

Wirtschafts- und Zinsausblick vor dem Hintergrund aktueller Krisen

Schelhammer Capital

Februar 2023

Prof Dr Ernest Gnan, SUERF und OeNB

Die in dieser Präsentation vertretenen Meinungen sind ausschließlich jene des Vortragenden und nicht notwendigerweise jene der OeNB, des Eurosystems, der EZB oder von SUERF – The European Money and Finance Forum.

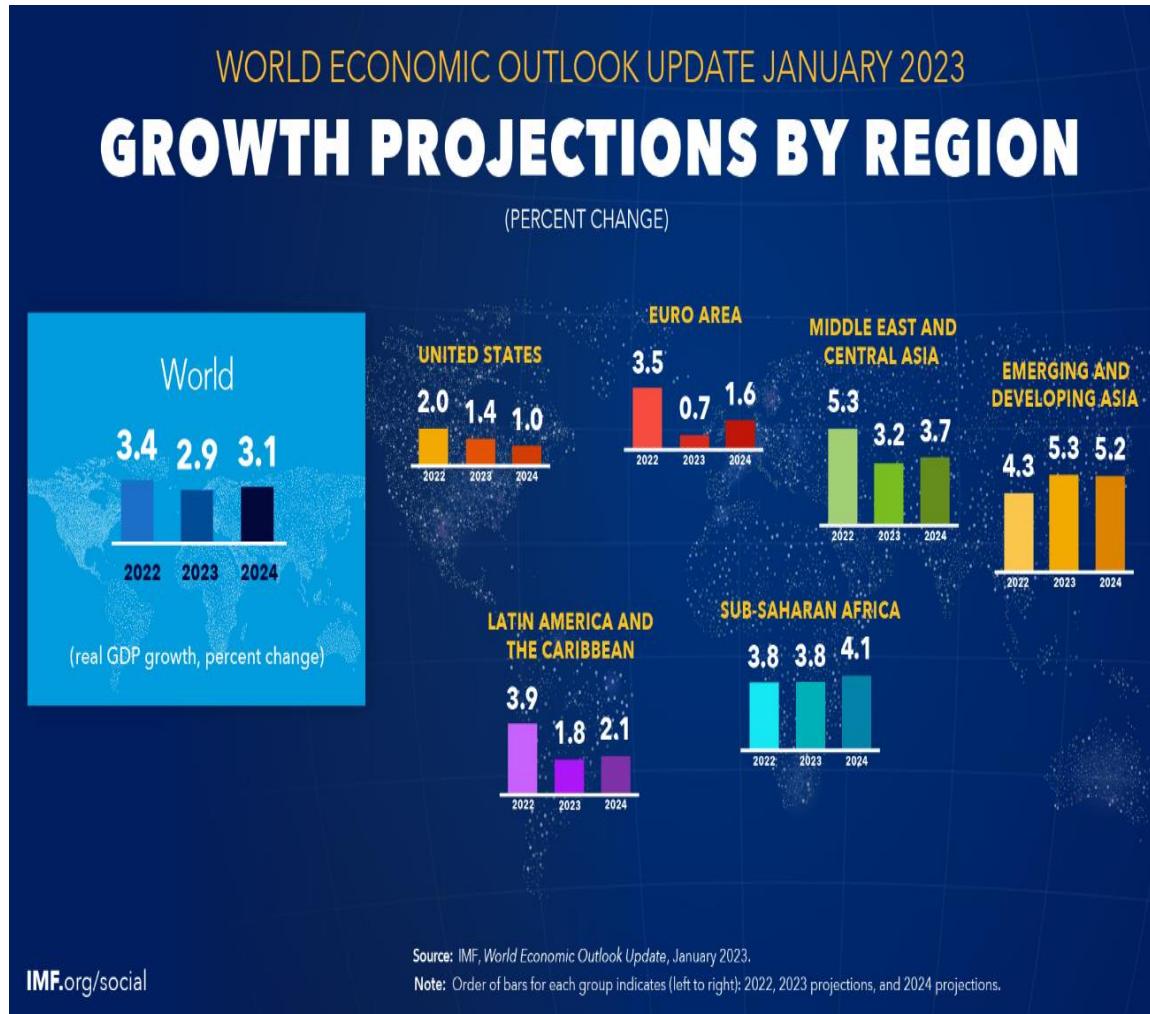
Inhalt

1. Wirtschaftslage und -prognosen
2. Analyse: Serienschocks und deren Implikationen und (Neben)Wirkungen
3. Geldpolitik: globale Inflationsbekämpfung in schwierigem Umfeld
4. Chancen – Risiken - Szenarien

Inhalt

1. Wirtschaftslage und -prognosen
2. Analyse: Serienschocks und deren Implikationen und (Neben)Wirkungen
3. Geldpolitik: globale Inflationsbekämpfung in schwierigem Umfeld
4. Chancen – Risiken - Szenarien

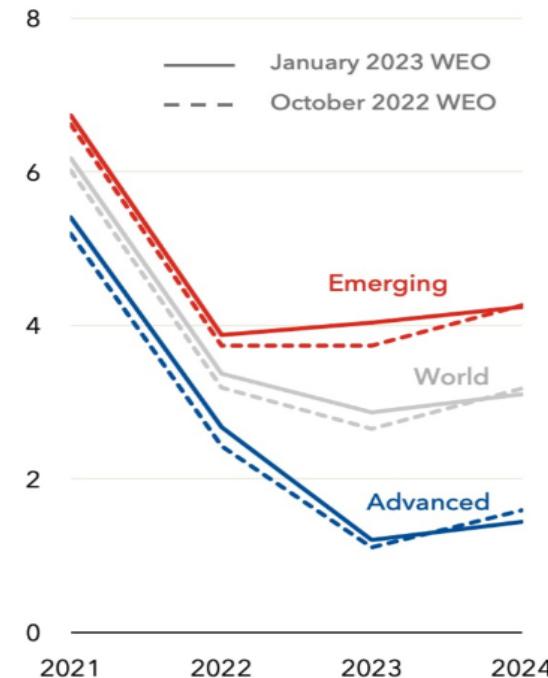
Globaler Konjunkturausblick hat sich jüngst aufgehellt Wachstumslokotiven Emerging Markets



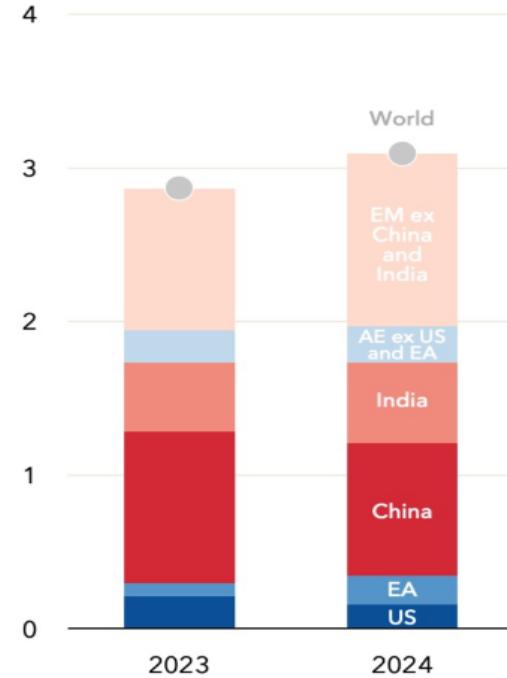
Global growth

China and India will be the major engines of growth this year.

Growth projections
(percent; year over year)



Contribution to world GDP growth
(percent share of world growth)



Industrieländer schrammen an Rezession vorbei - UK leidet unter Brexit
 EMEs erholen sich – Asien besser als LatAm, CESEE - Sonderfall RU

Outlook Growth Projections

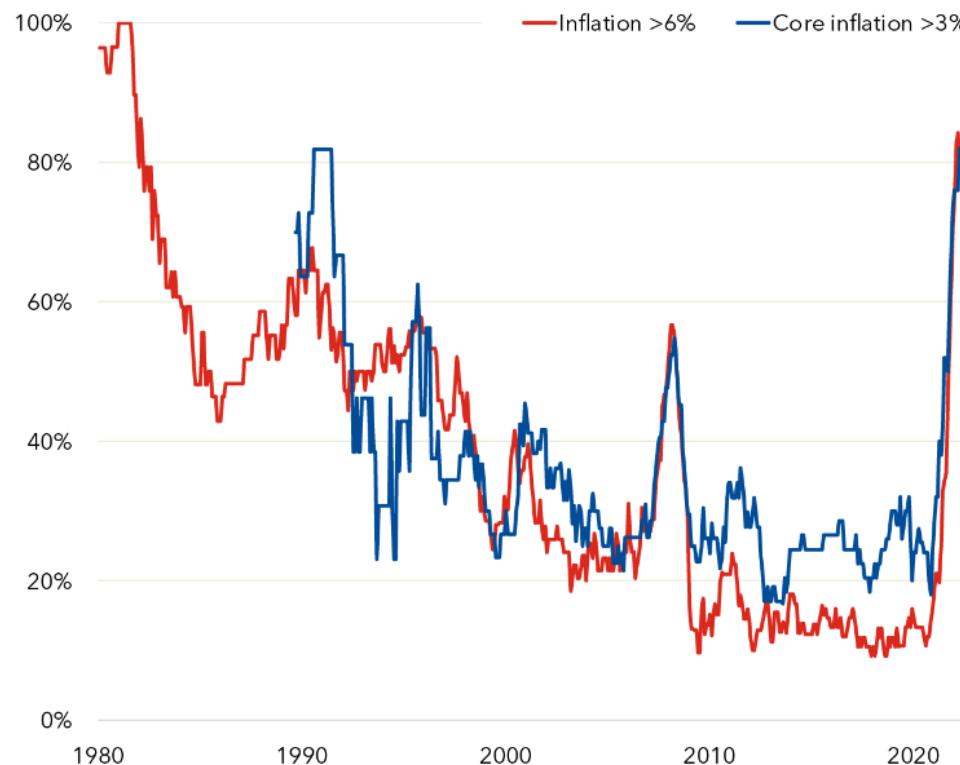
(real GDP, annual percent change)	ESTIMATE		PROJECTIONS	
	2022	2023	2024	
World Output	3.4	2.9	3.1	
Advanced Economies	2.7	1.2	1.4	
United States	2.0	1.4	1.0	
Euro Area	3.5	0.7	1.6	
Germany	1.9	0.1	1.4	
France	2.6	0.7	1.6	
Italy	3.9	0.6	0.9	
Spain	5.2	1.1	2.4	
Japan	1.4	1.8	0.9	
United Kingdom	4.1	-0.6	0.9	
Canada	3.5	1.5	1.5	
Other Advanced Economies	2.8	2.0	2.4	
Emerging Market and Developing Economies	3.9	4.0	4.2	

(real GDP, annual percent change)	2022	2023	2024
Emerging Market and Developing Economies	3.9	4.0	4.2
Emerging and Developing Asia	4.3	5.3	5.2
China	3.0	5.2	4.5
India	6.8	6.1	6.8
Emerging and Developing Europe	0.7	1.5	2.6
Russia	-2.2	0.3	2.1
Latin America and the Caribbean	3.9	1.8	2.1
Brazil	3.1	1.2	1.5
Mexico	3.1	1.7	1.6
Middle East and Central Asia	5.3	3.2	3.7
Saudi Arabia	8.7	2.6	3.4
Sub-Saharan Africa	3.8	3.8	4.1
Nigeria	3.0	3.2	2.9
South Africa	2.6	1.2	1.3
Memorandum			
Emerging Market and Middle-Income Economies	3.8	4.0	4.1
Low-Income Developing Countries	4.9	4.9	5.6

Jüngster globaler Inflationsrückgang von Energiepreisen und Lieferkettenverbesserungen getrieben – Kerninflation aber hartnäckiger als erwartet

Inflation pressures

The share of economies experiencing rapid price increases surged throughout last year.



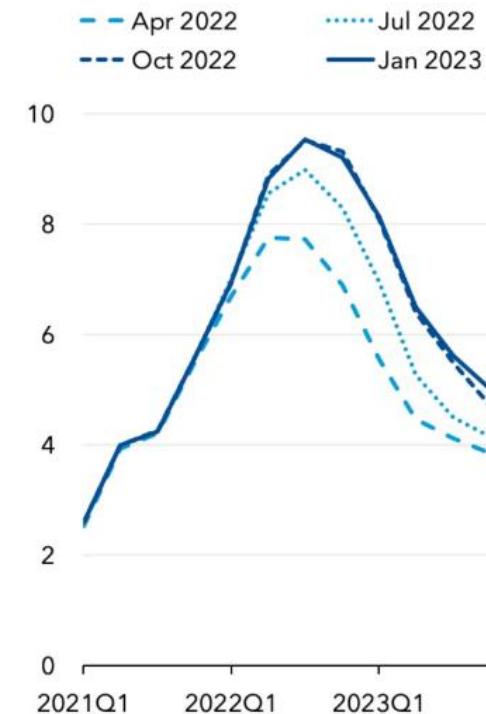
Source: Bloomberg, IMF staff calculations.



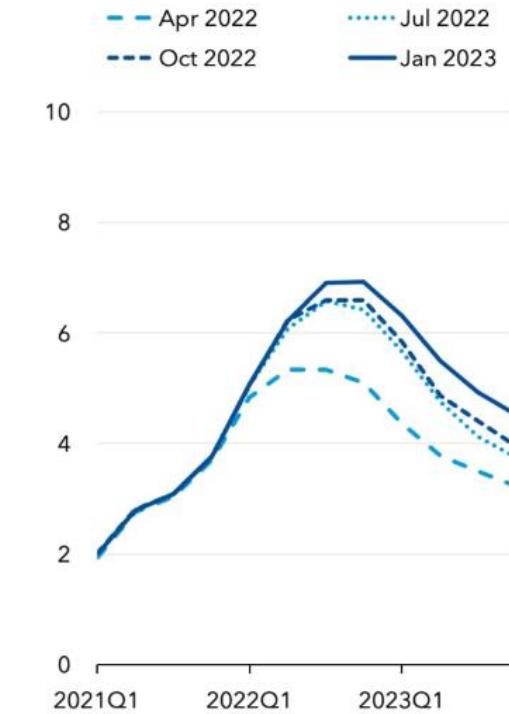
Inflation

Headline inflation is falling in many countries, but core inflation has been revised upwards.

Global headline CPI inflation (percent; year over year)



Global core CPI inflation (percent; year over year)



Sources: IMF, *World Economic Outlook*; and IMF staff calculations.



Q: IMF WEO Jan 2023 Update

Q: Tobias Adrian, Christopher Erceg, Fabio Natalucci, Feb 2023: Looser Financial Conditions Pose Conundrum for Central Banks.

IMF Jan 2023 WEO Update: Inflation Peaking amid Low Growth

- Global growth is projected to fall from an estimated 3.4 percent in 2022 to 2.9 percent in 2023, then rise to 3.1 percent in 2024. The forecast for 2023 is 0.2 percentage point higher than predicted in the October 2022 World Economic Outlook (WEO) but below the historical (2000–19) average of 3.8 percent. The rise in central bank rates to fight inflation and Russia's war in Ukraine continue to weigh on economic activity. The rapid spread of COVID-19 in China damped growth in 2022, but the recent reopening has paved the way for a faster-than-expected recovery. Global inflation is expected to fall from 8.8 percent in 2022 to 6.6 percent in 2023 and 4.3 percent in 2024, still above pre-pandemic (2017–19) levels of about 3.5 percent.
- The balance of risks remains tilted to the downside, but adverse risks have moderated since the October 2022 WEO. On the upside, a stronger boost from pent-up demand in numerous economies or a faster fall in inflation are plausible. On the downside, severe health outcomes in China could hold back the recovery, Russia's war in Ukraine could escalate, and tighter global financing conditions could worsen debt distress. Financial markets could also suddenly reprice in response to adverse inflation news, while further geopolitical fragmentation could hamper economic progress.
- In most economies, amid the cost-of-living crisis, the priority remains achieving sustained disinflation. With tighter monetary conditions and lower growth potentially affecting financial and debt stability, it is necessary to deploy macroprudential tools and strengthen debt restructuring frameworks. Accelerating COVID-19 vaccinations in China would safeguard the recovery, with positive cross-border spillovers. Fiscal support should be better targeted at those most affected by elevated food and energy prices, and broad-based fiscal relief measures should be withdrawn. Stronger multilateral cooperation is essential to preserve the gains from the rules-based multilateral system and to mitigate climate change by limiting emissions and raising green investment. The global fight against inflation, Russia's war in Ukraine, and a resurgence of COVID-19 in China.

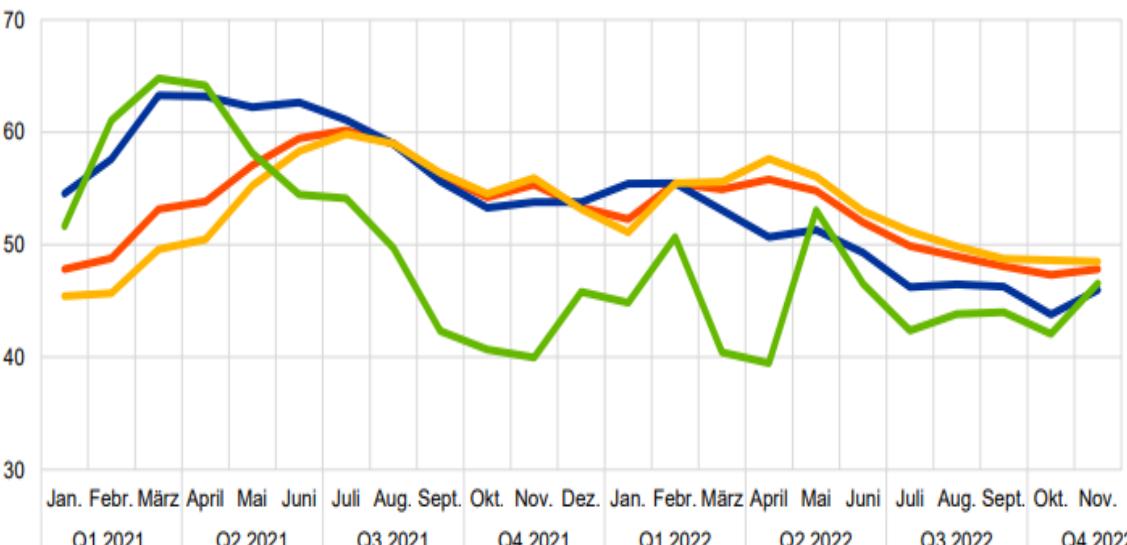
Schwache Umfrageindikatoren im EA haben Boden gefunden / erholen sich

Umfrageindikatoren für einzelne (Teil-)Sektoren

a) Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion

(Diffusionsindikatoren)

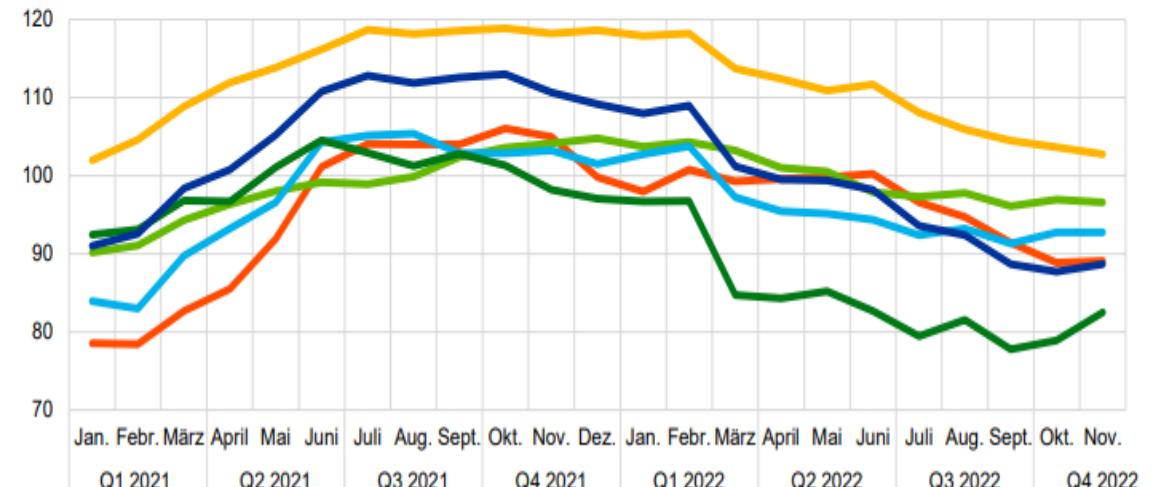
- Verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistungssektor zusammengekommen
- Verarbeitendes Gewerbe
- Dienstleistungssektor
- Fahrzeuge



b) Unternehmer- und Verbrauchertrauen

(Diffusionsindikatoren)

- Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung
- Industrie ohne Baugewerbe
- Dienstleistungssektor
- Baugewerbe
- Einzelhandel
- Verbrauchertrauen



Quellen: S&P Global Market Intelligence (Grafik a), Europäische Kommission und EZB-Berechnungen (Grafik b).

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2022 (Fahrzeugproduktion) bzw. November 2022 (alle anderen Positionen).

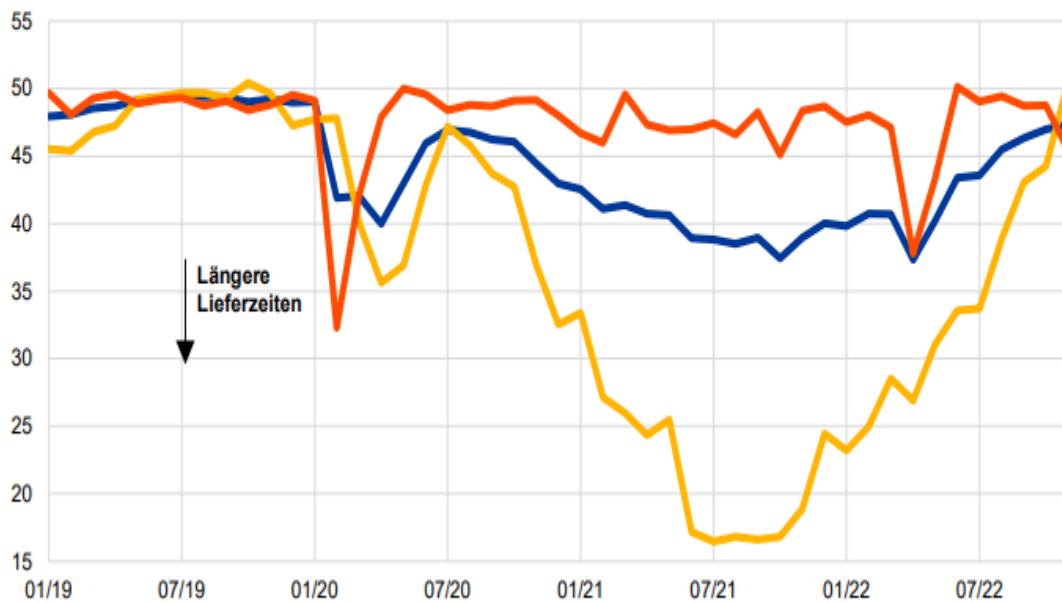
Quelle: [EZB-Bulletin 6/2022](#)

Globale Lieferengpässe lösen sich – Preisdruck in Produktion weiter hoch

EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer

(Index)

- Weltweit (ohne Euroraum)
- Vereinigte Staaten
- China



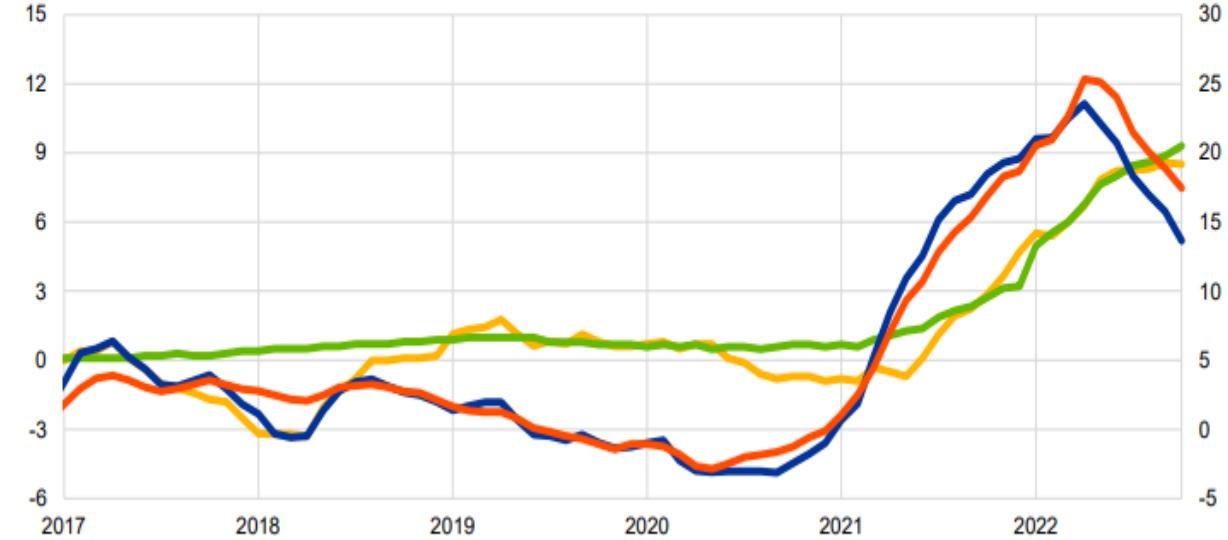
Quellen: S&P Global und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2022.

Indikatoren des Preisdrucks

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter (rechte Skala)
- Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel
- Inländische Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter (rechte Skala)
- Inländische Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel



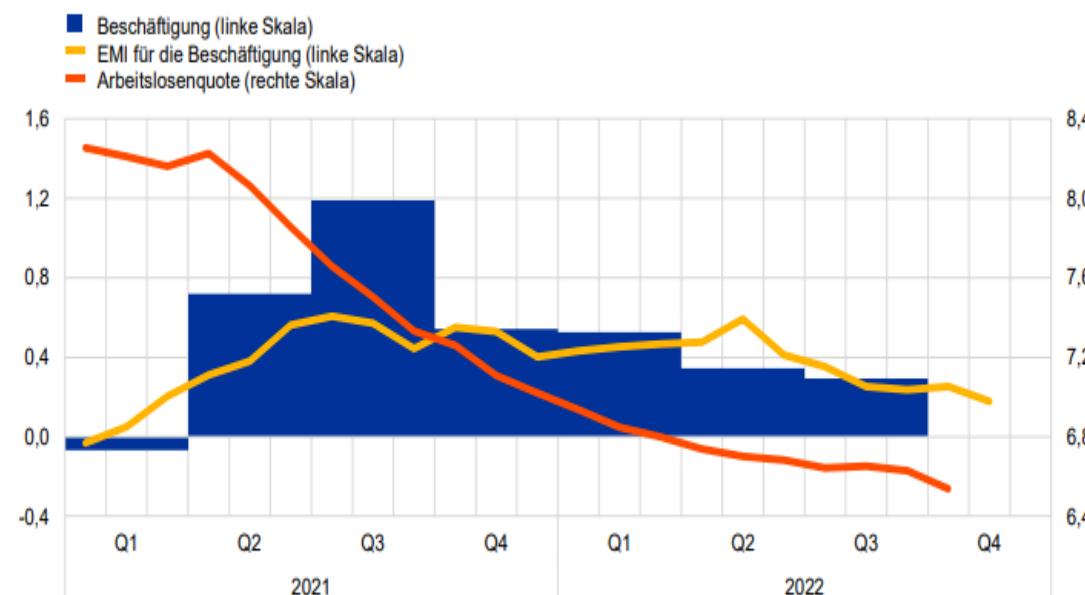
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2022.

Arbeitskräfte weiterhin knapp – Löhne reagieren verzögert auf Inflation

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

(linke Skala: Veränderung gegen Vorquartal in %, Diffusionsindex; rechte Skala: in % der Erwerbspersonen)

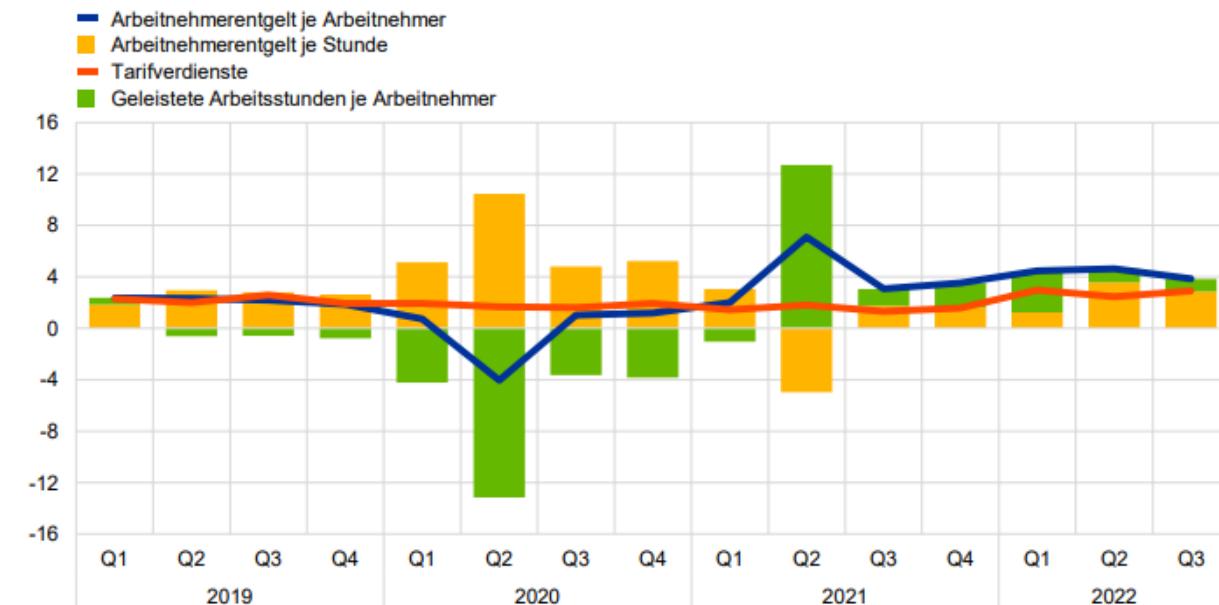


Quellen: Eurostat, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die beiden Kurven stellen monatliche Entwicklungen, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2022 (Beschäftigung), November 2022 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Oktober 2022 (Arbeitslosenquote).

Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer: Aufgliederung in Arbeitnehmerentgelt je Stunde und geleistete Arbeitsstunden

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



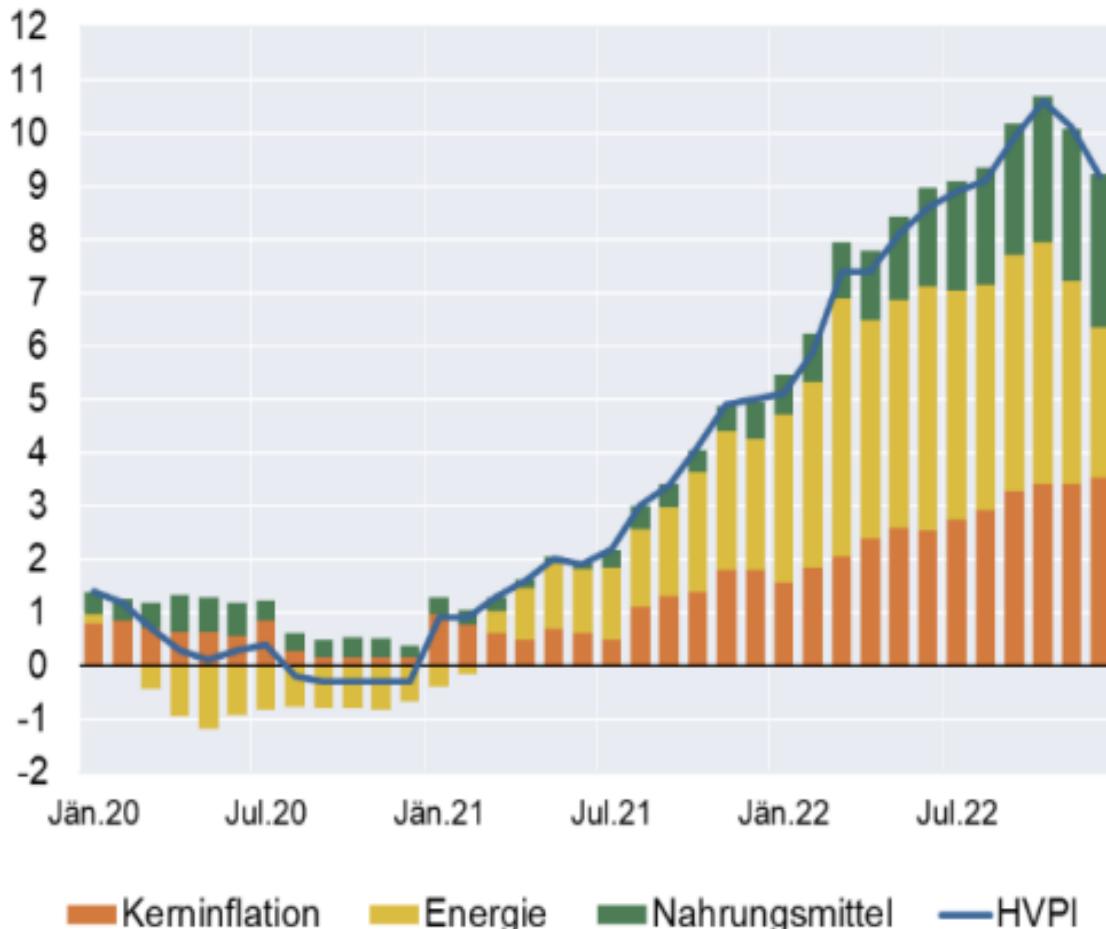
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2022.

Inflation weitert sich auf mehr Sektoren aus

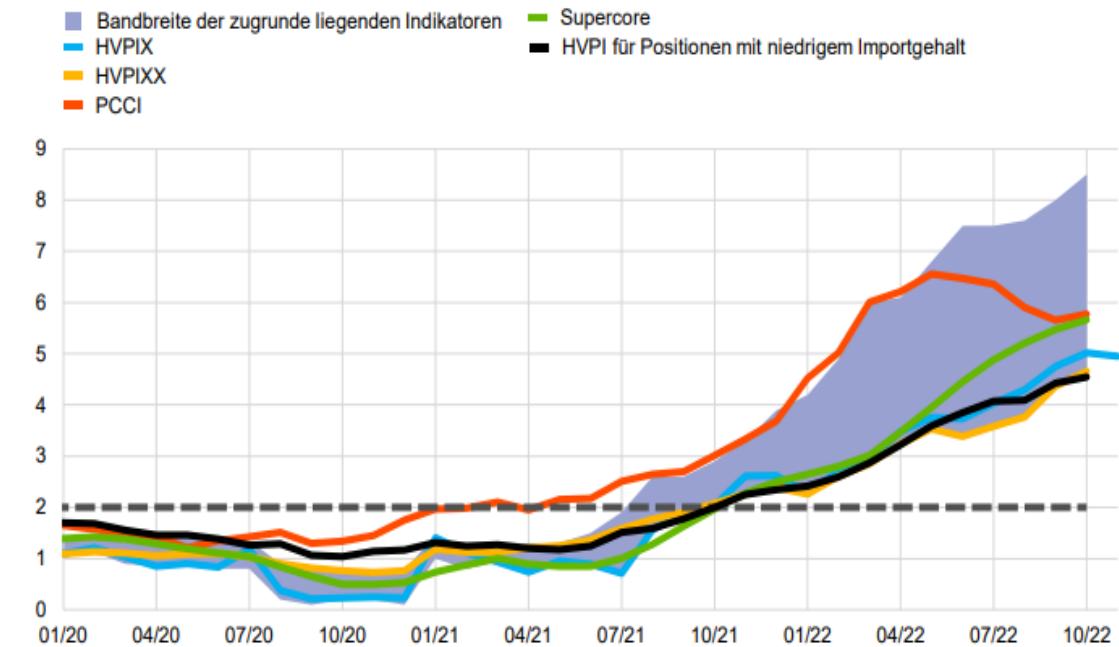
Euroraum - Inflation

Beitrag zum Vorjahreswachstum in Prozentpunkten



Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur Ermittlung der zugrunde liegenden Inflation wurden folgende Indikatoren herangezogen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPIX, HVPIXX, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %) und gewichteter Median des HVPI. HVPI bezeichnet den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. HVPIXX entspricht dem HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe. PCCI steht für die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2022 (Schnellschätzung des HVPIX) bzw. Oktober 2022 (übrige Angaben).

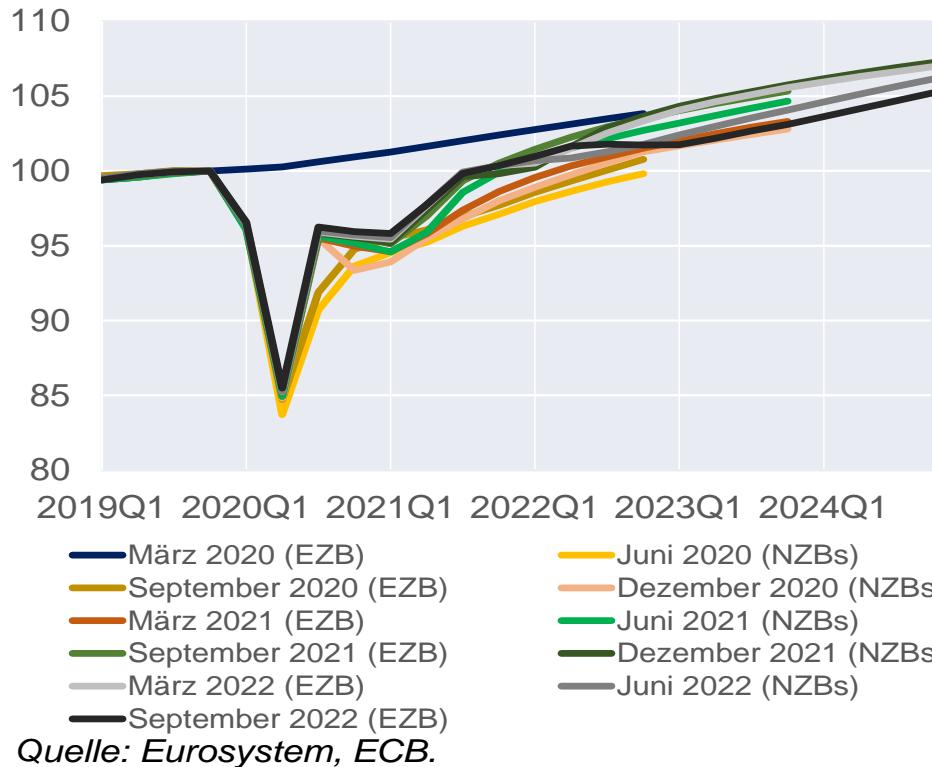
Inhalt

1. Wirtschaftslage und -prognosen
2. Analyse: Serienschocks und deren Implikationen und (Neben)Wirkungen
3. Geldpolitik: globale Inflationsbekämpfung in schwierigem Umfeld
4. Chancen – Risiken - Szenarien

„Angebotsschocks“ - „extreme Ereignisse“ - „Regimewechsel“ verursachen Serie zu optimistischer BIP- und Inflationsprognosen

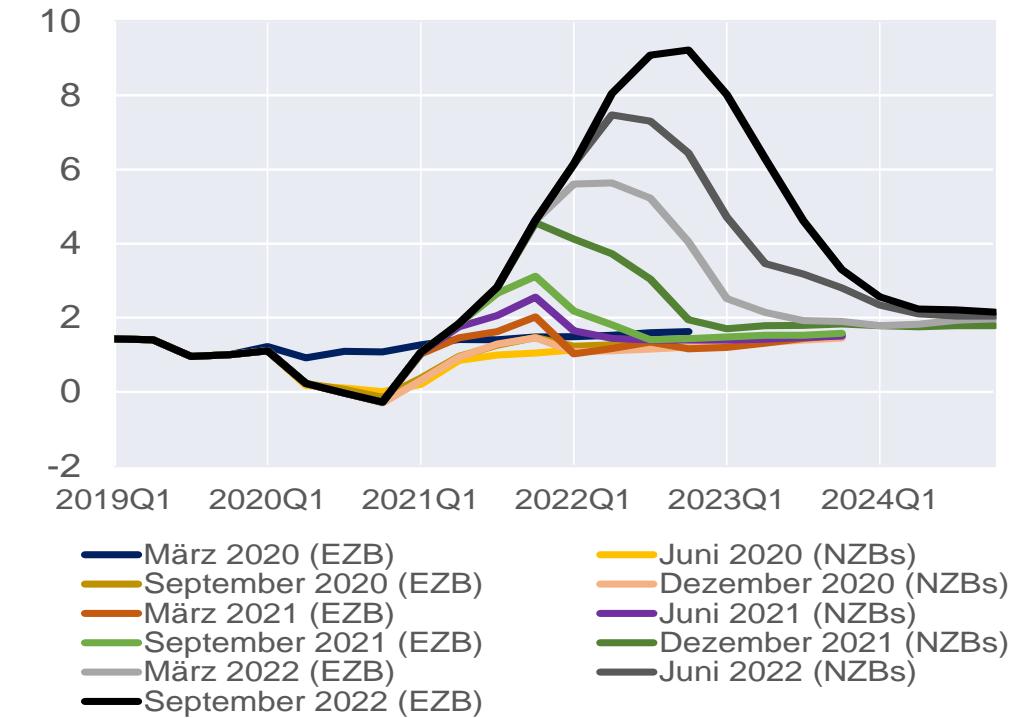
Euroraum: BIP-Prognosen im Zeitablauf

Index: 2019Q4=100



HVPI-Inflation-Prognosen im Zeitablauf

Veränderung zum Vorjahr in %



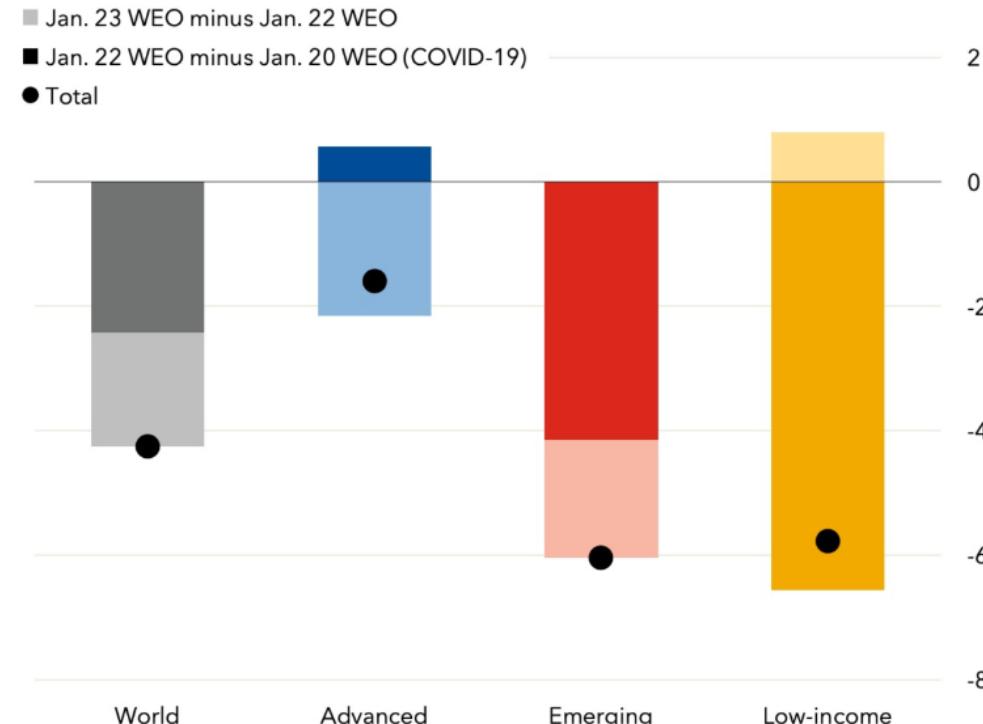
Wirkungskanäle des RU-UA-Konflikts

	Angebot: Produktion	Nachfrage
Kurzfristig	<ul style="list-style-type: none"> - Energiepreise - Energieversorgungssicherheit - Andere Produktionsbehinderungen <ul style="list-style-type: none"> - Rohstoffe, Nahrungsmittel RU, UA - Von anderen Ländern (in der Folge) 	<ul style="list-style-type: none"> - Verlust RU, UA als Absatzmärkte - Globale Nachfragedämpfung - Unsicherheit (→ Konsum und Investitionen) - Zentralbanken müssen Inflation bekämpfen – steigende Zinsen, weniger Kredit - Risiko Finanzturbulenzen, Schuldenkrisen + stimulierend: EUR-Wechselkursabwertung
Mittel- bis langfristig	<ul style="list-style-type: none"> - De-Globalisierung, Reshoring - Höhere Staats- und Privatschulden - Höhere Rüstungsausgaben - Vernichtung von Kapitalstock + Stärkere regionale Integration (?) + schnellere und vollständigere Energiewende + Reformen – Anstoß für EU-Vertiefung und zur Resilienzstärkung 	<ul style="list-style-type: none"> - Dauerhafte Schwächung Konsum und Investitionen (Vorsicht - Risikoaversion) - Kein weiterer Budgetspielraum für künftige Rezessionen - Vermögenszerstörung – negative Vermögenseffekte auf Konsum und Investitionen

Dauerhafte BIP-Verluste durch COVID und Konflikte → schmälert Wohlstand und treibt Preise – EA-BIP-Prognosepfad wg. UA-Krieg um 2 PP BIP gesenkt

Scarring since the pandemic

Output losses have increased since last year's forecast.
(output losses relative to pre-pandemic trend, 2024, percent deviation)



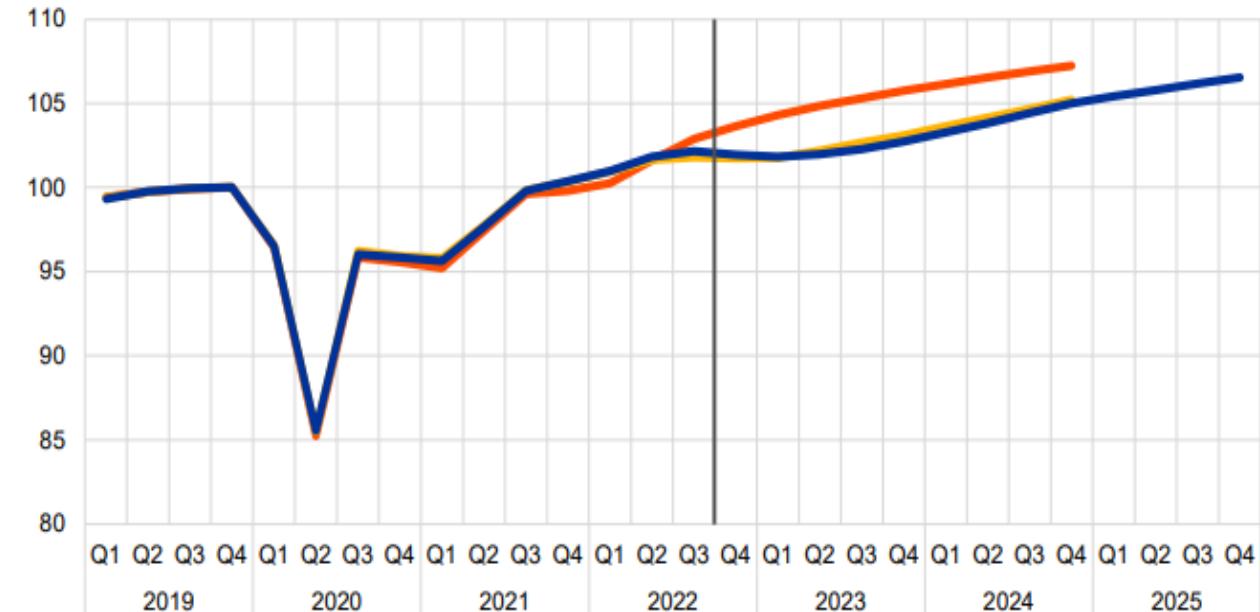
Sources: IMF, World Economic Outlook January 2023 Update; and IMF staff calculations.
Note: Bars show the difference in real output in 2024 since 2019 and anticipated output for the same period prior to the pandemic for the indicated regional group.



Reales BIP des Euroraums (einschließlich Prognosen)

(Index: viertes Quartal 2019 = 100; saison- und arbeitstäglich bereinigte Quartalswerte)

- Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2021
- Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2022
- Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022

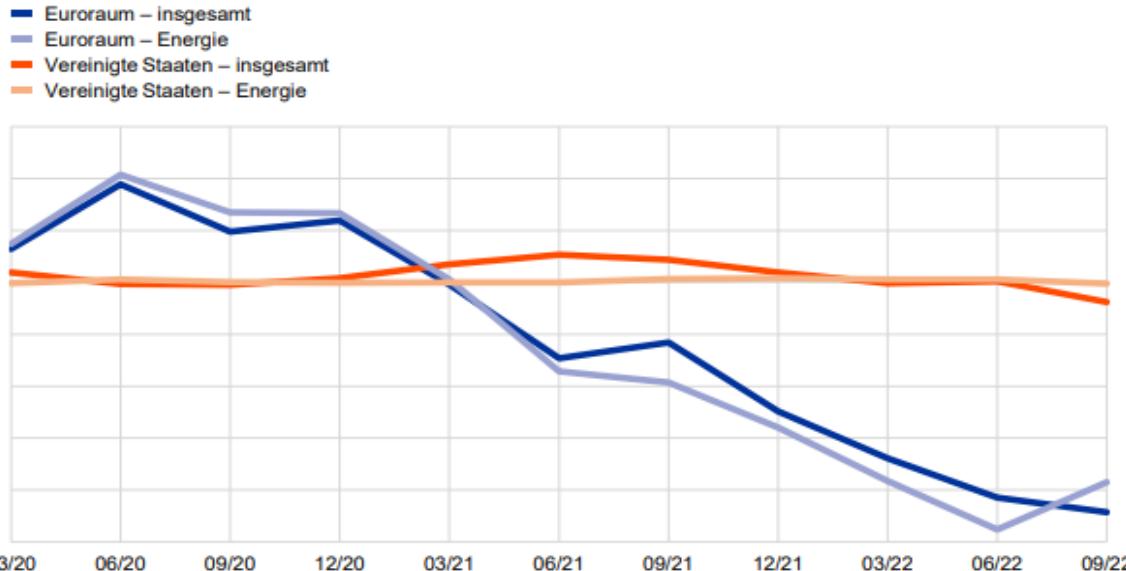


Quellen: Eurostat und [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2022.
Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022.

Hohe Energiepreise schwächen Kaufkraft und Wohlstand

Einkommenseffekte der Terms of Trade

(Auswirkungen auf das jährliche BIP-Wachstum in Prozentpunkten)

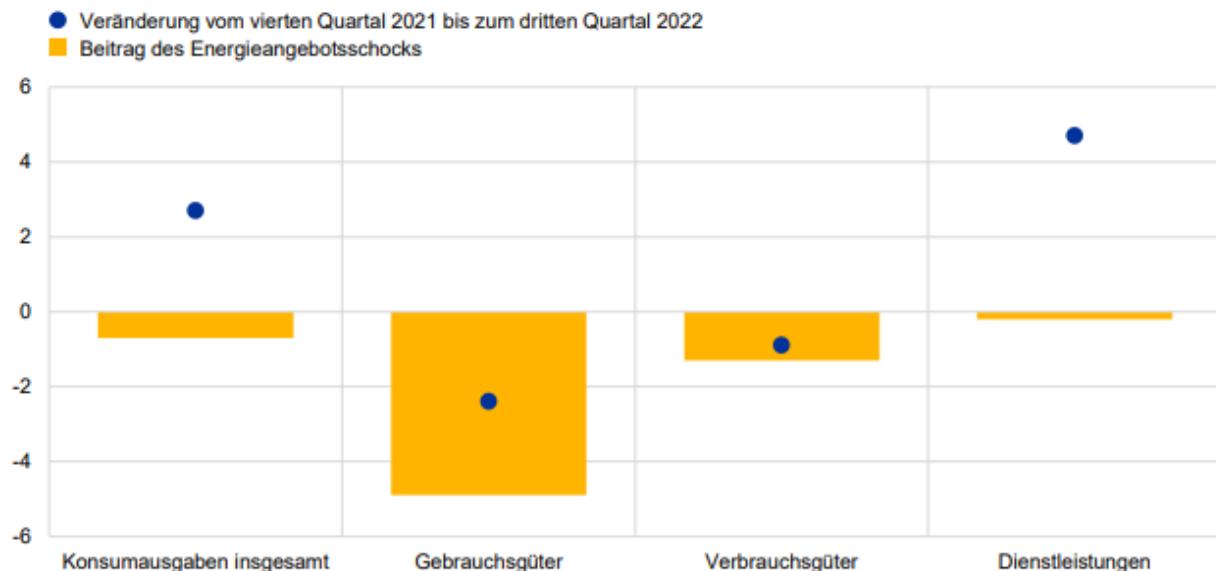


Quellen: Haver Analytics, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Einkommenseffekt der Terms of Trade wird in % des BIP ausgedrückt und errechnet sich, indem die Veränderungen der Export- und Importpreise mit ihren entsprechenden Werten in der Vergangenheit (Verzögerung von einem Jahr) gewichtet werden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022.

Auswirkung der Energieangebotsschocks auf die realen Konsumausgaben im Euroraum

(Veränderung in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Ergebnisse beruhen auf vier einzelnen strukturellen Vektorautoregressionsmodellen mit Vorzeichenrestriktionen. Jedes Modell umfasst den Quotienten aus BIP-Deflator und Deflator der privaten Konsumausgaben als Indikator der Terms of Trade, den HVPI, das reale BIP, den Dreimonats-EURIBOR und entweder die Konsumausgaben insgesamt oder den Konsum von Gebrauchsgütern, Verbrauchsgütern oder Dienstleistungen. Die Modelle werden anhand vierteljährlicher Daten als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorquartal geschätzt (außer beim Dreimonats-EURIBOR). Der Beobachtungszeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2019. Damit soll verhindert werden, dass die außergewöhnlichen Konjunkturschwankungen während der Covid-19-Pandemie die geschätzten Modellkoeffizienten beeinflussen. Verbrauchsgüter umfassen auch Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer.

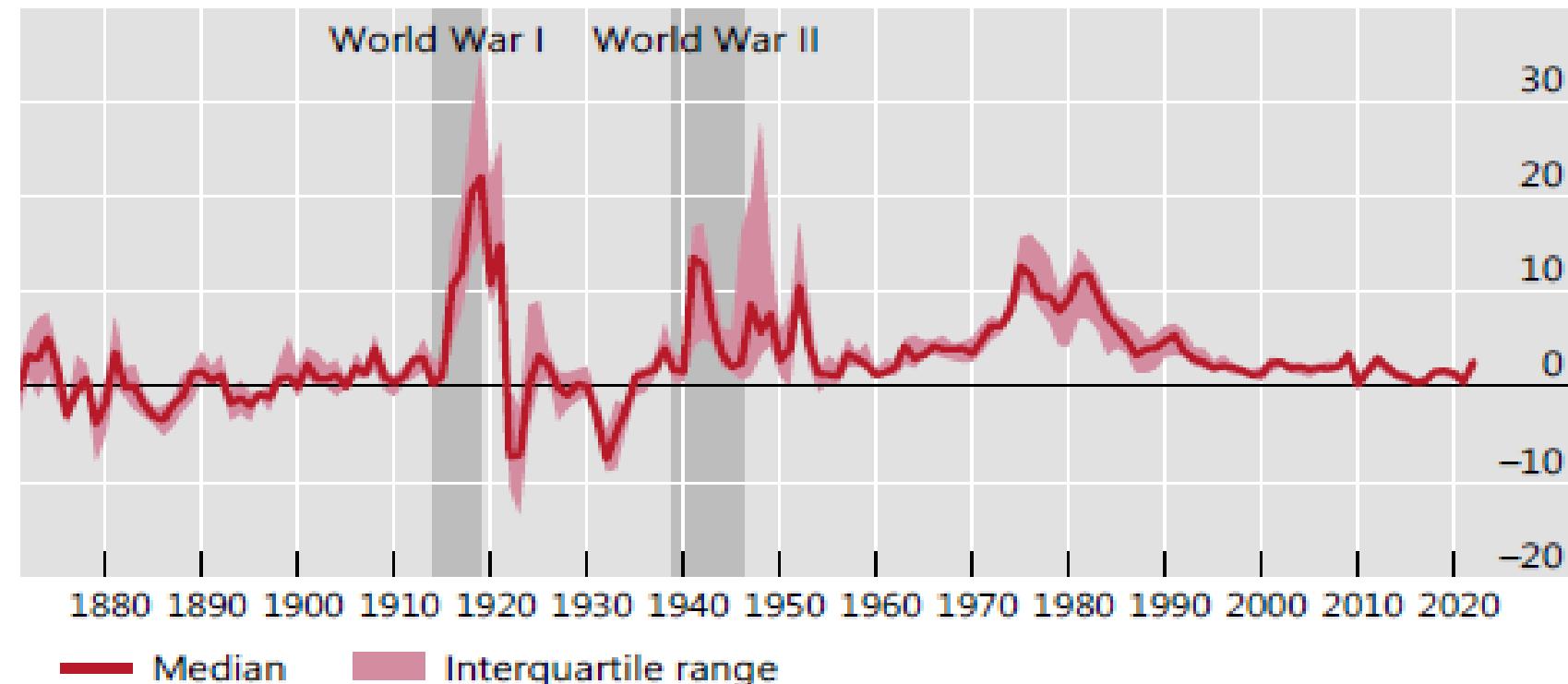
Kriegerische Auseinandersetzungen treiben Inflation

Inflation from a historical perspective¹

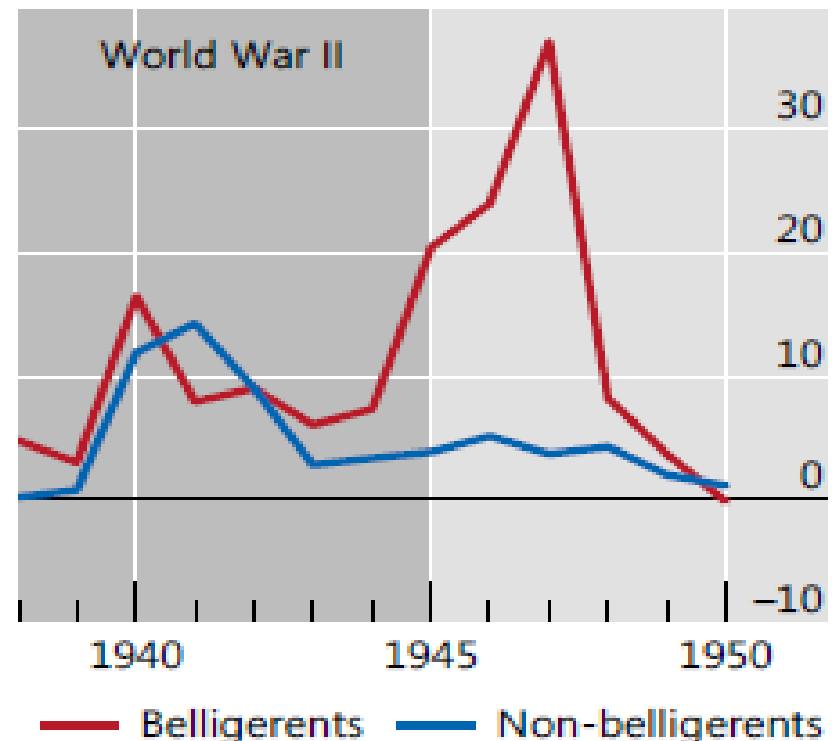
In per cent

Graph 1

A. Except for wartime and the 1970s, inflation tends to be low



B. Following World War II, belligerent nations experienced higher inflation



¹ See technical annex for details.

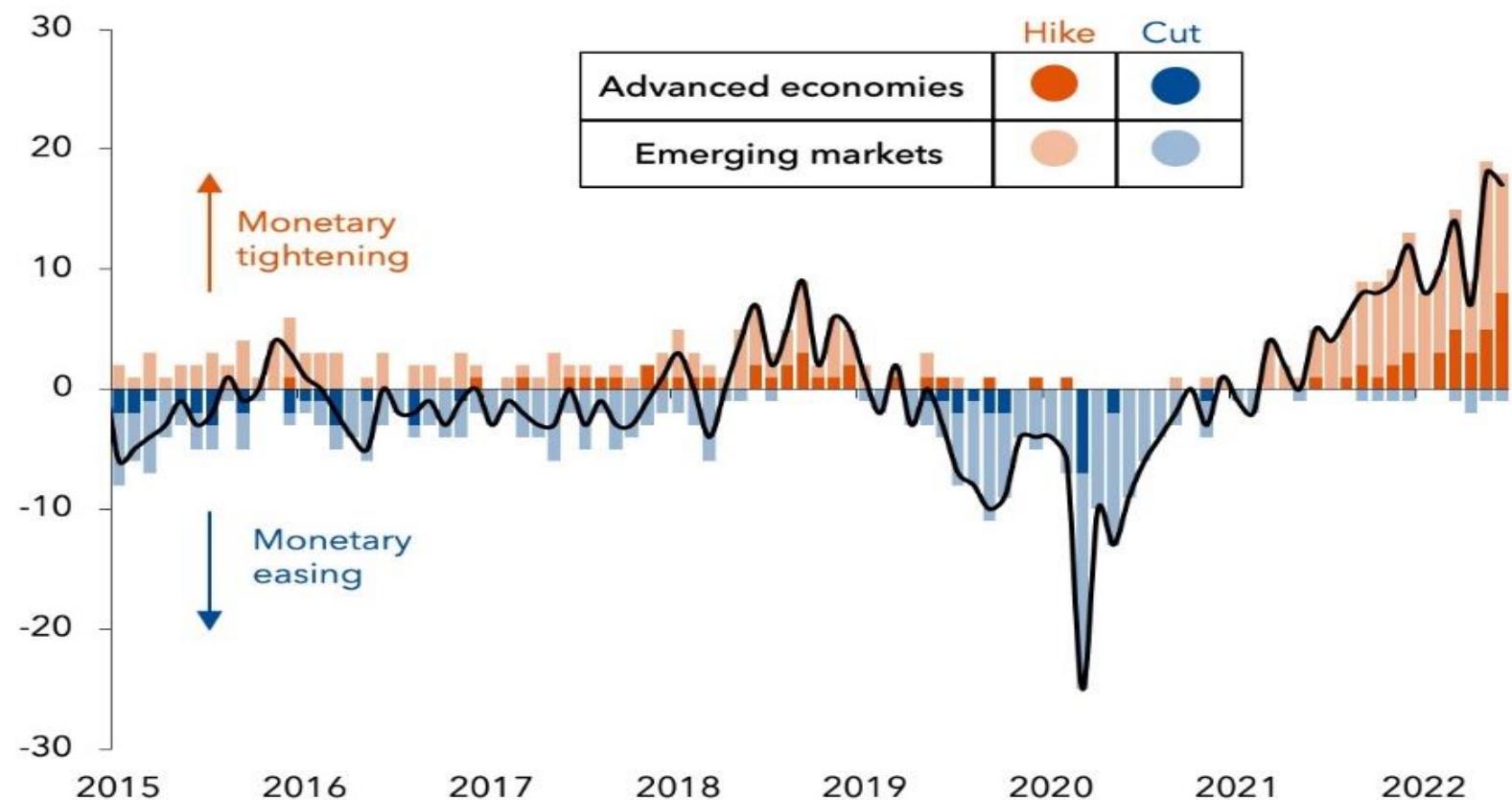
Inhalt

1. Wirtschaftslage und -prognosen
2. Analyse: Serienschocks und deren Implikationen und (Neben)Wirkungen
3. **Geldpolitik: globale Inflationsbekämpfung in schwierigem Umfeld**
4. Chancen – Risiken - Szenarien

Globales synchrones Anziehen der Geldpolitik – Schwellenländer vor entwickelten Ländern

Hiking peak

The number of central banks hiking interest rates has increased dramatically in recent months as inflation rose to fresh highs.
(number of central banks, absolute value)



Sources: Bloomberg, and IMF staff calculations

Note: The AE sample consists of Australia, Canada, Czech Republic, Japan, New Zealand, Norway, Sweden, Switzerland, the United Kingdom, the United States, and the countries in the European Union (under ECB jurisdiction). The EM sample consists of Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, India, Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, Hungary, Poland, Romania, South Africa, Turkey, Pakistan, Croatia, Russia, Ukraine, Egypt, and Ghana.

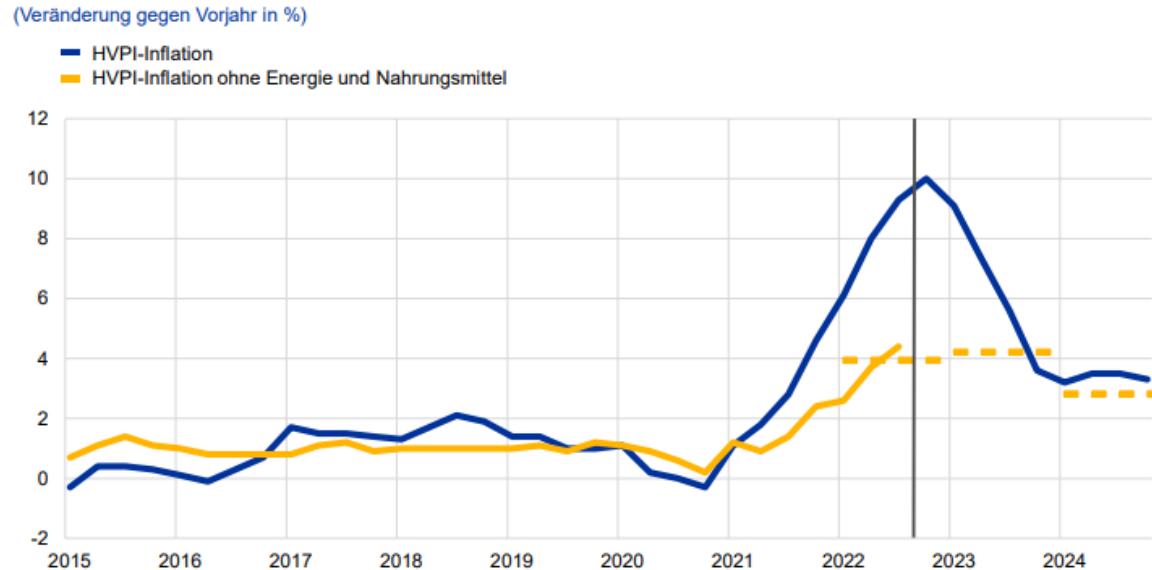
Jahresanfang 2023 bringt Fortsetzung der Fed- und EZB-Zinsanhebungen



Q: Die Presse, 3.2.2023

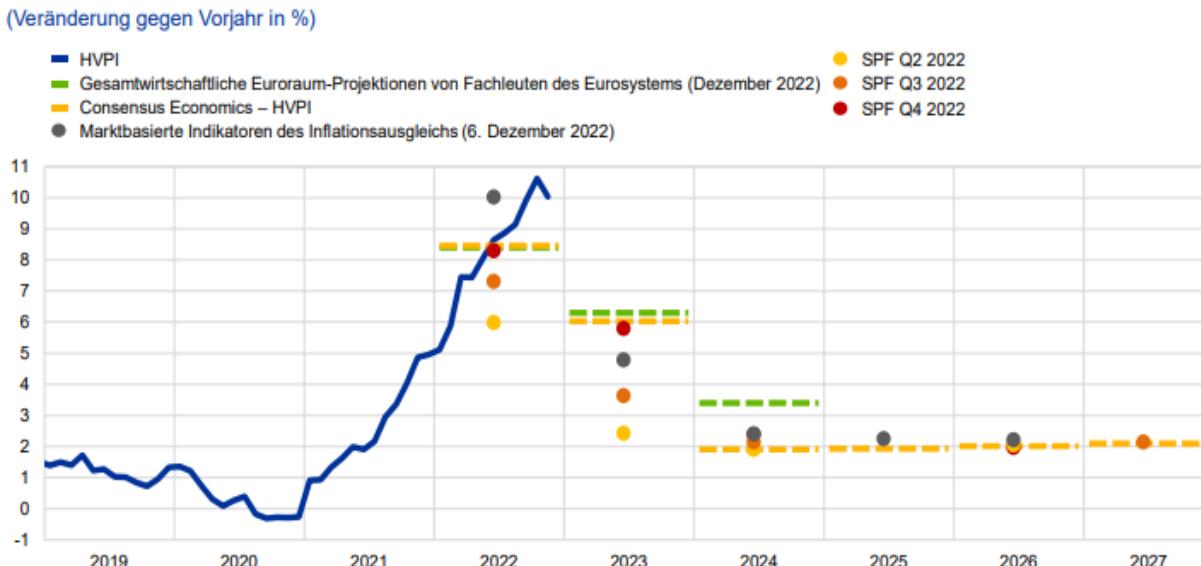
Finanzmärkte sehen Inflationsentwicklung optimistischer als HH und ZBen → Potenzial für Preiskorrekturen infolge geldpolitischer „Überraschungen“

Teuerung nach dem HVPI und dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Euroraum



Quellen: Eurostat und Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems (Dezember 2022). Anmerkung: HVPI bezeichnet den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2022 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2024 (Projektionen). Für die in den Projektionen enthaltenen Daten war der Stichtag der 30. November 2022. Die historischen Daten für die HVPI-Inflation und die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) werden vierteljährlich ausgewiesen. Die Prognoseredaten für die HVPI-Inflation werden vierteljährlich und für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) jährlich ausgewiesen.

Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierter Indikatoren des Inflationsausgleichs



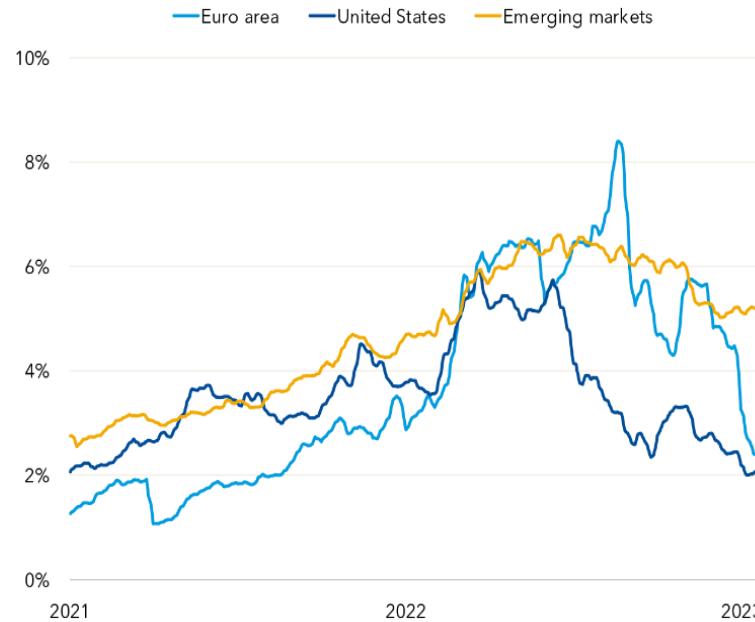
Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters (SPF) für das vierte Quartal 2022 sowie EZB, Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems (Dezember 2022), und EZB-Berechnungen. Anmerkung: HVPI bezeichnet den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Die Zeitreihe der marktbasierten Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminsatz in drei Jahren sowie dem einjährigen Terminsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zum HVPI beziehen sich auf November 2022 (Schnellschätzung). Stichtag für die Daten, die in den Projektionen des Eurosystems enthalten sind, war der 30. November 2022. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war Oktober 2022 für die Jahre 2024, 2025, 2026 und 2027 bzw. November 2022 für die Jahre 2022 und 2023. Die jüngsten Angaben für die marktbasierten Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 6. Dezember 2022. Die SPF-Umfrage für das vierte Quartal 2022 wurde im Oktober durchgeführt.

Aktuelle Herausforderung für Zentralbanken

Finanzmärkte betrachten v.a. Gesamtinflation → sinkende Inflationserwartungen → Erwartung/Ruf nach Ende der geldpol. Verschärfung. Jedoch Kerninflation hartnäckiger → Zentralbanken müssen geldpol. Verschärfung noch fortführen (gegen Markterwartungen; potenziell gegen Politik)

Inflation expectations

Market-based measures of inflation one-year-ahead have declined sharply, especially in the United States and euro area.
(5-day moving average)



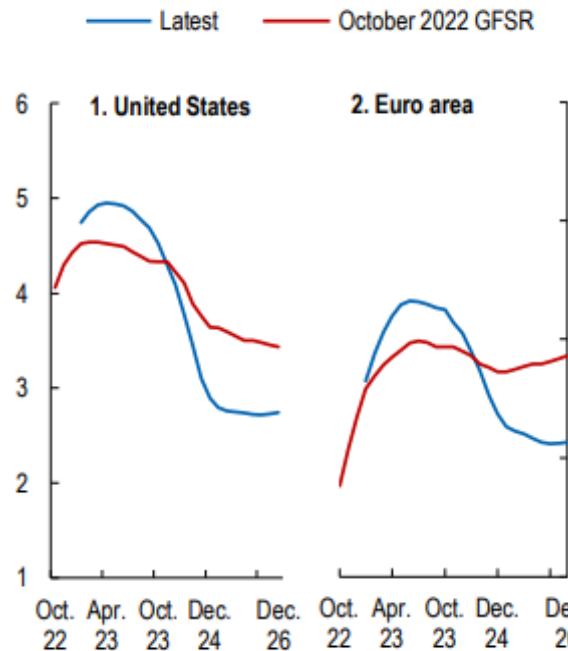
Source: Bloomberg, IMF staff calculations.

Note: Emerging markets series is the average of 1-year zero coupon inflation swap of Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Poland, Thailand and South Africa.

IMF

Q: Tobias Adrian, Christopher Erceg, Fabio Natalucci, Feb 2023;
IMF WEO Jan Update 2023.

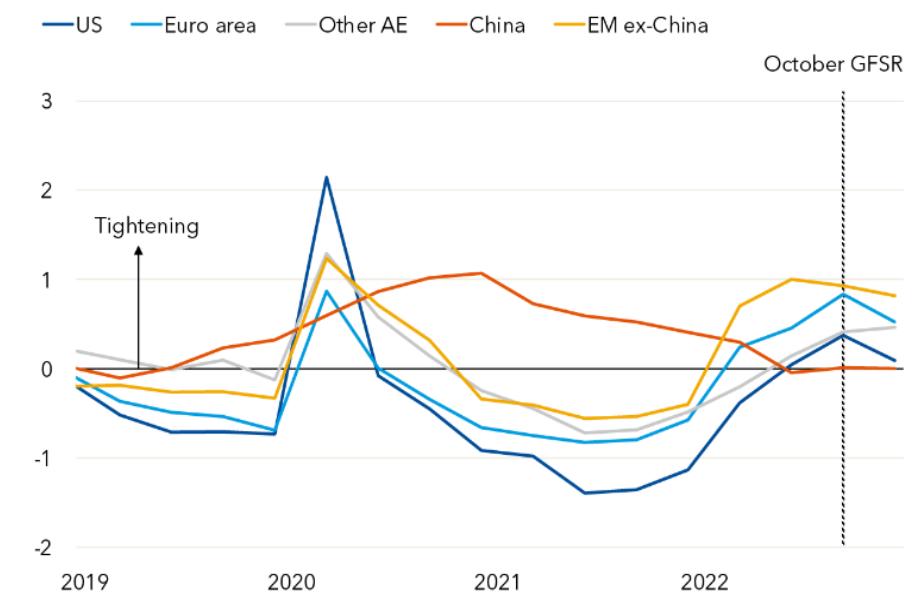
Figure 1.2. Market-Implied Expectations of Policy Rates (Percent)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: GFSR = Global Financial Stability Report.

Policymakers' conundrum

Financial conditions have been easing globally, potentially offsetting the impact of central bank interest-rate hikes.
(standard deviations from the mean)



Source: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; national data sources; and IMF staff calculations.

Note: The IMF financial conditions index is designed to capture the pricing of risk. It incorporates various indicators, including home prices, and omits balance sheet and credit growth metrics. EMs exclude Türkiye and Ukraine. Standard deviations are calculated over 1996-present.

For details, see the October 2018 Global Financial Stability Report annex.

AE = Advanced economies. EM = Emerging markets.

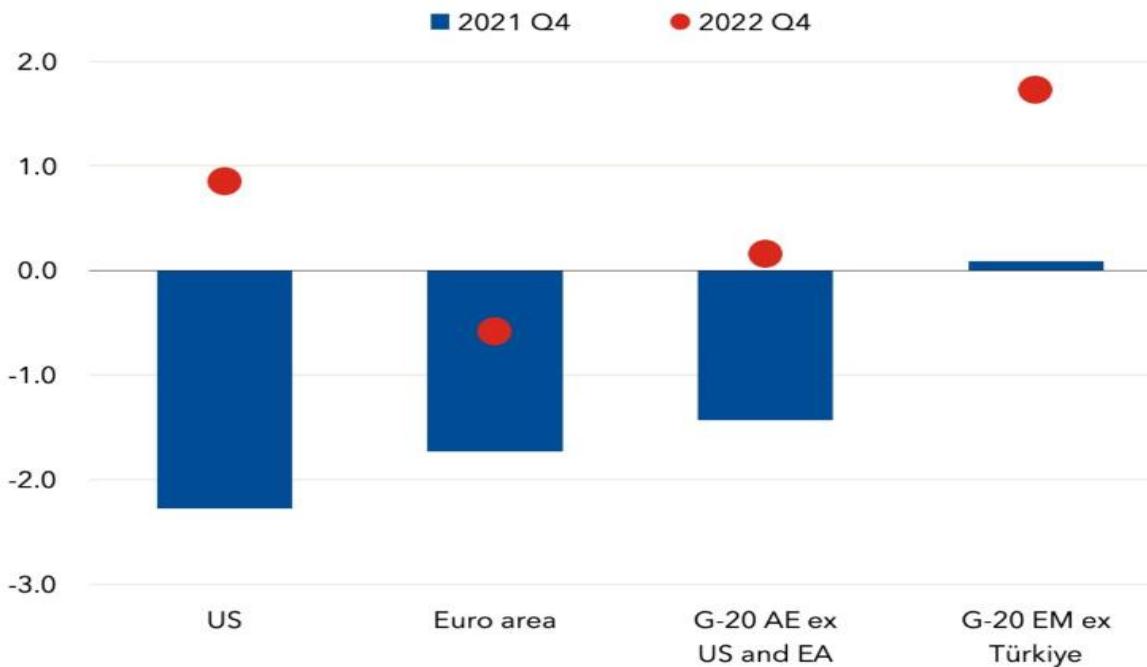
IMF

Realzinsen nach wie vor sehr moderat (oder EA: sogar negativ!)

Real rates

Real policy rates remain low in some countries and, in the euro area, negative.

(nominal policy rate minus 3-yr ahead CPI inflation; percent)



Sources: Consensus Forecast; Haver Analytics; IMF, World Economic Outlook January 2023 Update; and IMF staff calculations. Note: Aggregates are 2022 PPP GDP weighted averages. AE = Advanced economies. EA = Euro area.

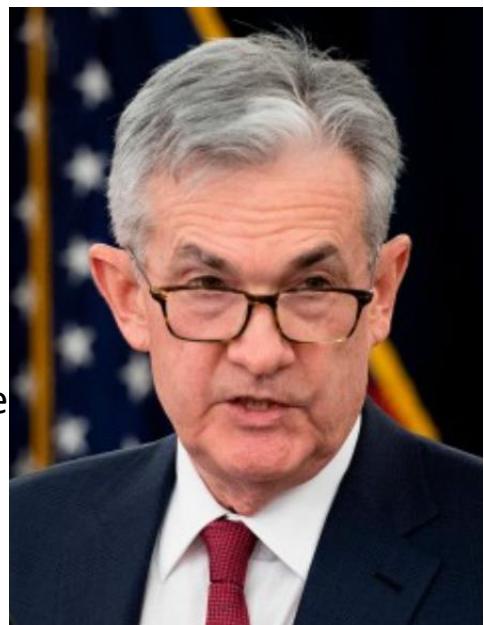


Warum die Zentralbanken die Geldpolitik weiter verschärfen sollen/werden

- **Market optimism on inflation and an end to monetary tightening as a challenge for central banks:**
- Financial markets are signaling that disinflation may occur without meaningful increases in unemployment. Policymakers could embrace that view, and in effect ratify the loosening of financial conditions. Many observers concerned that central banks will be overzealous about tightening monetary policy—and will cause an unnecessarily painful economic downturn—are endorsing such a view.
- Central banks could push back against investor optimism, emphasizing the risks that inflationary pressures may be more persistent than expected. This risk-management approach would require restrictive interest rates for longer, until there's tangible evidence of a sustained decline in inflation. This could induce a repricing of the policy path and of risk assets in financial markets—causing equity prices to fall and credit spreads to widen.
- **Three reasons why such an approach is needed to ensure price stability:**
- 1 - History shows high inflation is often persistent—and may possibly ratchet up further—without forceful and decisive monetary policy actions.
- 2 - While goods inflation has come down, it seems unlikely that the same will happen for services without significant labor-market cooling. Crucially, central banks must avoid misreading sharp declines in goods prices and easing policy before services inflation and wages, which adjust more slowly, have also moderated markedly.
- 3 - Experience suggests that prolonged periods of rapid price gains make inflation expectations more susceptible to de-anchoring as such an inflationary mindset becomes more entrenched in the behavior of households and firms.
- **Policymakers must continue to be resolute**
- Central banks should communicate the likely need to keep interest rates higher for longer until there is evidence that inflation—including wages and prices of services—has sustainably returned to the target.
- Policymakers will likely face pressure to ease policy as unemployment rises and inflation keeps falling.
- This is an unusual period - many special factors are affecting inflation - possible that inflation comes down more quickly than policymakers expect.
- But loosening prematurely could risk a sharp resurgence in inflation once activity rebounds, further shocks could then de-anchor inflation expectations. Hence, it is critical for policymakers to remain resolute and focus on bringing inflation back to target without delay.

Fed hebt Zielzinsband am 1.2.2023 um 25 bp auf 4,50-4,75% an und wird im März datenabhängig entscheiden

- **Inflation**
- "While recent developments are encouraging, we will need substantially more evidence to be confident that inflation is on a sustained downward path."
- "We have a long way to go. It is the early stages of disinflation. It is most welcome to be able to say that we are now in disinflation, that is great, but we see that it has to spread through the economy and it will take time."
- "Restoring price stability will likely require maintaining a restrictive stance for some time."
- "Our forecast is that it will take some time and patience, and we will need to keep rates higher for longer."
- **Pace of Rate Hikes**
- "Shifting to a slower pace will better allow the Committee to assess the economy's progress toward our goals, as we determine the extent of future increases that we require to obtain a sufficiently restrictive stance."
- **Peak Rate**
- "...it is very difficult to manage the risk of doing too little, and finding out in six or 12 months that we actually were close but didn't get the job done, inflation springs back, and we have to go back in and now you really do worry about expectations getting unanchored This is a very difficult risk to manage. Whereas, we have no incentive or desire to over-tighten, but if we feel we have gone too far, if inflation is coming down faster than we expect, we have tools that would work on that."
- "Our job is to deliver inflation back to target, and we will do that, but I think we will be cautious about declaring victory and sending signals that we think that the game is won."
- "So, I do think in this situation where we still have the highest inflation in 40 years, the job is not fully done."



Fed dot plot Chart vom 14. Dezember 2022

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

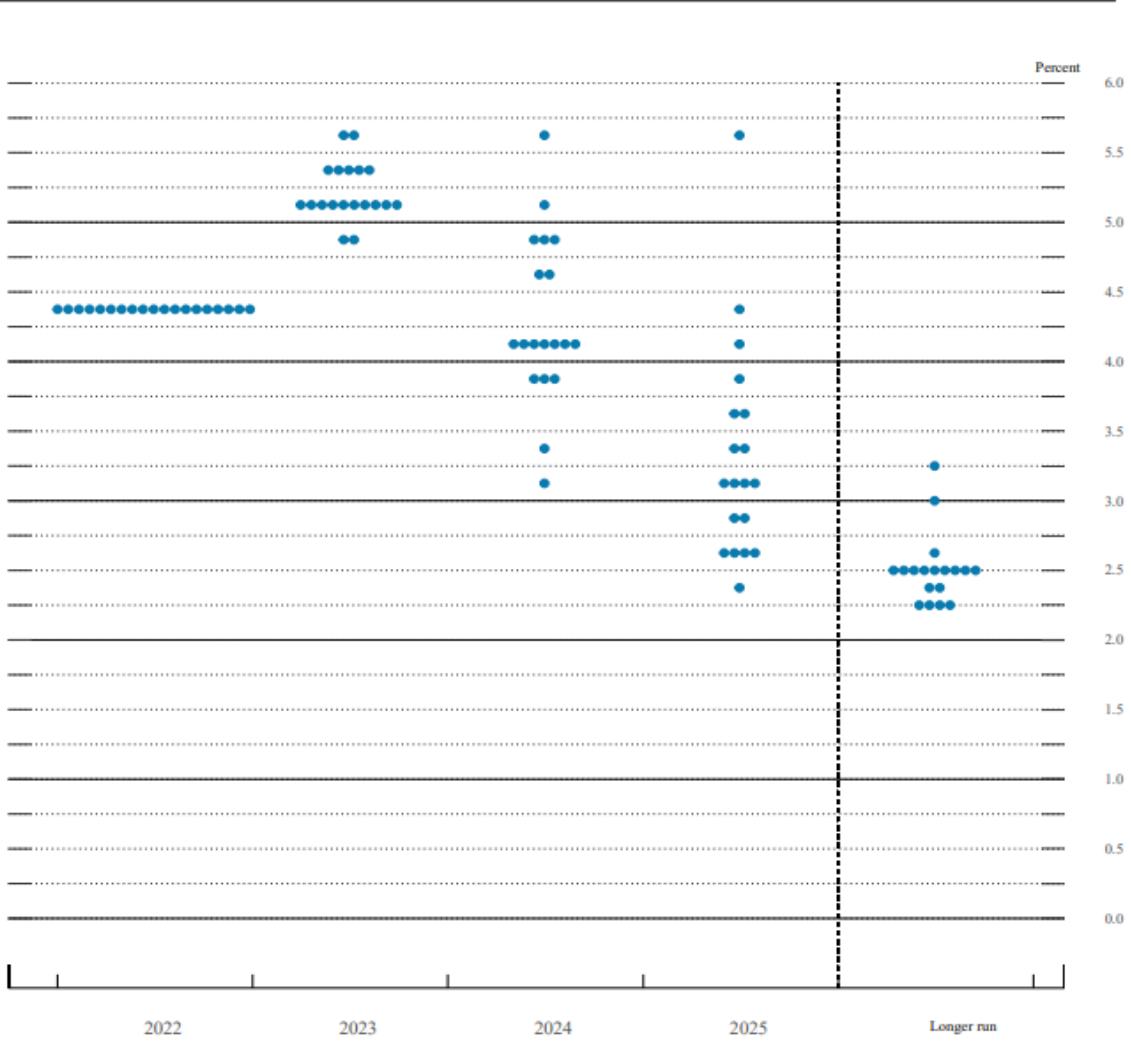
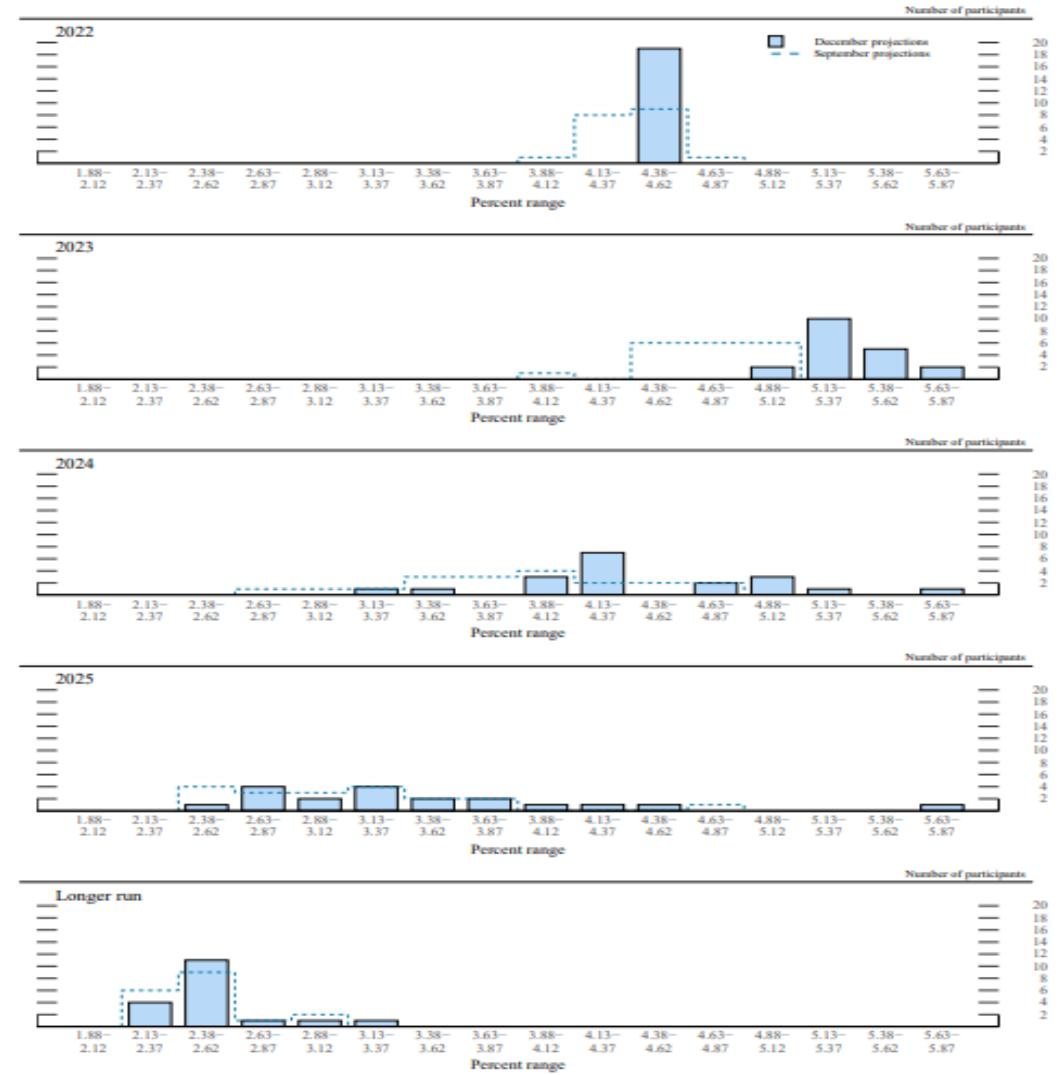


Figure 3.E. Distribution of participants' judgments of the midpoint of the appropriate target range for the federal funds rate or the appropriate target level for the federal funds rate, 2022–25 and over the longer run



EZB-Geldpolitik bekämpft hohe Inflation: Mon. Pol. Statement 2.2.2023



- The interest rate on the main refinancing operations and the interest rates on the marginal lending facility and the deposit facility will be increased to 3.00%, 3.25% and 2.50% respectively, with effect from 8 February 2023.
- The GovC will stay the course in raising interest rates significantly at a steady pace and in keeping them at levels that are sufficiently restrictive to ensure a timely return of inflation to our two per cent medium-term target.
- Accordingly, the Governing Council today decided to raise the three key ECB interest rates by 50 basis points and we expect to raise them further. In view of the underlying inflation pressures, we intend to raise interest rates by another 50 basis points at our next monetary policy meeting in March and we will then evaluate the subsequent path of our monetary policy.
- Keeping interest rates at restrictive levels will over time reduce inflation by dampening demand and will also guard against the risk of a persistent upward shift in inflation expectations. In any event, our future policy rate decisions will continue to be data-dependent and follow a meeting-by-meeting approach.

Q: [ECB Monetary Policy Decisions, Monetary Policy Statement und Q&A, 2.2.2023.](#)

Zins-Markterwartungen: starke Korrekturen: a) neue Wirtschaftsdaten und Wirtschaftsprägnosen, b) Änderung wahrgenommene Zinsreaktion der ZB

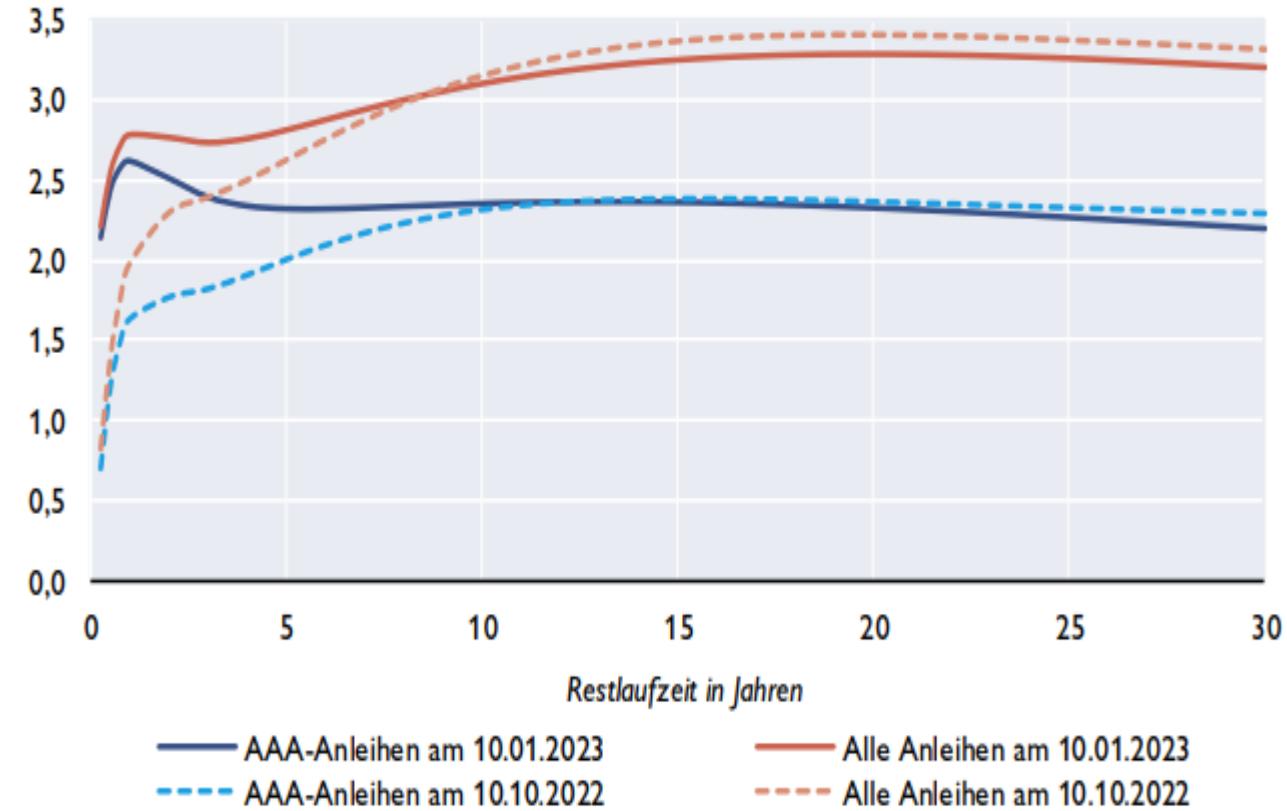
Markterwartungen über den Verlauf der Euro-Tagesgeldzinsen

berechnet aus Overnight Index Swaps, in %



Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen im Euroraum

in %



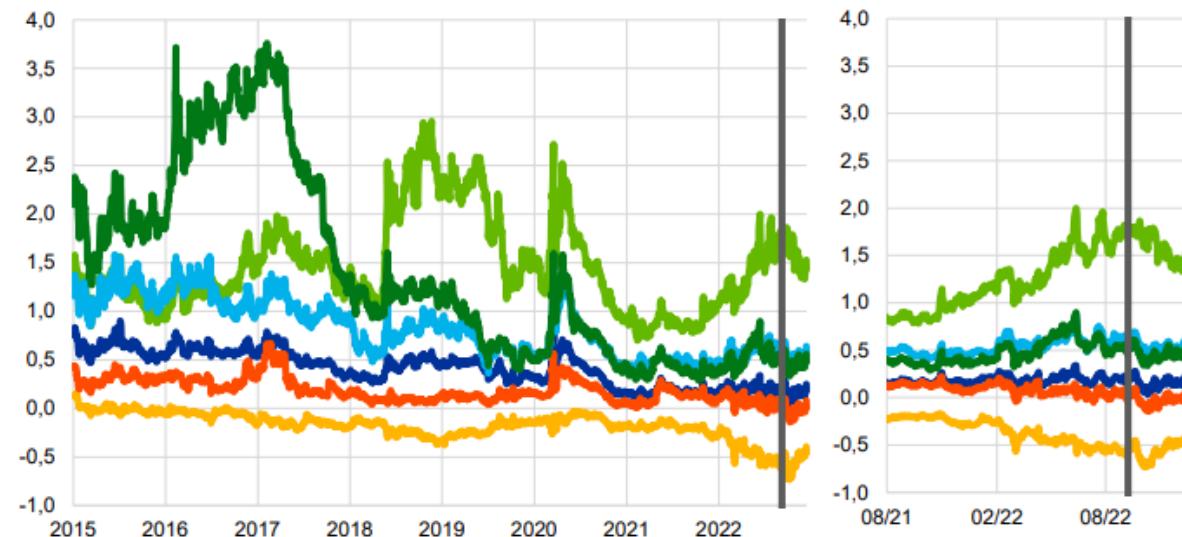
Quelle: EZB, Macrobond, eigene Berechnungen.

Zinsanhebungen durch “Transmission Protection Instrument” (TPI) flankiert

Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum zum €STR-basierten zehnjährigen OIS-Satz

(in Prozentpunkten)

- BIP-gewichteter Durchschnitt des Euroraums
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien
- Portugal



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

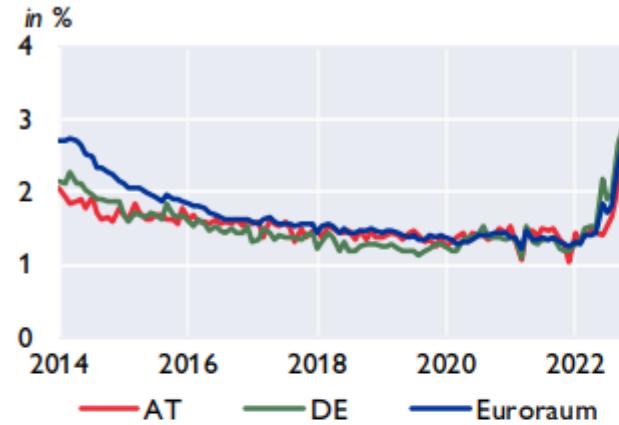
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 8. September 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Dezember 2022.

- **Motivation:** geldpolitische Normalisierung im Euroraum kann Tragfähigkeit der Staatsschulden mancher EA-Länder in Frage stellen
→ steigende Risikoprämien → gefährden einheitliche Übertragung der EZB-Zinsschritte; Gefahr neuer Staatsschuldenkrise könnte nötige Zinsanhebungen behindern
- **Lösung:** flankierend zu Zinsanhebungen ggf **TPI** - selektive Anleihenankäufe, um “ungerechtfertigter, abrupter Entwicklung der Risikoaufschläge entgegenzuwirken”
- **“ungerechtfertigt”:** nicht durch hausgemachte politische und wirtschaftliche Entwicklungen verursacht -- “Marktdynamik”.
- **Bedingung:** nachhaltige **Fiskal- & Makropolitik** des Landes
- **Entscheidung:** EZB-Rat auf Basis umfassender Beurteilung
- **Umfang:** im Vorhinein nicht begrenzt

Höhere Nominalzinsen werden an Kunden weiter gegeben (Neugeschäft)

Kreditzinssätze für nichtfinanzielle Unternehmen

Österreich, Deutschland und Euroraum

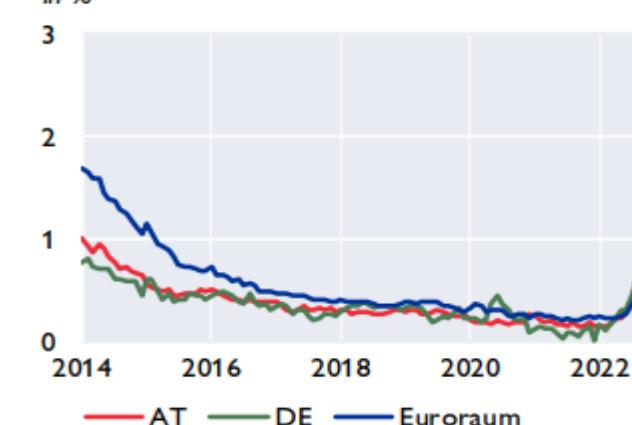


Nach Kredithöhe in Österreich



Einlagenzinssätze mit Bindungsfrist
für private Haushalte

Österreich, Deutschland und Euroraum

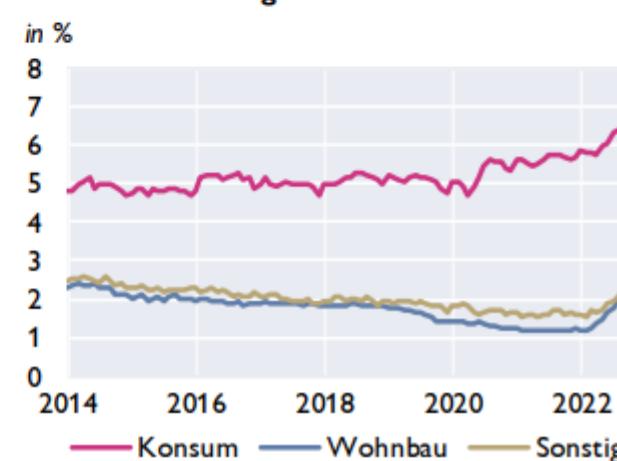


Kreditzinssätze für private Haushalte

Österreich, Deutschland und Euroraum



Nach Verwendungszweck in Österreich



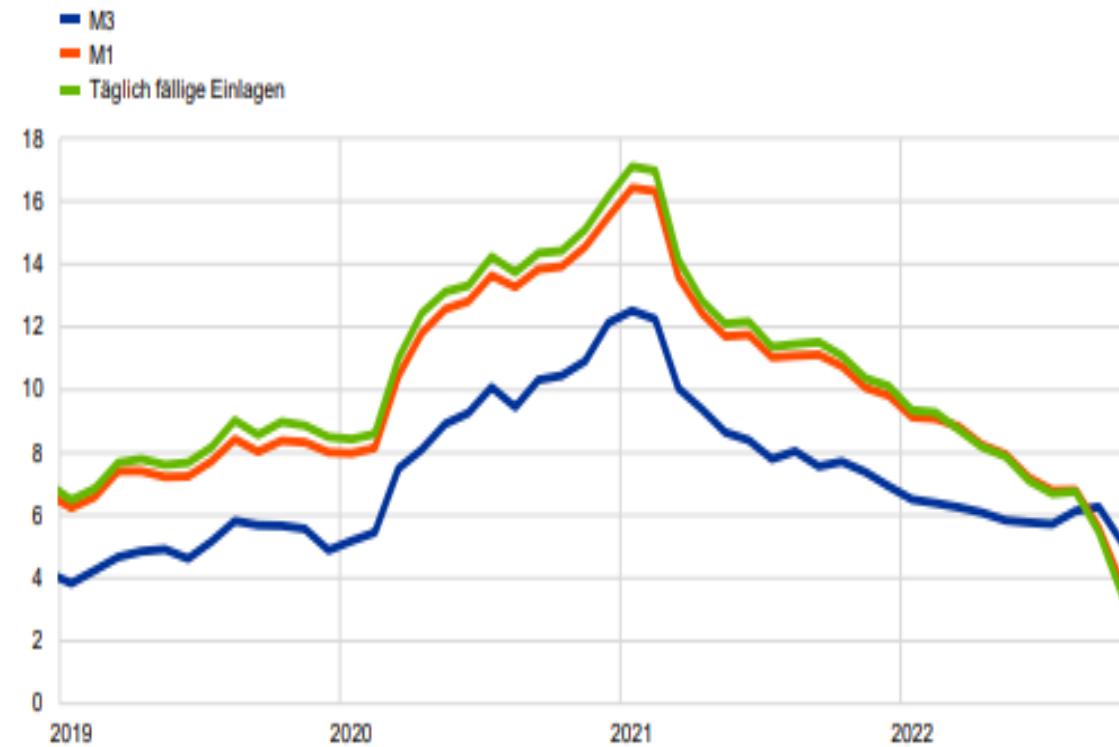
Nach Bindungsfrist in Österreich



Geldpolitische Straffung an Kreditwachstum und Geldmenge sichtbar

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; saison- und kalenderbereinigt)



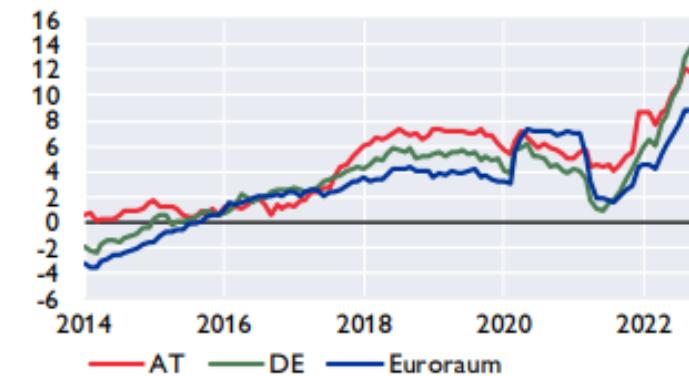
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2022.

Quelle: EZB Wirtschaftsbericht 8/22, OeNB Konjunktur aktuell Jänner 2023

Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen

Veränderung zum Vorjahr in %

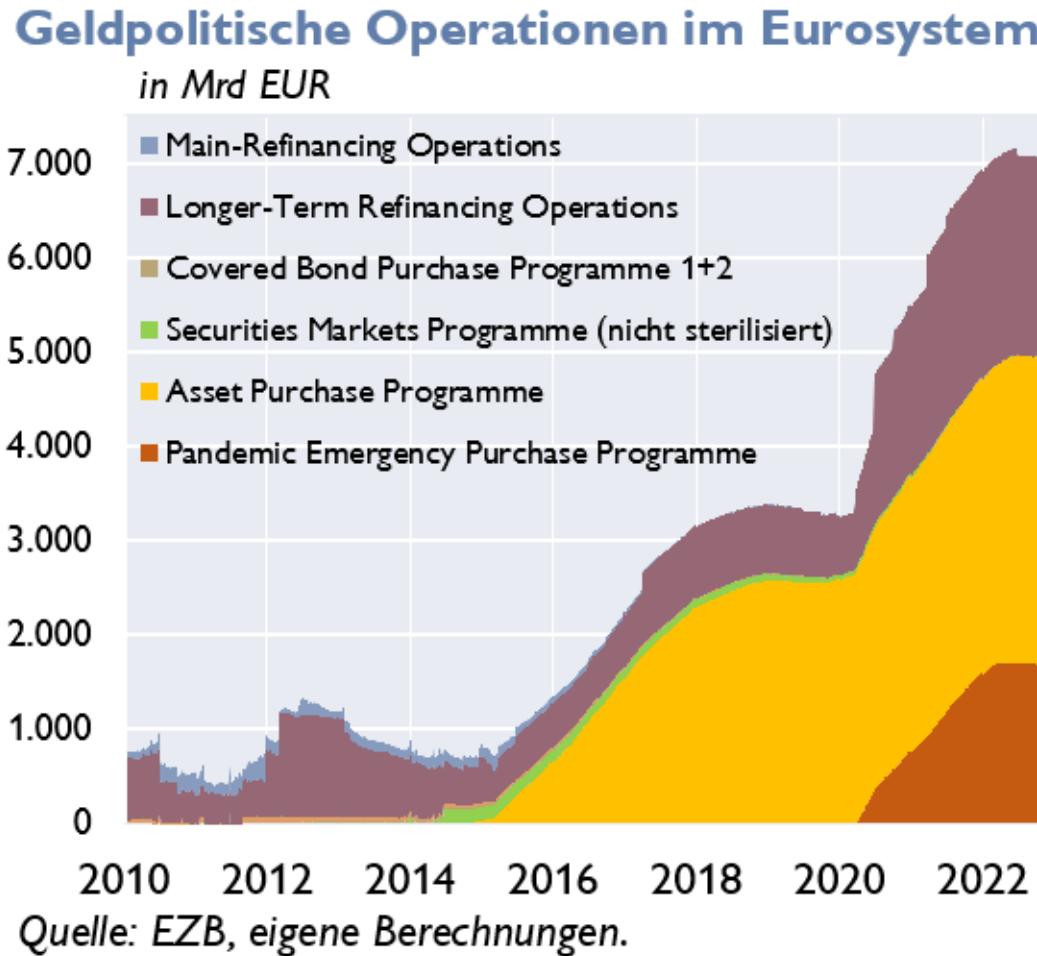


Kredite an private Haushalte

Veränderung zum Vorjahr in %



Aufgeblähte Eurosystem-Bilanz schrumpft nun recht zügig



- **Rekalibrierung der TLTRO III-Konditionen ab November 2022** brachte Anreize für vorzeitige Rückzahlungen im November, Dezember 2022 & Jänner 2023 → Mitte 2023 werden weitere Mittel auslaufen – bringt bereits deutliche Bilanzschrumpfung
- PEPP-Nettoankäufe endeten im März 2022; APP-Nettoankäufe endeten Anfang Juli 2022 Im APP werden auslaufende Wertpapiere bis einschließlich Februar 2023, im PEPP bis Ende 2024 vollumfänglich reinvestiert
Ab März 2023 werden die APP-Bestände in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo reduziert; von März bis Juni 2023 um 15 Mrd EUR pro Monat. Bei Unternehmensanleihen werden Reinvestitionen zugunsten Emittenten mit besserer Klimabilanz erfolgen.
- **Bilanz des Eurosystems jedoch weiterhin stark aufgebläht** → Überschussliquidität drückt Geldmarktzinsen zum “Einlagenzins” der EZB (“floor”)

Inhalt

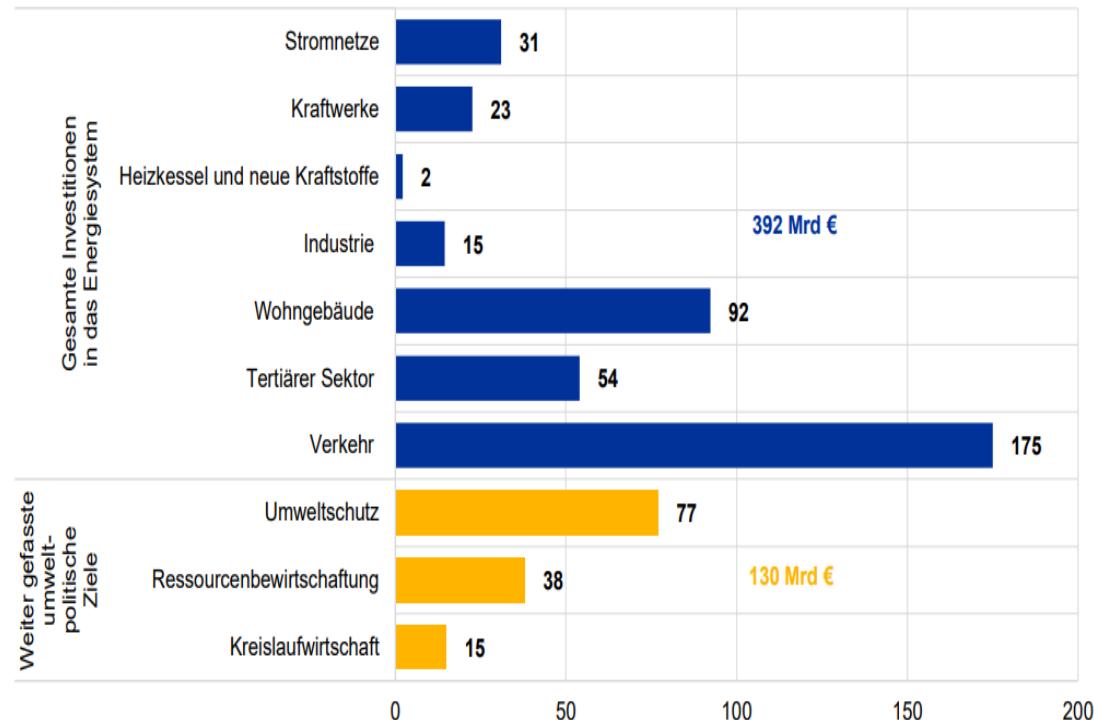
1. Wirtschaftslage und -prognosen
2. Analyse: Serienschocks und deren Implikationen und (Neben)Wirkungen
3. Geldpolitik: globale Inflationsbekämpfung in schwierigem Umfeld
4. Chancen – Risiken - Szenarien

Trends: Massiver Kapitalbedarf für Klimaschutz

Lücke bei grünen Investitionen

a) Sektorale Aufschlüsselung der Investitionslücke bei den Energiesystemen in der EU

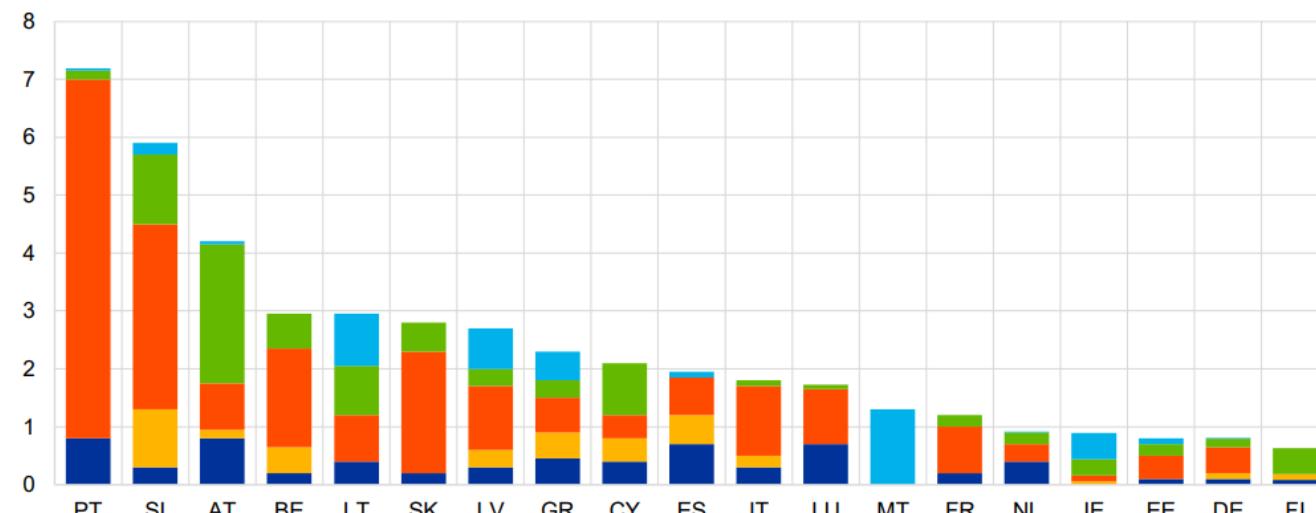
(in Mrd €, jährliche Beträge für den Zeitraum 2021-2030)



b) Bedarf an grünen Investitionen in den Euro-Ländern nach Kategorie

(in % des BIP, jährliche Beträge für den Zeitraum 2021-2030)

- Erneuerbare Energien
- Netze
- Energieeffizienz
- Verkehr
- Sonstiges



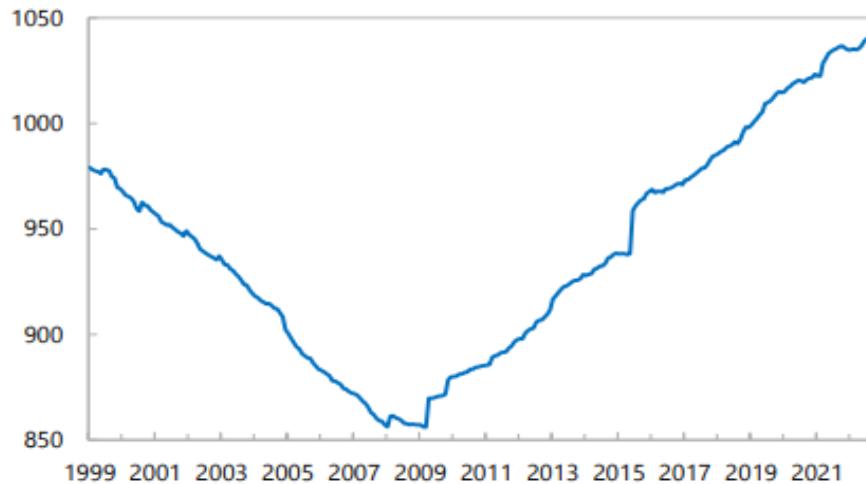
Quellen: Grafik a: Europäische Kommission (2021a und 2021b); Grafik b: Europäische Investitionsbank und nationale Energie- und Klimapläne (NEPCs) von 2019 für die Länder des Euroraums.

Quelle: [EZB-Bulletin 6/2022](#)

Trends: Offiz. Goldreserven steigen wegen Sanktionen und Finanzsanktionen

Gold Holdings in Official Reserve Assets, 1999-2022

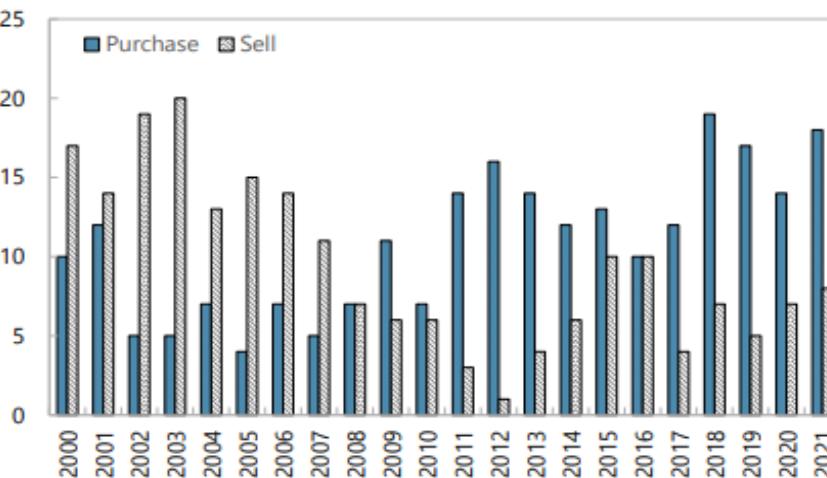
(Million fine troy ounces)



Source: IMF, International Financial Statistics.

Number of Countries Purchasing/Selling Monetary Gold, 2000-21

(At least 1 metric ton of gold in a given year)

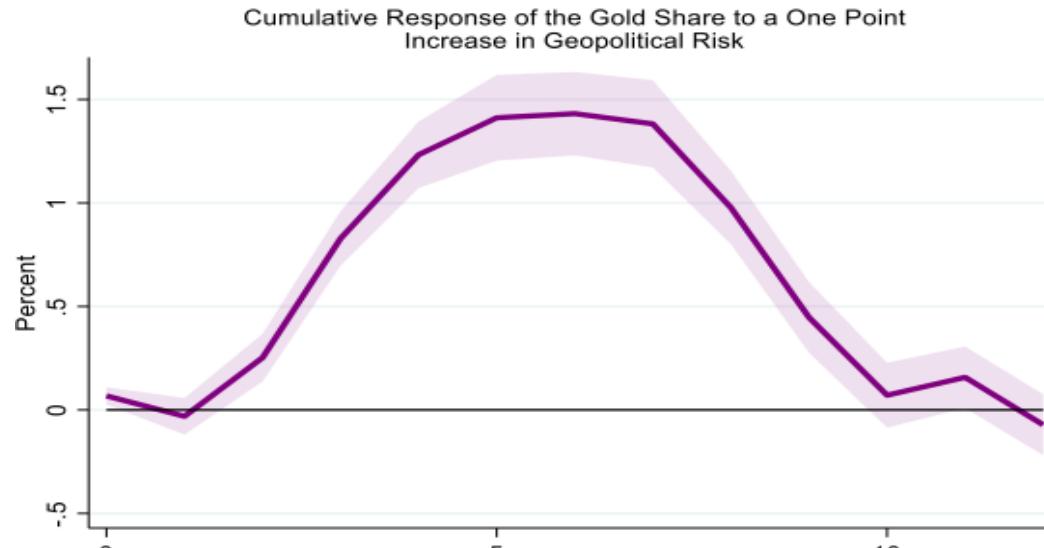


Source: IMF, International Financial Statistics.

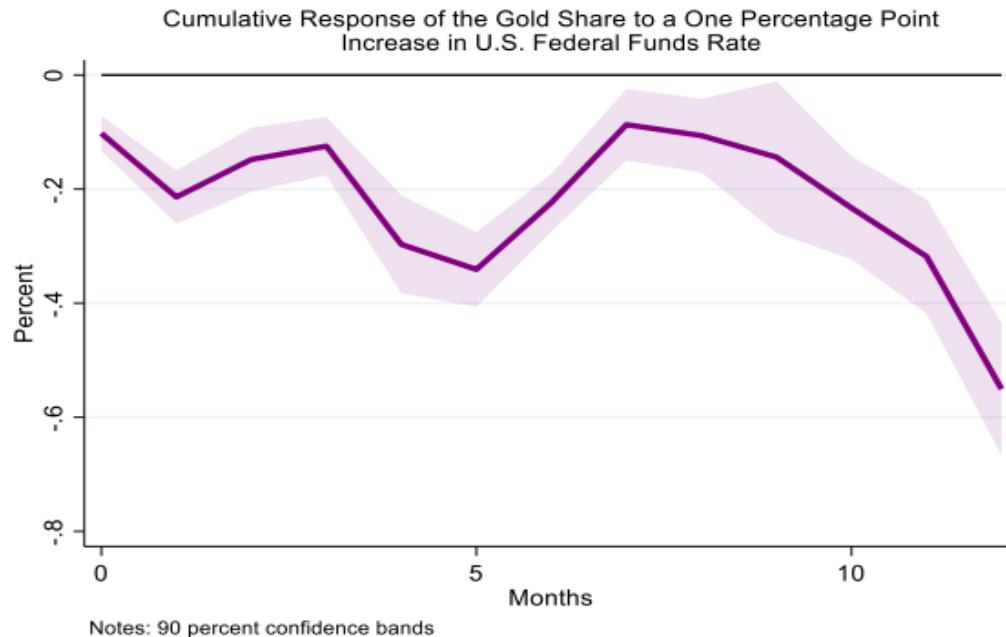
- After moving slowly downward for the better part of four decades, central bank gold holdings have risen since the Global Financial Crisis.
- 14 “active diversifiers,” defined as countries that purchased gold and raised its share in total reserves by at least 5 percentage points over the last two decades.
- In contrast to the diversification of foreign currency reserves, which has been undertaken by advanced and developing country central banks alike, active diversifiers into gold are exclusively emerging markets.
- Gold appeals to central bank reserve managers as a safe haven in periods of economic, financial and geopolitical volatility, when the return on alternative financial assets is low.
- The imposition of financial sanctions by the United States, United Kingdom, European Union and Japan, the main reserve-issuing economies, is associated with an increase in the share of central bank reserves held in the form of gold.
- Multilateral sanctions have a larger impact than unilateral sanctions on the share of reserves held in gold, since the latter leave scope for shifting reserves into the currencies of other non-sanctioning countries.

Q: [Arslanalp](#), [Eichengreen](#), [Simpson-Bell](#), Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?

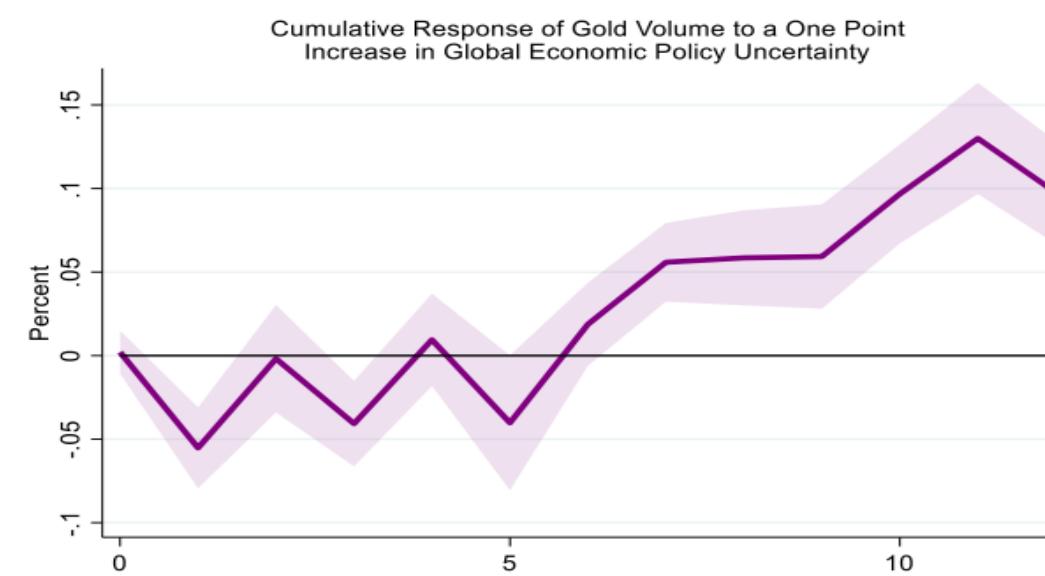
ZB-Goldreserven reagieren verzögert auf geopolitische Unsicherheit



Notes: 90 percent confidence bands



Notes: 90 percent confidence bands



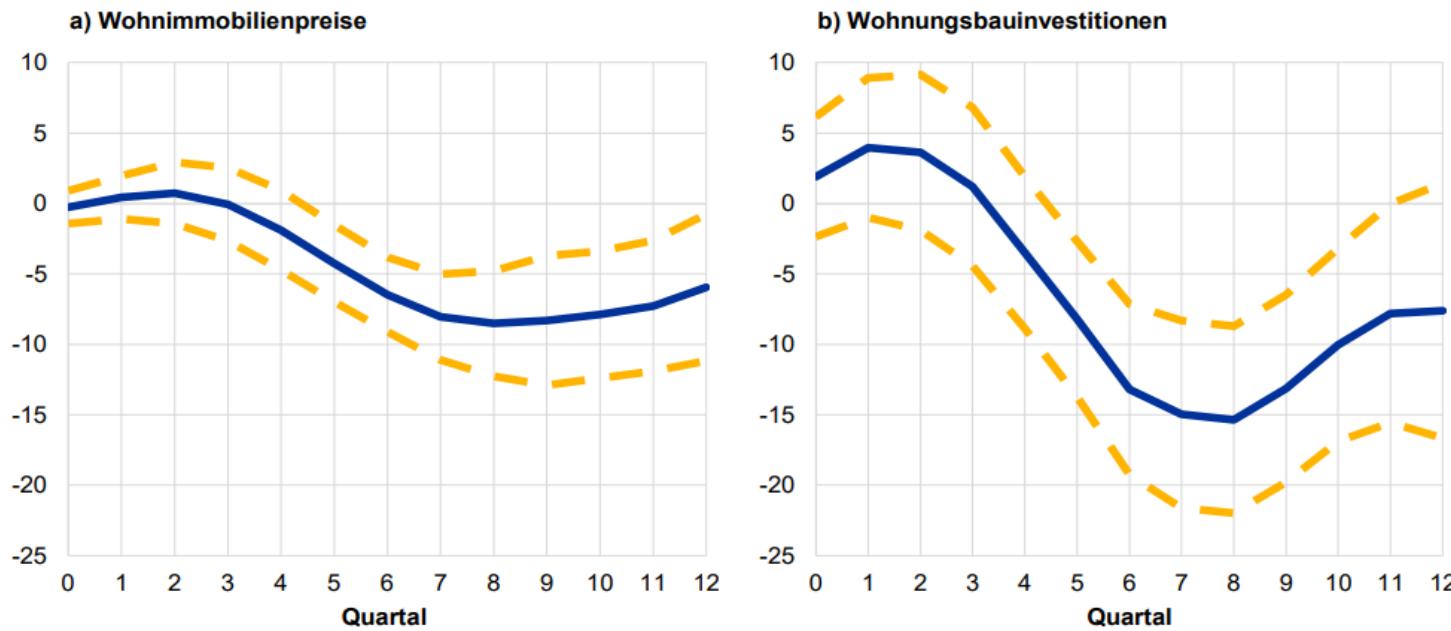
Notes: 90 percent confidence bands

- Goldanteil in ZB-Reserven wird durch Goldpreisanstieg in Krisen bzw. Goldpreisrückgang bei US-Zinsanstieg unmittelbar beeinflusst.
- Aktive Goldkäufe (Mengen) erst mit Zeitverzögerung (Strategieänderung benötigt Greminenentscheidungen...)

EZB-Leitzinsanhebungen und –erwartungen dämpfen Wohnbaupreise und -investitionen

Geschätzte Semi-Elastizitäten der Wohnimmobilienpreise und Wohnungsbau-investitionen bei einem Anstieg der Hypothekenzinsen um 1 Prozentpunkt in einem Niedrigzinsumfeld

(in %)

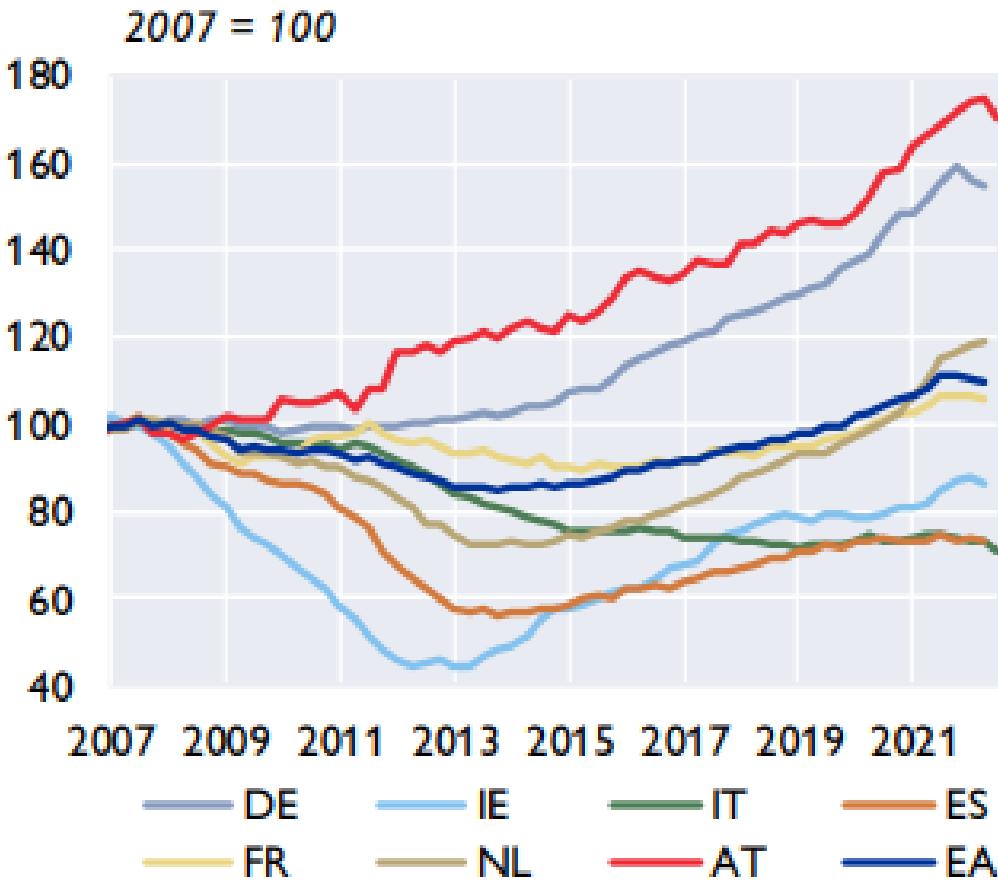


Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

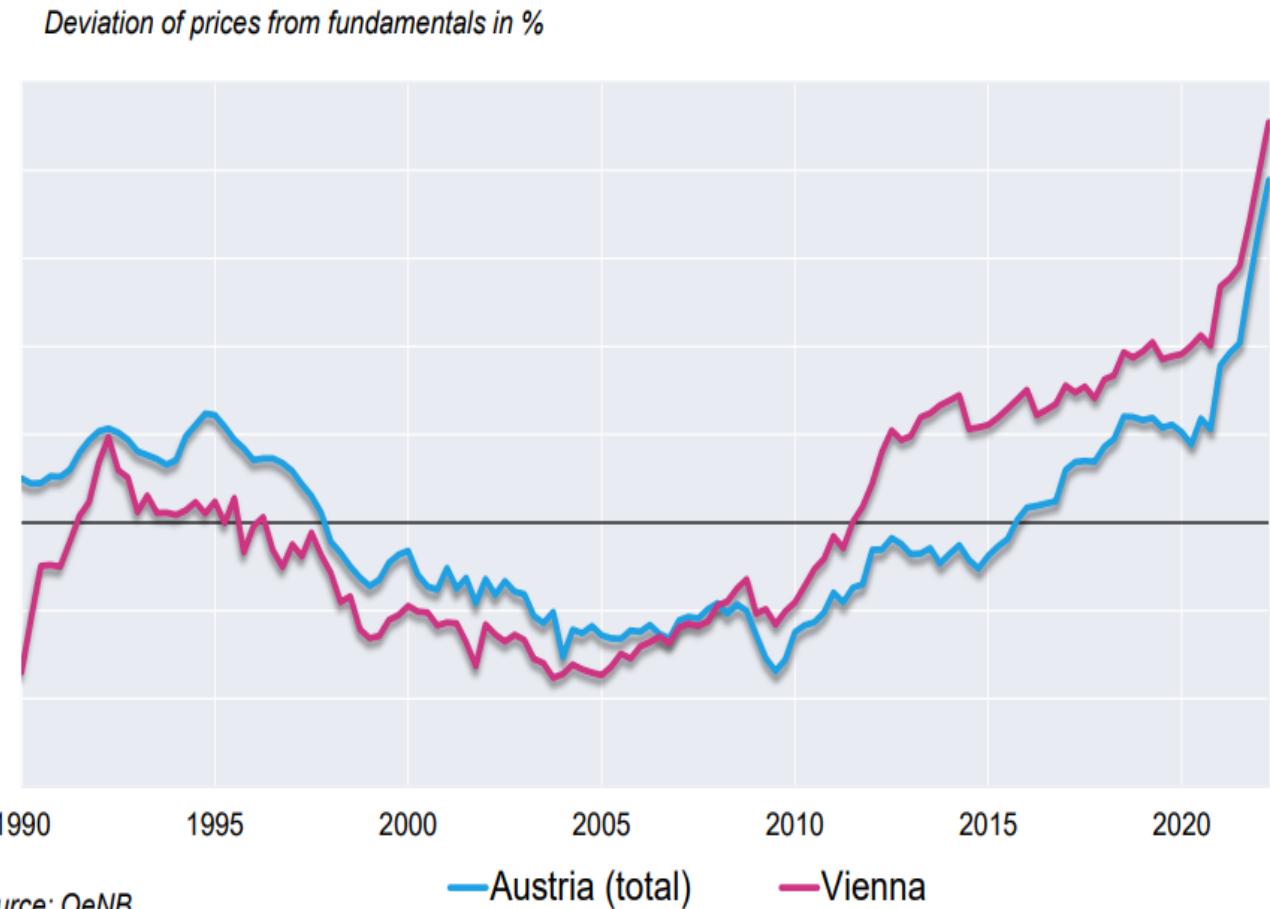
Quellen: EZB Wirtschaftsberichte 6/22

Immobilienpreise: Preisanstiege beendet

Immobilienpreisindizes



OeNB fundamentals indicator for residential property prices



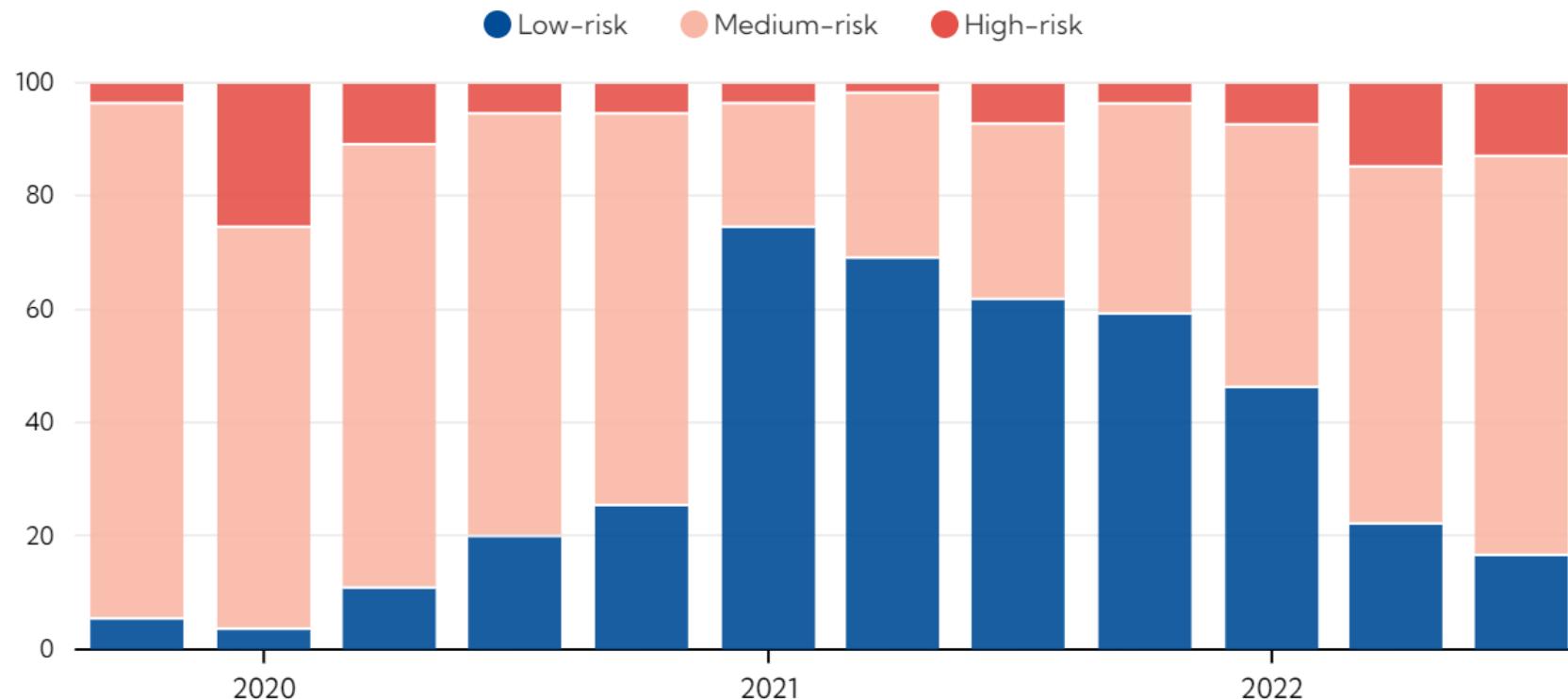
Q: OeNB Konjunktur aktuell Jänner 2023, OeNB FSR Dezember 2022

Herausforderung hohe globale Unternehmensverschuldung

Starke Zinsanstiege könnten Firmenpleitenwelle auslösen

Rising corporate risk

The number of countries at risk from corporate-distress spillovers has risen after a decline in 2021.
(risk of systemic corporate distress, percent)



Source: IMF staff calculations. • Note: Out of 55 advanced and emerging economies until Q3 2021 and out of 54 excluding Ukraine thereafter due to data limitations.

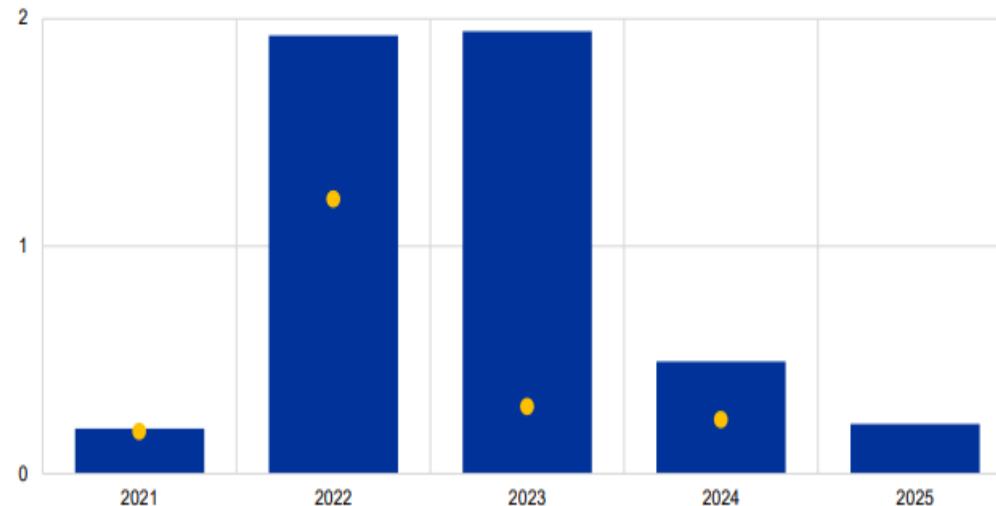
- Corporate debt rose by more than \$12 trillion in AEs and EMEs during the pandemic as companies borrowed to strengthen balance sheets and survive economic shock.
- But steep rises in interest rates and more expensive debt service are stretching firms' finances, even as global debt declines as a share of gross domestic product.
- This build-up of risk in the corporate sector and a doubling of funding costs for even the safest issuers could pose serious problems for many economies and their financial systems.

Hohe Antiinflationsausgaben, aber Staatshaushalte profitieren (noch) von Inflation. Künftige Herausforderung durch höhere Finanzierungskosten

Haushaltspolitische Maßnahmen im Euroraum als Reaktion auf hohe Energiepreise und Inflationsraten

(in % des BIP; Höhe pro Jahr)

- Projektionen von Eurosystem-Fachleuten – Dezember 2022
- Projektionen von EZB-Fachleuten – September 2022

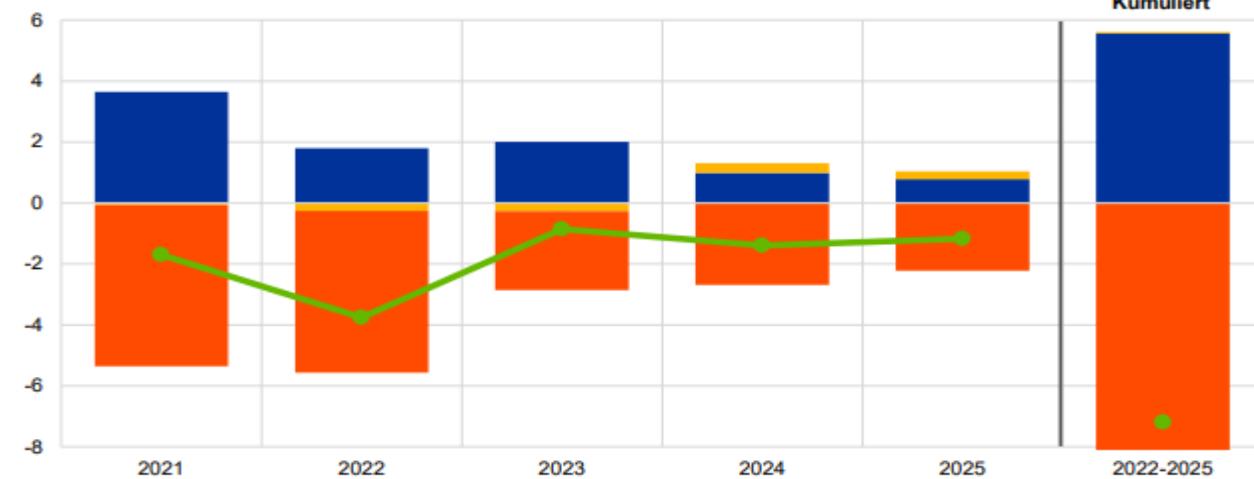


Quellen: EZB-Berechnungen und gesamtwirtschaftliche Projektionen.

Veränderung der Staatsverschuldung im Euroraum und Bestimmungsfaktoren

(soweit nicht anders angegeben, in % des BIP)

- Primärsaldo (-)
- Deficit-Debt-Adjustments
- Zins-Wachstums-Differenzial
- Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung (in Prozentpunkten des BIP)



Quellen: EZB-Berechnungen und gesamtwirtschaftliche Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Dezember 2022.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

Risken: Ära multipler Schocks?

Type of risk	Number of “systems of origin”	Scale of outcomes	Magnitude and reversibility of outcomes
Systemic risk	One	Possibly regional, continental, or global	Typically sub-catastrophic, probably reversible
Global catastrophic risk	One	Global	Irreversible and catastrophic degradation of humanity’s prospects
Polycrisis	Three or more	Possibly regional, continental, or global	Sub-catastrophic, possibly reversible
Global polycrisis	Three or more	Global	Irreversible and catastrophic degradation of humanity’s prospects

Risken: „The Age of Megathreats“ (Roubini, PS, 4 Nov 2022)

- „Geopolitical Depression“ - China, Russia, Iran, North Korea challenge economic, financial, security, and geopolitical order that US and allies created after WWII – return of possible “nuclear Armageddon”
- „Environmental Apocalypse“ - climate protection vs. greenwashing & greenwishing → pandemics
- Energy prices - scarcity
- „Friendshoring“, trade+financial+technology wars (incl sanctions and weaponizing USD) - balkanization
- High public and private debt → call for „inflation tax“
- Inflation (bad policies (monetary & fiscal) & bad luck (COVID, CHI zero-COVID, RU-UA))
- → „Great Stagflationary Debt Crisis“? → Central banks subject to „financial dominance“?
- AI, machine super-intelligence, robotics – job losses, cybercrime – cost of cybersecurity
- Ageing – migration – inequality – populism (left and/or right-wing) – polarisation – antidemocratic trends
- *Interactions – combination of 1970s with GFC and 1930s/1940s?*

Danke für Ihr Interesse!
Fragen sehr willkommen!

Schelhammer Capital
Februar 2023

Prof Dr Ernest Gnan

Die in dieser Präsentation vertretenen Meinungen sind ausschließlich jene des Vortragenden und nicht notwendigerweise jene der OeNB, des Eurosystems, der EZB oder von SUERF – The European Money and Finance Forum

Quellen:

- [Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, Chima Simpson-Bell, 2023, Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More? IMF Working Paper No. 2023/014](#)
- [Tobias Adrian, Fabio Natalucci, Central Banks Hike Interest Rates in Sync to Tame Inflation Pressures, August 10, 2022](#)
- [Tobias Adrian, Christopher Erceg, Fabio Natalucci, Feb 2023: Looser Financial Conditions Pose Conundrum for Central Banks.](#)
- [Bank for International Settlements, 2022. Annual Economic Report 2022.](#)
- [Die Presse, 3.2.2023](#)
- [European Central Bank, Monetary Policy Statement Press Conference 2 Feb 2023.](#)
- [Europäische Zentralbank, EZB-Wirtschaftsbericht 6/2022 und 8/2022](#)
- [Federal Reserve System, 2022. Transcript of Chair Powell's Press Conference Feb 1, 2023](#)
- [Federal Reserve System, 2023. Summary of Economic Projections Dec 14 2022.](#)
- [Burcu Hacibedel, Ritong Qu, Countries Should Act Now to Limit Rising Risks From Corporate Distress, IMF blog 31 Jan 2023](#)
- [International Monetary Fund, World Economic Outlook, January 2023 Update](#)
- [Nouriel Roubini, 2022. The Age of Megathreats by Nouriel Roubini - Project Syndicate, 4 Nov 2022.](#)
- [Oesterreichische Nationalbank, Konjunktur aktuell, Jänner 2023](#)
- [Toozé, A., 2022. Chartbook #165: Polycrisis - thinking on the tightrope. 29 October 2022.](#)