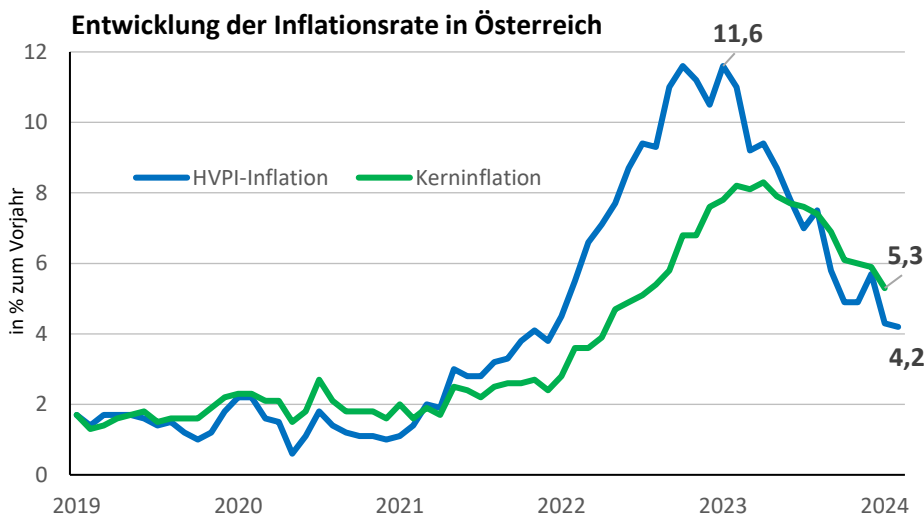


Inflationsupdate 1/2024

SCHLEPPENDER RÜCKGANG UND GELDPOLITISCHE ERWARTUNGEN

Der Teuerungsrückgang in Österreich verläuft zaghafter als im restlichen Euroraum. Die hierzulande üblichen Indexierungen sowie langfristig vertraglich fixierte Energiepreise spielen dabei eine zentrale Rolle. Allerdings erwarten die österreichischen Unternehmer:innen eine zunehmende Verlangsamung des Wachstums der Verkaufspreise. Auch das Konsumverhalten der Österreicher:innen hat sich nach den Pandemie Jahren wieder weitgehend normalisiert. Damit drängt sich immer mehr die Frage auf, wann es zu den ersten Zinssenkungen der EZB kommt. Das Inflationsupdate analysiert die Preissituation und wagt einen Ausblick.

Aktuell liegt die Jahresinflationsrate laut Schnellschätzung für Februar bei 4,2 % und damit auf dem niedrigsten Stand seit Dezember 2021. Der Rückgang ist vor allem auf die rückläufige Energiepreis-inflation zurückzuführen. Seit Herbst 2023 wurde die Inflationsrate zunehmend durch Basiseffekte gedrückt, die auf die Energiepreissteigerungen des Vorjahres zurückzuführen sind. Bei der Kerninflation, also ohne Nahrungsmittel und Energie, wurde der Höhepunkt aufgrund von Zweitrundeneffekten erst im April 2023 erreicht.

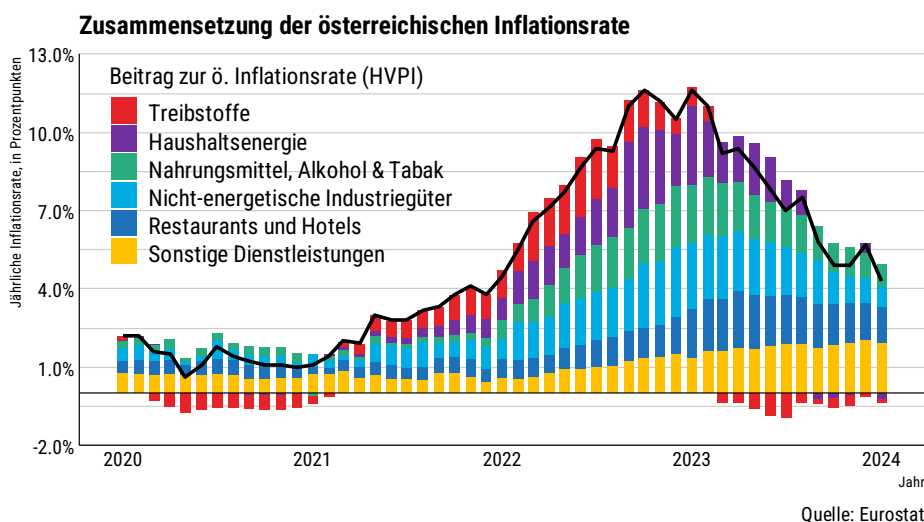


Quelle: Eurostat, HVPI.

Der Inflationsrückgang verlief in Österreich allerdings langsamer als im übrigen Euroraum. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen auf zwei Faktoren zurückzuführen: Zum einen war die staatliche Reaktion auf den Energiepreisanstieg in Österreich durch vergleichsweise großzügige Transfermaßnahmen gekennzeichnet. Diese zielten primär auf die Stützung der Realeinkommen und weniger auf direkte Eingriffe in die Preisbildung ab. Zum anderen spielt die Struktur der österreichischen Wirtschaft eine Rolle bei der Inflationsentwicklung. So hat etwa die Tourismusbranche hierzulande ein besonders wichtiger Wirtschaftsbereich, weswegen höhere Preissteigerungen im Bewirtungs- und Beherbergungsgewerbe einen überproportionalen Einfluss auf die Inflationsrate. Dort stiegen die Preise in den vergangenen 2 Jahren nicht nur stärker als in anderen Ländern, sondern hatten auch ein um rund 50 % höheres Warenkorbgewicht als im Euroraum. Im Jahr 2023 machte das die Hälfte des jährlichen Inflationsdifferenzials Österreichs zum Euroraum aus.

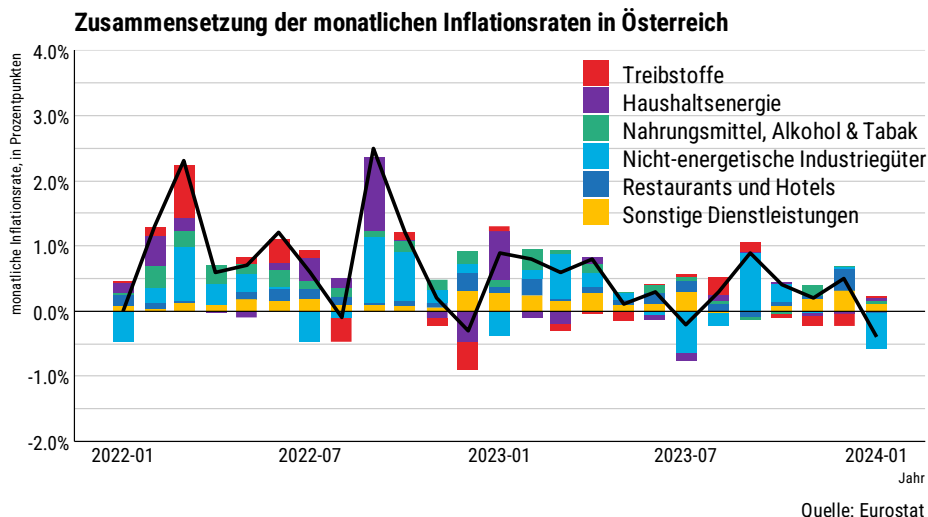
Indexierungen feuern Teuerung an

Außerdem befeuern die hierzulande üblichen Indexierungsklauseln die Teuerung. So ist zum Beispiel der Inflationsbeitrag der Wohnungsmieten mit 0,43 %-Punkten nach Irland der höchste in der Eurozone (gemessen an der Teuerungsrate liegt Österreich ebenso auf Platz 2). Auf dem Energiemarkt kommt hinzu, dass die Preise in der Regel vertraglich für 12 Monate fixiert sind und sinkende Großhandelspreise daher langsamer an die Haushaltskunden weitergegeben werden als in Ländern, in denen überwiegend variable Preise zur Anwendung kommen. Trotz dieser Verzögerung verlangsamte sich die jährliche Inflationsrate der Kategorie Energie im Jänner deutlich auf -4,3 %. Zum Vergleich: Ein Jahr zuvor lagen die Energiepreise noch um 38,4 % über dem Vorjahresniveau.



Bei Nahrungsmitteln (5,8 % im Jänner 2024 bzw. 14,1 % im Jänner 2023) und nichtenergetischen Industriegütern (2,7 % bzw. 8,8 %) verlangsamte sich die Inflationsrate sowohl im Jahres- als auch Monats-Vergleich deutlich. Im Zeitraum zwischen November und Februar 2023 lag die auf ein Jahr

hochgerechnete Inflationsrate bei 3,4 % (annualisierte 3-Monatsrate) und damit deutlich niedriger als in den Monaten von August 2023 bis Februar 2024 mit 4,6 % (annualisierte 6-Monatsrate). Damit hat sich die Inflationsdynamik vor allem in den letzten drei Monaten klar abgeschwächt.



Insbesondere im Jänner war ein deutlicher Rückgang der Inflationsdynamik zu beobachten. Im Vormonatsvergleich sank das Preisniveau um -0,4 %, was im Wesentlichen auf den Preisrückgang bei nichtenergetischen Industriegütern zurückzuführen ist. Hier muss jedoch beachtet werden, dass es sich dabei um einen saisonalen Effekt handelt, der zudem schwächer ausfällt als in der Dekade vor der Pandemie: Im Durchschnitt der Jahre 2010 bis 2019 sank das Preisniveau im Jänner um -0,8 %.

Strompreisbremse wirkt nach

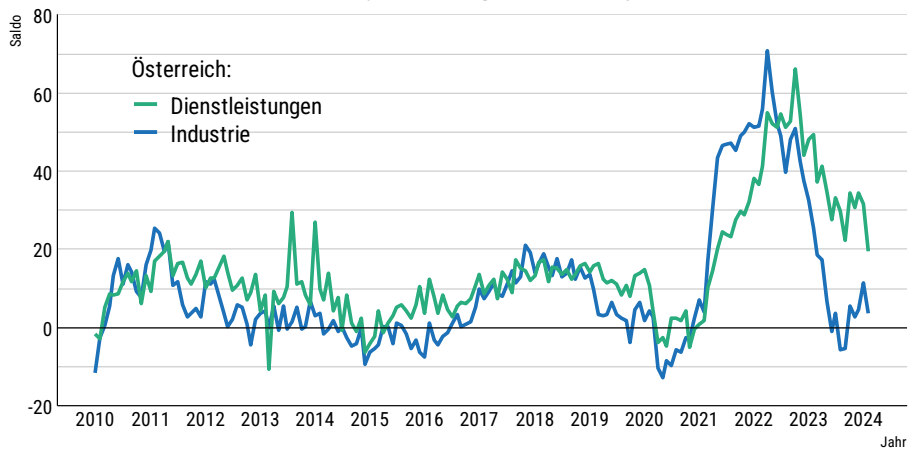
Der marginale Anstieg der Jahresinflationsrate auf 5,7 % im Dezember 2023 gegenüber 4,9 % im Vormonat ist vor allem auf Basiseffekte im Zusammenhang mit der Einführung der Strompreisbremse im Dezember 2022 zurückzuführen. Die Strompreisbremse hatte nach ihrer Einführung das Preisniveau um rund 0,5 Prozentpunkte gesenkt. Seit Dezember 2023 wird die Jahresinflation auf Basis dieses reduzierten Preisniveaus berechnet, was zu einem entsprechenden Anstieg der Inflationsrate geführt hat. Dass dieser Anstieg nicht als Abweichung vom Abwärtstrend der Inflation zu interpretieren ist, lässt sich an der Kerninflation ablesen; diese sank im Dezember um 0,1 Prozentpunkte auf 5,9 %. Auch die zuvor schon gesunkenen Treibstoffpreise haben im Jahresvergleich nicht mehr zur Senkung der Inflationsrate beigetragen.

Unternehmer:innen erwarten sinkende Preise

Die Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen sind im Februar sowohl für Dienstleistungen als auch bei den Industriegütern gesunken, nachdem beide Indikatoren gegen Ende 2023 wieder leicht angestiegen waren. Im Dienstleistungssektor dürfte der Rückgang auf eine schwächere Nachfrage und weniger optimistische Aussichten für die kommenden Monate zurückzuführen

sein. Der Rückgang bei den Waren deutet hingegen darauf hin, dass die durch die Attacken durch Huthi-Rebellen im Roten Meer bedingten Lieferstörungen angesichts der aktuell straukelnden Industriekonjunktur keine negativen Auswirkungen auf die Inflationsentwicklung zu haben scheinen.

Business and Consumer Survey: Verkaufspreiserwartungen für die nächsten 3 Monate

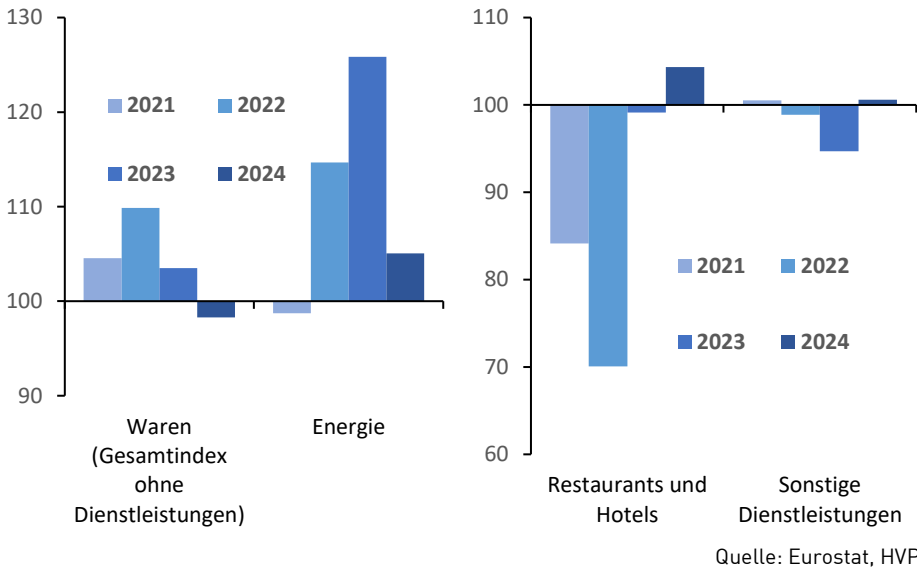


Quelle: Eurostat

Konsumverhalten wieder auf Vorkrisenniveau

Die Pandemie und die Energiepreiskrise hatten zu deutlichen Verschiebungen in der Ausgabenstruktur der privaten Haushalte geführt. Diese Veränderungen haben sich in den Folgejahren in höheren Gewichten für Waren und Energie sowie niedrigeren Gewichten für Dienstleistungen, insbesondere im Gastgewerbe, niedergeschlagen. Aus der aktualisierten Warenkorbgewichtung für 2024 lässt sich jedoch ableiten, dass sich das Konsumverhalten der privaten Haushalte wieder weitgehend auf das Vorkrisenniveau eingependelt hat. Besonders deutlich zeigt sich ein Rückgang bei der Gewichtung von Energie, der auf eine Kombination aus sinkenden Energiepreisen und Verbrauchseinsparungen zurückzuführen ist. Damit ist die Energiepreiskrise zumindest in der Ausgabenstruktur der privaten Haushalte fast vollständig überwunden. Auffällig ist auch, dass die Gewichtung des Gastgewerbes in diesem Jahr höher ausfällt. Dies liegt einerseits an der relativ starken Teuerung in diesem Sektor, zeigt aber auf der anderen Seite auch, wie robust die Nachfrage in diesem Bereich nach wie vor ist.

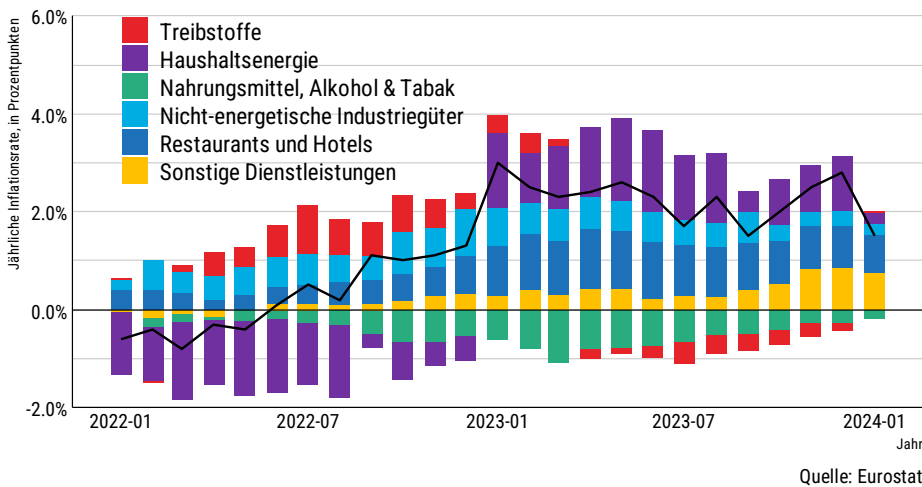
Entwicklung der Warenkorbgewichtung für Österreich (Index: 2020 = 100)



Teuerung flachte in der Eurozone rascher ab

Verglichen mit Österreich verlief der Inflationsrückgang im Euroraum deutlich zügiger. Einen großen Einfluss hatte auch hier die rückläufige Energieinflation. Aber auch der Abbau von Lieferkettenproblemen und die nachfragedämpfende Wirkung der Geldpolitik haben dazu beigetragen, dass die Teuerung im Euroraum im Herbst 2023 nahezu zum Stillstand gekommen ist. Dies wird besonders deutlich, wenn man den Vergleichszeitraum, der bei der Inflationsrate üblicherweise 12 Monate beträgt, verkürzt. Während die Gesamtinflation (HVPI) im Februar 2024 bei 2,6 % lag, beträgt die annualisierte Verbraucherpreisinflation für die letzten sechs Monate nur noch 0,5 %. Ähnliches gilt für die Kerninflation in der Eurozone, die in den letzten zwölf Monaten bei 3,1 % lag, in den letzten sechs Monaten auf Jahresbasis aber nur 0,1 % betrug. Sofern keine neuen Angebotsengpässe auftreten, kann der Inflationsschock im Euroraum damit für überwunden erklärt werden.

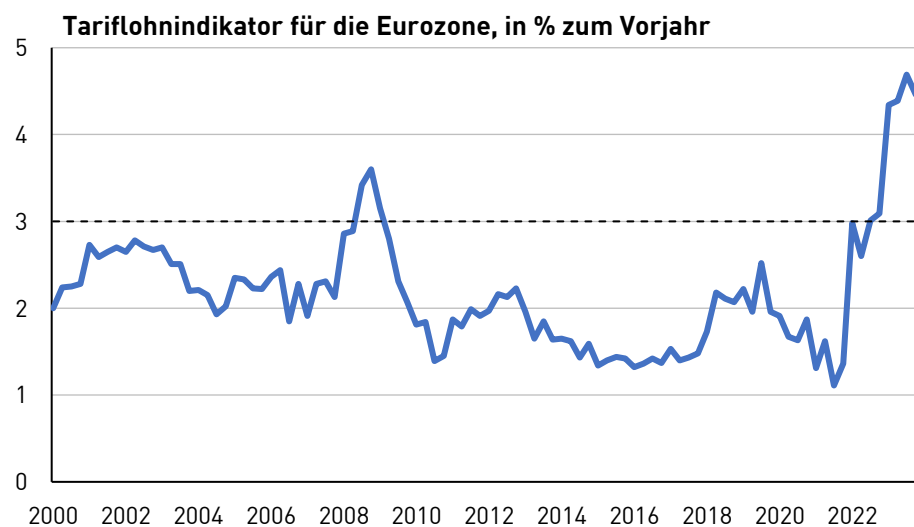
Inflationsdifferenzial Österreich - Eurozone



Auch wenn die EZB derzeit noch von einer offiziellen Stellungnahme absieht, zeichnen die jüngsten [Stabsprognosen](#) von Anfang März ein ähnliches Bild. Das Ausbleiben größerer Zweitrundeneffekte hat die Inflationsrate im Euroraum deutlich stärker sinken lassen, als es die Notenbankler:innen im Jahr 2023 noch für wahrscheinlich gehalten haben. Im September letzten Jahres prognostizierten sie noch eine Inflationsrate von 3,2 %, die inzwischen auf 2,3 % nach unten revidiert wurde. Die neue Prognose geht davon aus, dass die durchschnittliche Jahresinflationsrate bereits 2025 wieder bei 2 % liegen wird und im Jahr darauf mit 1,9 % sogar leicht darunter.

Wann senkt die EZB die Leitzinsen?

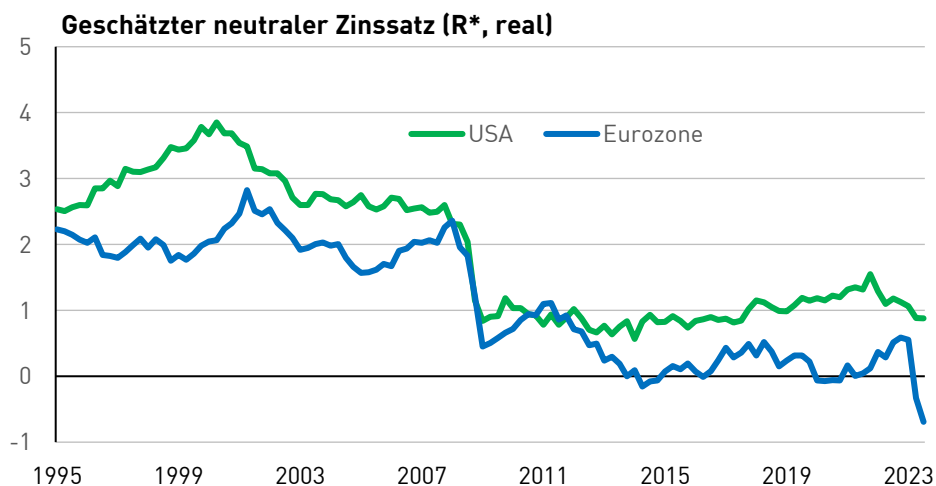
Der rasante Rückgang der Eurozonen-Inflationsrate seit Ende 2022 und die zeitgleich stattfindende wirtschaftliche Stagnation werfen die Frage auf, wann die EZB damit beginnen wird, die Leitzinsen wieder zu senken. Bedingt durch das aktuelle Zinsniveau wirkt die Geldpolitik nach [Selbsteinschätzung der EZB](#) sehr restriktiv und läuft damit Gefahr, die Stagnation der Realwirtschaft im Euroraum unnötig zu verlängern. Gleichzeitig will die EZB sicherstellen, dass das derzeit durch Nachholeffekte [erhöhte Lohnwachstum wieder auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zurückkehrt](#). Um hier mehr Sicherheit zu gewinnen, werden die Ökonom:innen der EZB zumindest die Veröffentlichung der Lohnwachstumswahlen für das erste Quartal abwarten. Das bedeutet, eine erste Zinssenkung wäre frühestens im Juni möglich.



Quelle: EZB, 3 % Lohnwachstum wird von der EZB als kompatibel mit dem Inflationsziel betrachtet

Danach wird das Tempo der Zinssenkungen von mehreren Faktoren abhängen: Zum einen wird entscheidend sein, wie schnell sich das Lohnwachstum der von der EZB als Zielwert angesehenen Marke von 3 % nähert. Ebenso wichtig wird die Entwicklung der Dienstleistungsinflation im Euroraum sein, die im Juli 2023 mit 5,6 % gegenüber dem Vorjahr ihren Höhepunkt erreicht hat und laut Schnellschätzung bis Februar 2024 auf 3,9 % gesunken ist. Dabei hat sich der Rückgang in den letzten 4 Monaten wieder verlangsamt. Grundsätzlich wäre

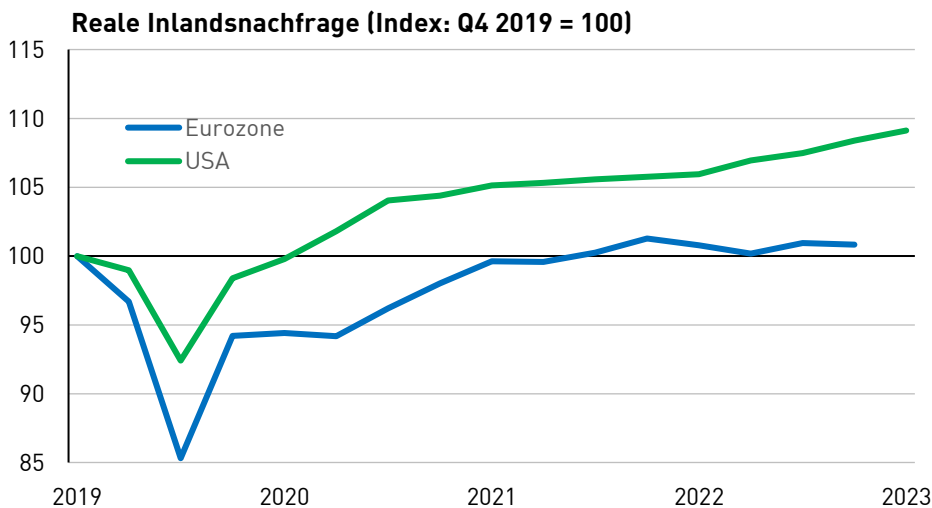
eine Dienstleistungsinflation von mehr als 2 % durchaus mit dem Inflationsziel der EZB vereinbar. Österreich ist hier wohl das beste Beispiel: In der Dekade von 2010 bis 2019 lag die jährliche Inflationsrate im Dienstleistungssektor mit durchschnittlich 2,5 % deutlich über dem damaligen Ziel von knapp unter 2 %. Dennoch konnte die Gesamtinflation mit durchschnittlich 1,9 % - im Gegensatz zum gesamten Euroraum - eine Punktlandung hinlegen.



Quelle: [New York Fed](#); Holston, Laubach, and Williams Methode

Auch die anstehenden Entscheidungen der US-Notenbankler:innen der Fed werden eine Rolle spielen. Derzeit wird auch in den USA mit einer ersten Zinssenkung im Juni gerechnet. Die US-Wirtschaft ist im Gegensatz zum Euroraum aber auch in einer deutlich besseren Verfassung, was das Risiko, dass die Inflation aufgrund von Nachfrageeffekten noch länger über dem Inflationsziel liegt, deutlich größer werden lässt. Um die von der EZB so oft bemühte Analogie zu verwenden: Die „letzte Meile“ auf dem Weg zur Normalisierung der Inflation könnte sich in den USA als schwieriger erweisen als im Euroraum. Daher könnte die Fed am Ende langsamer vorgehen als erwartet.

In Europa ist das Risiko einer solchen Überhitzung jedenfalls sehr gering. Während die Binnennachfrage im Euroraum Ende 2023 nur knapp über dem Vorkrisenniveau (Q4 2019) lag, war sie in den USA im vierten Quartal 2023 um 9,1 % höher. Sollte die EZB daher als Reaktion auf eine abwartende Haltung der Fed ebenso zögern, könnte dies im Umkehrschluss zu stärkeren Zinssenkungen in der Zukunft und damit zu einem niedrigeren Zinsboden führen.



Quelle: FRED, Eurostat; Inlandsnachfrage = Konsumausgaben + Bruttoinvestitionen

Dazu kommt, dass sich viele der geldpolitischen Sorgen, die die EZB zu dem starken Anstieg der Leitzinsen angetrieben haben, mittlerweile als unbegründet erwiesen haben. So haben etwa Bernanke und Blanchard die Inflationsursachen in verschiedenen Ländern untersucht und kommen zu dem Schluss, dass die Auswirkungen der diversen Preisschocks überraschend kurz waren. Zweitrundeneffekte waren sowohl im Zusammenhang mit der Rolle von Energie und Nahrungsmitteln als Vorleistungen als auch mit dem Lohnwachstum begrenzt. Darüber hinaus sind die Inflationserwartungen trotz des starken Anstiegs der tatsächlichen Inflationsrate langfristig fest bei 2 % verankert geblieben. Insgesamt haben diese Aspekte dazu geführt, dass die befürchtete Lohn-Preis-Spirale - die in den siebziger Jahren ein wichtiger Faktor für hohe und persistente Inflation gewesen ist - in dieser Inflationsphase lediglich eine untergeordnete Rolle spielte.

Ausblick: Optimistische Prognosen gehen aktuell davon aus, dass die Inflation im Euroraum bereits Mitte 2024 erstmals wieder unter die magische 2 %-Marke fallen könnte. In Österreich wird die Teuerung zwar ebenfalls weiter zurückgehen; mit einem Unterschreiten des Eurozonen-Inflationsziels ist jedoch nach Ansicht der führenden Wirtschaftsforschungsinstitute in den kommenden Jahren nicht zu rechnen. Abhilfe könnten angebotsseitige Strukturreformen schaffen: Insbesondere kostenreduzierende energie- und arbeitsmarktpolitische Maßnahmen würden inflationssenkend wirken und damit das Inflationsdifferential zur Eurozone verringern.