OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
EUROSYSTEM

Die Zukunft der Geld- und Zinspolitik

Vortrag im Rahmen des Fonds Professionell Kongresses

Univ.-Prof. Dr. Robert Holzmann
Gouverneur der Oesterreichischen Nationalbank

Wien, 26. Februar 2020

www.oenb.at

Motivation und …

- Was ist die beliebteste Straßen-Frage an mich ...?

  Wann gibt es wieder gescheite Sparzinsen so wie früher?

- Was ist die häufigste Frage Ihrer Kunden an Sie …?

  Wie komme ich zu höheren Ertragszinsen?

- Was ist (wahrscheinlich) Ihre Erwartung an mich …?

  Dass ich die Antwort weiß und darüber rede!

… Struktur

1. Hintergrund zur persönlichen Zinserwartung und internationalen Zinsumgebung
2. Kernaufgaben der OeNB
3. Geldpolitik des Eurosystems
4. Überarbeitung der geldpolitischen Strategie

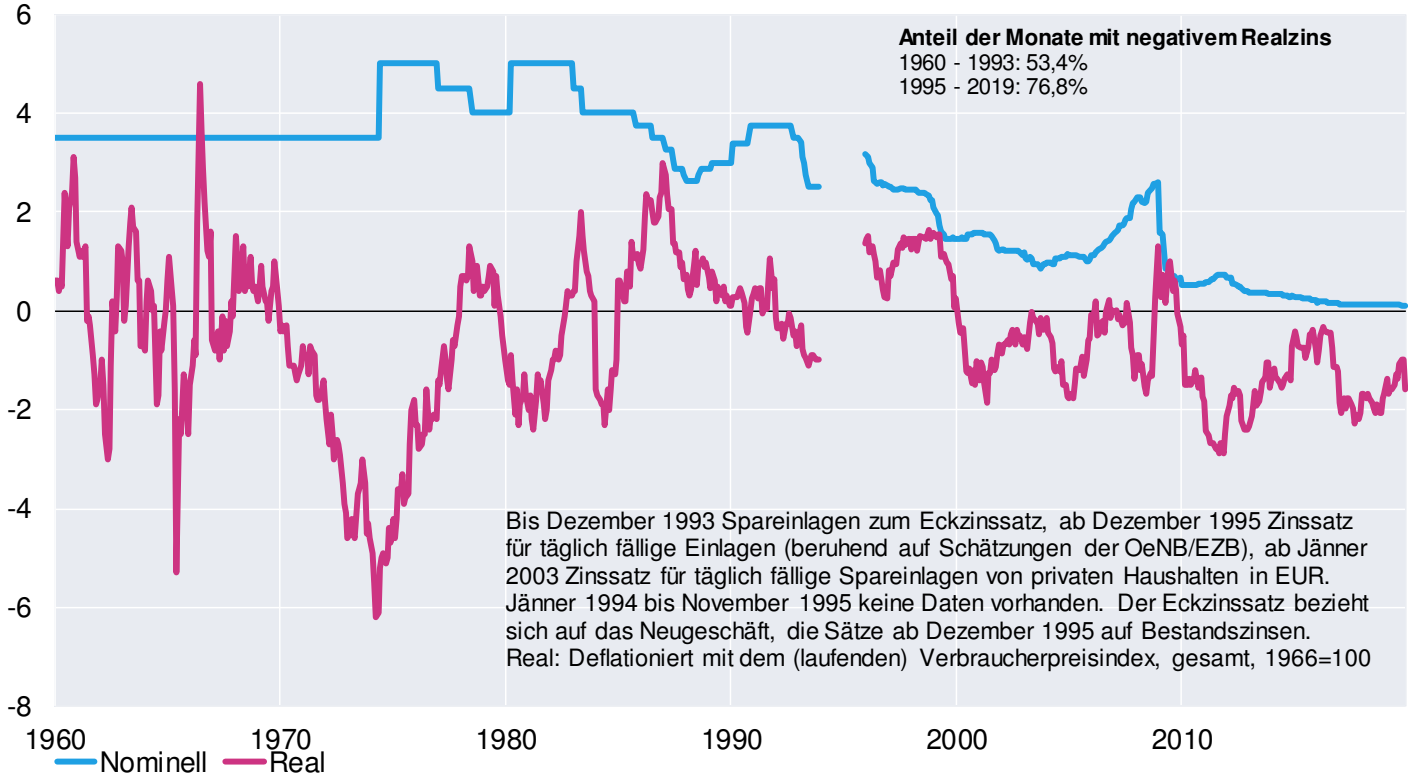
1. Hintergrund zur persönlichen Zinserwartung und internationalen Zinsumgebung

- Weit verbreitetes Ignorieren von Inflation in der Zinsbetrachtung (d.h. Geldwertillusion)
- Gesunkene Inflationswerte und Inflationserwartungen
- Langfristig sinkende reale Ertragsraten: kurz- und langfristig

In den letzten 60 Jahren waren in mehr als der Hälfte aller Monate die Zinsen für täglich fällige Spareinlagen real negativ

Nominelle und reale Verzinsung täglich fälliger Spareinlagen (vor KESt)

In %



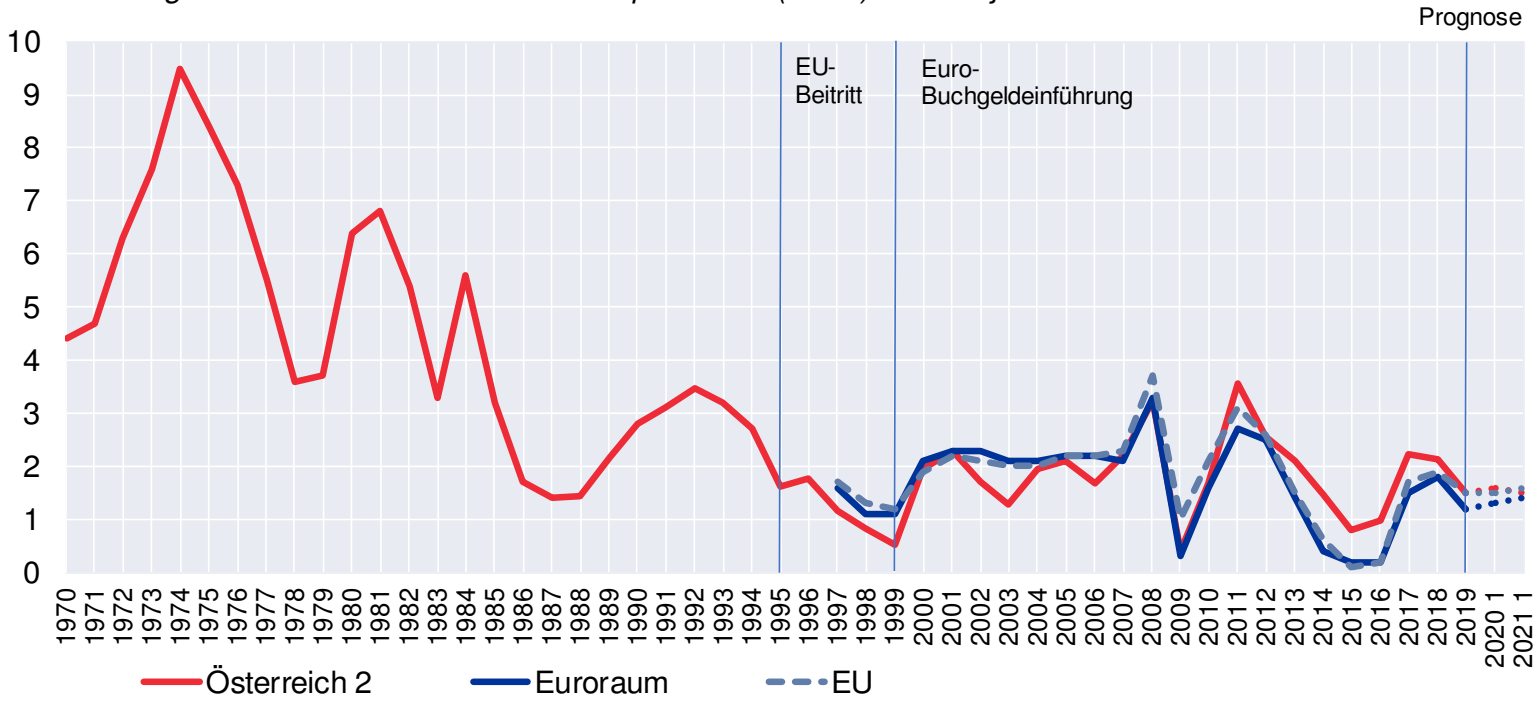
Quelle: OeNB, Statistik Austria.

Langfristige Entwicklung der Inflation

Inflation

Ø Österreich 1970 - 1994: 4,6%
Ø Österreich 1995 - 2019: 1,7%

Veränderung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) zum Vorjahr in %



Quelle: Statistik Austria, Eurostat, Europäische Kommission, OeNB.

[1] Prognose der EK vom Februar 2020. - [2] Bis inkl. 1987 VPI.

Beispiele von Geldwertillusion und Zinsbetrachtung

ONB

Höhere Inflation

Zinssatz (nominell):		2 Prozent
Inflationsrate:		4 Prozent
Zinssatz (real):	minus	2 Prozent

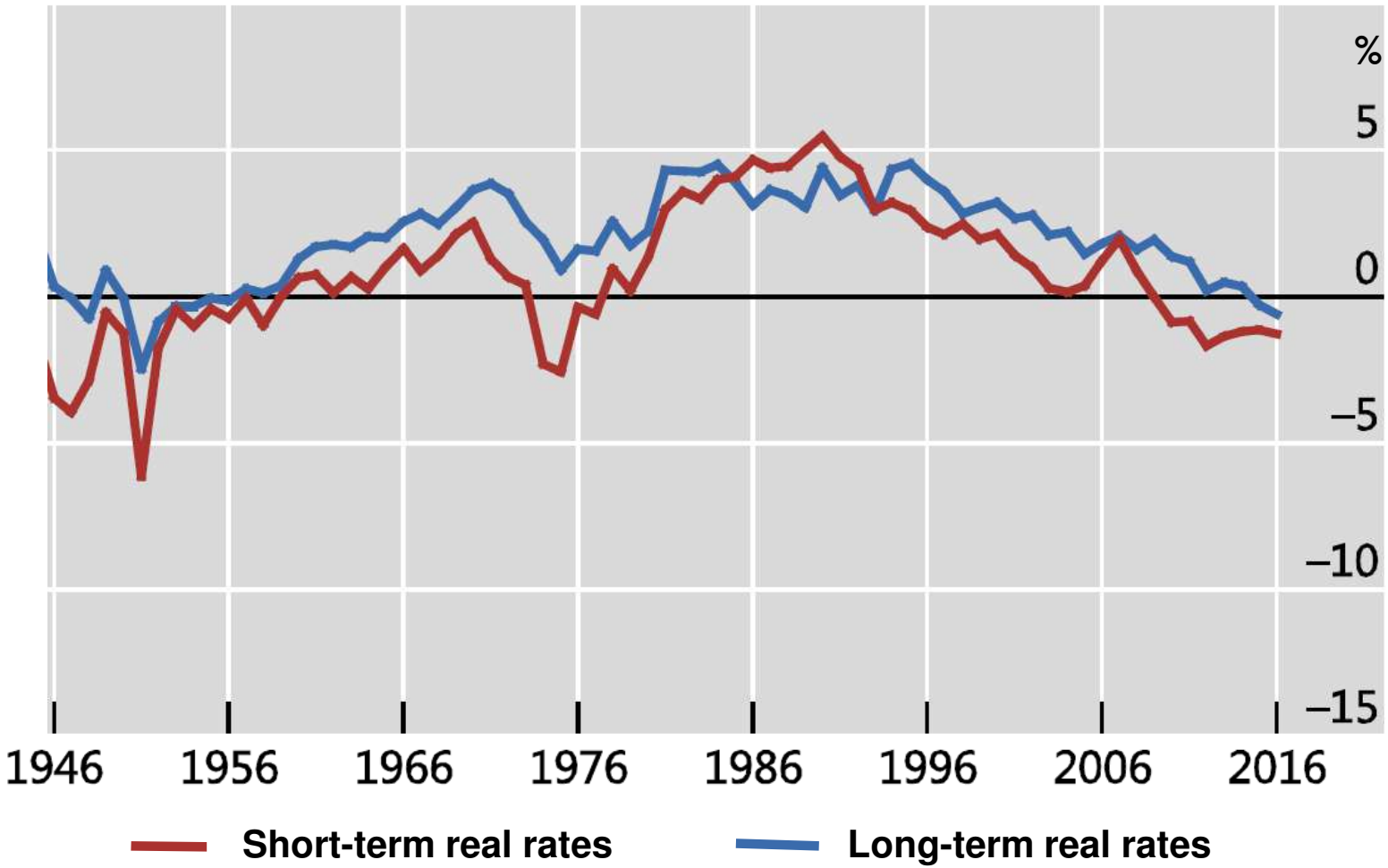
Anlage Jahresbeginn	100
Anlage Jahresende (nominell)	102
Auszahlung und Konsum	2
Anlage Jahresende (real)	96

Niedrigere Inflation

Zinssatz (nominell):		0 Prozent
Inflationsrate:		2 Prozent
Zinssatz (real):	minus	2 Prozent

Anlage Jahresbeginn	100
Anlage Jahresende (nominell)	100
Auszahlung und Konsum	0
Anlage Jahresende (real)	98

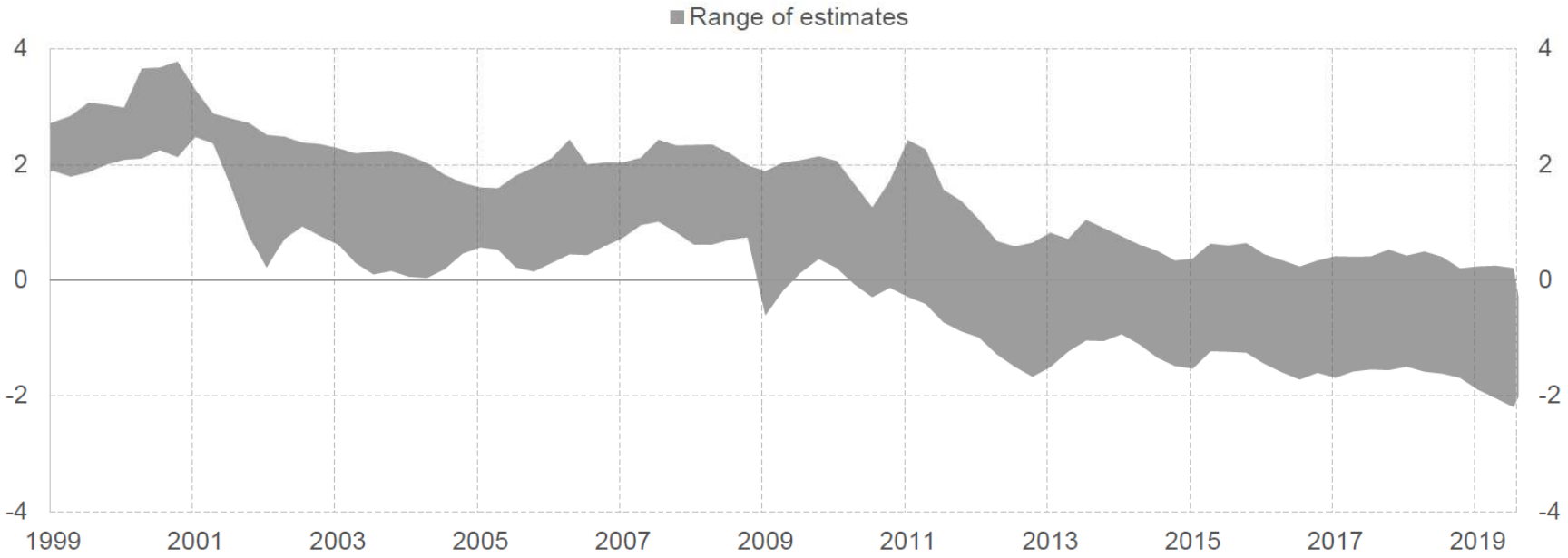
Entwicklung der Realzinsen in den USA (3 Monate, 10 Jahre)



Quelle: BIS.

Der reale Gleichgewichtszins im Euroraum sinkt seit Langem

Modellbasierte Schätzungen des realen Gleichgewichtszinses im Euroraum



Quelle: EZB: Rede von Isabel Schnabel bei der Juristischen Studiengesellschaft Karlsruhe, 11. Februar 2020.
Anmerkung: Grafik basiert auf ECB Occasional Paper No 217; Chart 6, Seite 25.

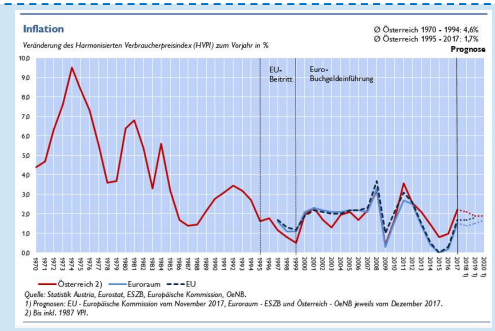
2. Kernaufgaben der OeNB

Mandat der OeNB

§ 2(1), (2), (5) NBG; § 44b (1) NBG; § 44c NBG

Preisstabilität

Finanzmarktstabilität



- Fremdwährungskreditvolumen für Haushalte seit 2008 stark reduziert
- Nachhaltigere Refinanzierung bei österreichischen Auslandstochterbanken
- Kontinuierliche Verbesserung der Eigenmittelausstattung
- Financial Sector Assessment Program (FSAP) 2020 erfolgreich abgeschlossen

Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik

in der EU und somit auch in Österreich

(Wirtschaftswachstum, Beschäftigungsentwicklung, und Umwelt)

Kernaufgaben einer Notenbank

ONB

- Vorbereitung und Umsetzung der Geldpolitik im Eurosystem
- Bankenaufsicht und Finanzmarktstabilität
- Internationale und nationale Zusammenarbeit
- Statistik
- Kommunikation
- Barer Zahlungsverkehr
- Reservemanagement
- Unbarer Zahlungsverkehr

Supportfunktionen

Aufgabenerfüllung unter Aspekt der

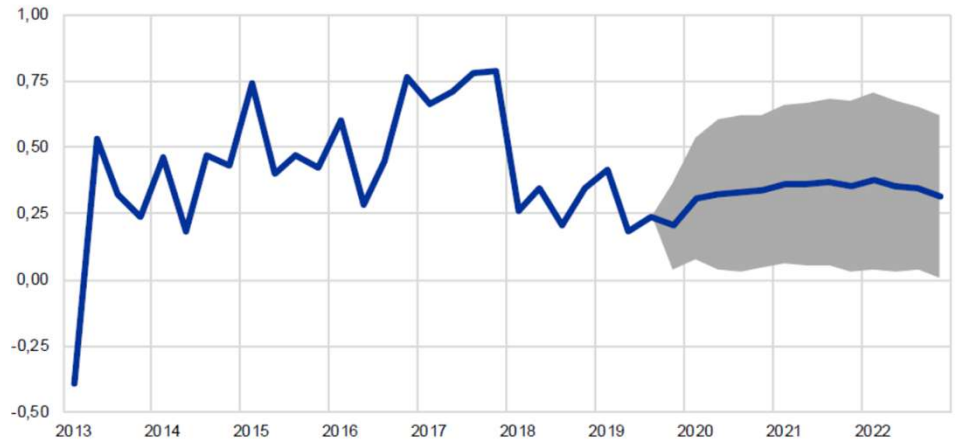
funktionellen, institutionellen, personellen und finanziellen Unabhängigkeit

3. Geldpolitik des Eurosystems

Das BIP-Wachstum wird sich erholen (Eurosystem-Projektionen)

Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Dezember 2019, veröffentlicht am 12. Dezember 2019 auf der Website der EZB.

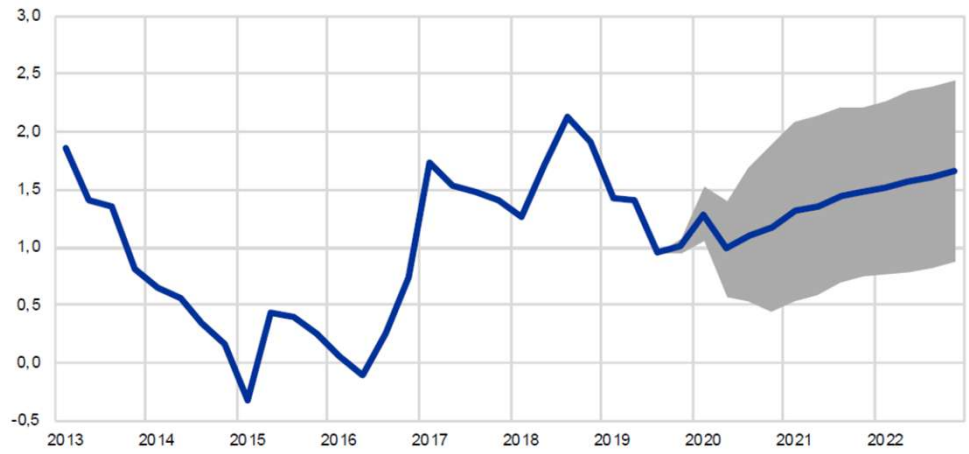
Quelle: EZB, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 8 / 2019.

- Gemäß den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems wird von einem geringfügigen Abflauen widriger globaler Faktoren ausgegangen:
  - geordneter EU-Austritt des Vereinigten Königreichs,
  - keine weiteren protektionistischen Maßnahmen,
  - der Coronavirus ist bald im Griff.
- Die derzeit vorherrschende Unsicherheit dürfte daher allmählich zu Gunsten der Exporte des Euroraums nachlassen.
- Die Finanzierungsbedingungen bleiben weiterhin sehr günstig.

Bleibende Herausforderung der Geldpolitik im Euroraum: Inflationsrate wohl unter 1,6% bis Jahresende 2022

Teuerung nach dem HVPI im Euroraum (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

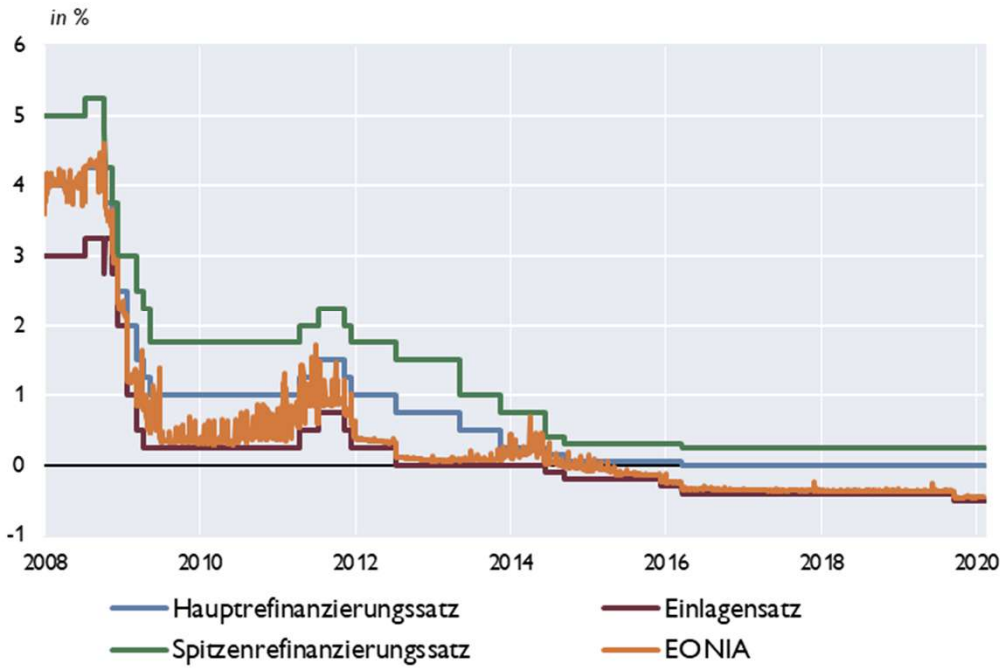


Quellen: Eurostat und EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, veröffentlicht am 12. Dezember 2019 auf der Website der EZB.

Quelle: EZB, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 8 / 2019.

- Derzeit liegt die jährliche HVPI Inflationsrate im Euroraum bei etwa 1%.
- Experten erwarten einen mittelfristigen Anstieg der Inflationsrate (auf leicht über 1,5% bis 2022).
- Obwohl der Aufwärtstrend in der erwarteten Inflationsrate positiv einzuschätzen ist, liegen die Prognosen klar unter dem derzeitigen Preisstabilitätsziel der EZB von „unter, aber nahe 2% auf mittlere Sicht“.
- Für die Geldpolitik im Euroraum bedeutet dies, dass die seit 2014 getroffenen, sehr expansiven Maßnahmen der EZB immer noch notwendig sind, um eine nachhaltige und robuste Konvergenz der Inflationsrate zum Preisstabilitätsziel zu gewährleisten.

Expansive geldpolitische Maßnahmen (I): negative Zinsen

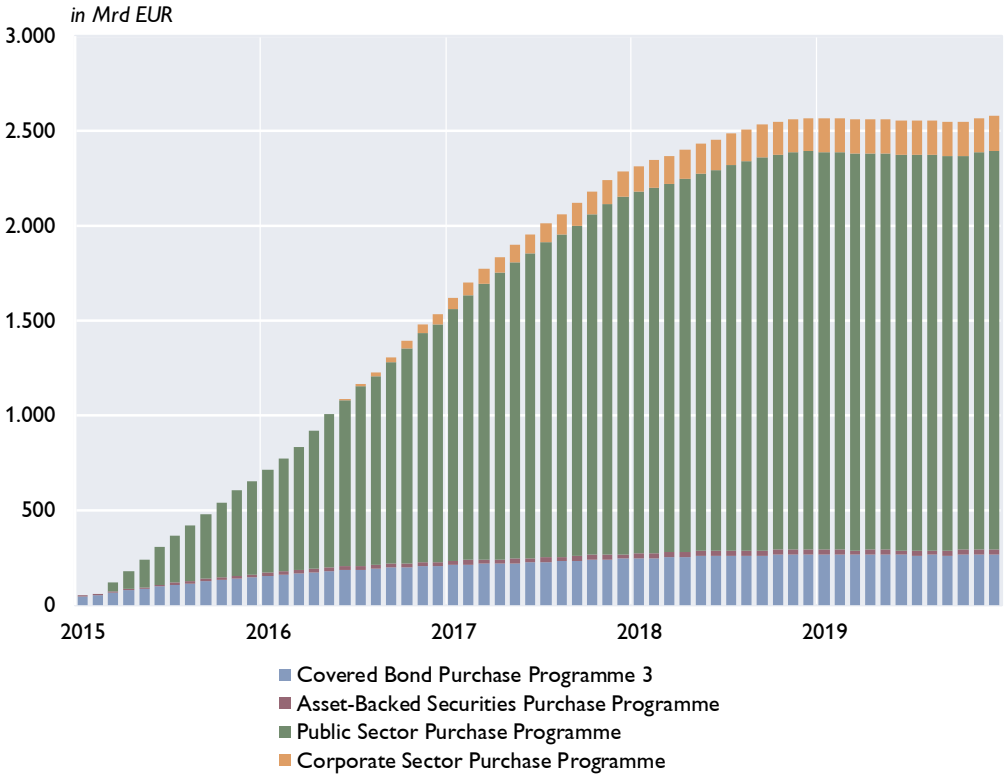


Quelle: EZB, Macrobond.

- Zwei expansive geldpolitische Maßnahmen verstärken sich gegenseitig:
  - ➢ Der negative Leitzinssatz und
  - ➢ die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs).
- TLTROs ermöglichen Banken, sich zu günstigen Bedingungen beim Eurosystem zu refinanzieren.
- Der Zinssatz für die Mittelaufnahme kann dem niedrigen Niveau des Zinssatzes für die Einlagefazilität (-0,5 %) entsprechen, sofern das Volumen der Bankkredite quantitative Zielvorgaben erfüllt.
- Starker Anreiz für Banken zur Teilnahme an den TLTROs → fördert die Kreditversorgung der Realwirtschaft.

Expansive geldpolitische Maßnahmen (II): Erwerb von Vermögenswerten

Kumulierter Bestand an APP-Wertpapieren



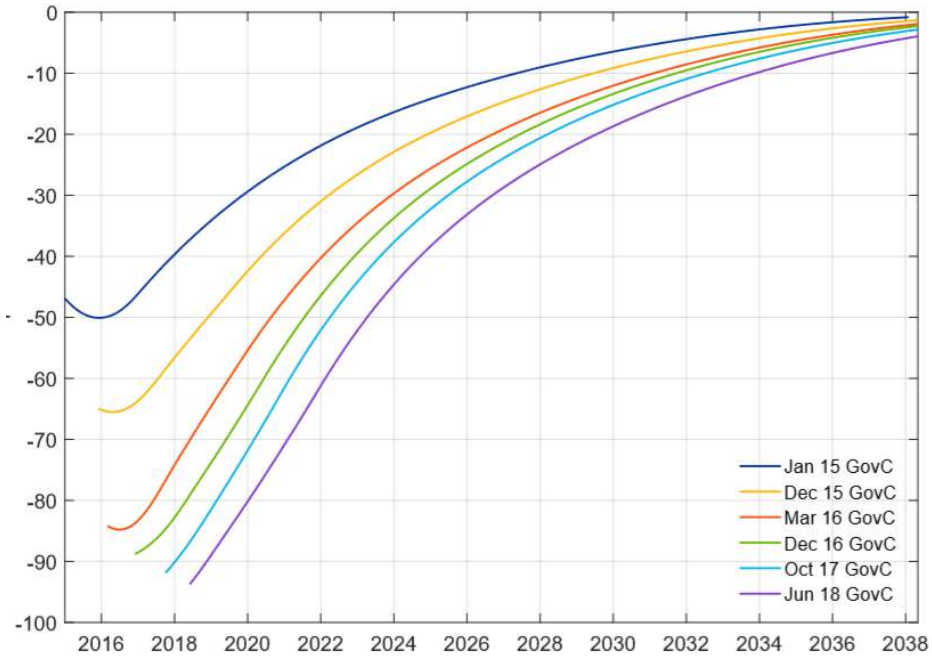
Quelle: EZB.

- Zwischen 2015 und 2018 kaufte das Eurosystem Vermögenswerte des privaten und öffentlichen Sektors um beinahe 2.600 Mrd EUR.
- Öffentliche Anleihen machten dabei den Löwenanteil aus.
- Angesichts der kontinuierlich hinter dem Preisstabilitätsziel des Eurosystems zurückbleibenden Inflation …
- … beschloss der EZB-Rat, ab 1. November 2019 im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erneut Nettokäufe im monatlichen Umfang von 20 Mrd EUR zu tätigen.

Das Ankaufprogramm APP dämpft die langfristigen Zinsen im Euroraum

- Das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) wurde im März 2015 gestartet und im Lauf der Zeit immer wieder ausgeweitet und verändert.
- Im Rahmen des APP werden Anleihen mit Laufzeiten zwischen 1 und 30 Jahren vom Eurosystem angekauft und mit (sehr kurzfristigem) Zentralbankgeld bezahlt. Die im gesamten Finanzmarkt befindliche Laufzeit wird dadurch reduziert → die Laufzeitprämie sinkt.
- Jede (in der Grafik dargestellte) Verlängerung bzw. Veränderung des Programms führte zu einer weiteren Dämpfung der Laufzeitprämie bei langfristigen Zinsen im Euroraum.
- Der dämpfende Effekt am langen Ende der Zinsstrukturkurve nimmt über die Zeit ab.

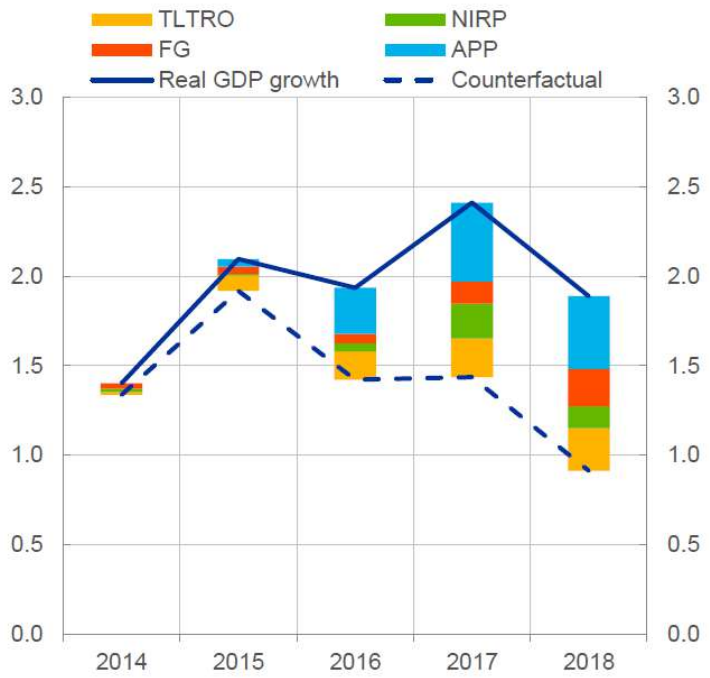
Wirkung des APP auf die Laufzeitprämie von 10-jährigen Staatsanleihen im Euroraum (in Basispunkten)



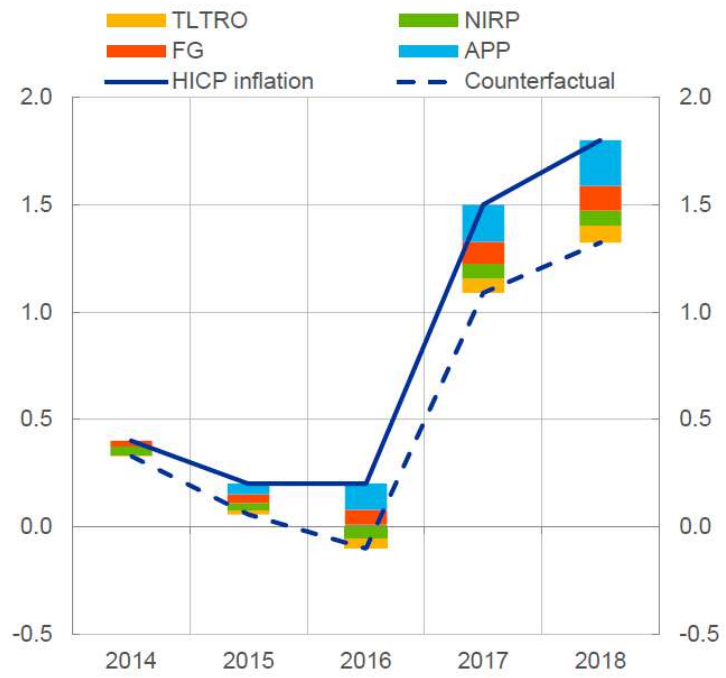
Quelle: Eser et al. (2019). Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve . ECB Working Paper Series No. 2293, Dezember 2019.

Unkonventionelle Geldpolitik: Einfluss der von der EZB getroffenen Maßnahmen seit 2014

Reales BIP Wachstum (jährliche Veränderung in %)



HVPI Inflation (jährliche Veränderung in %)



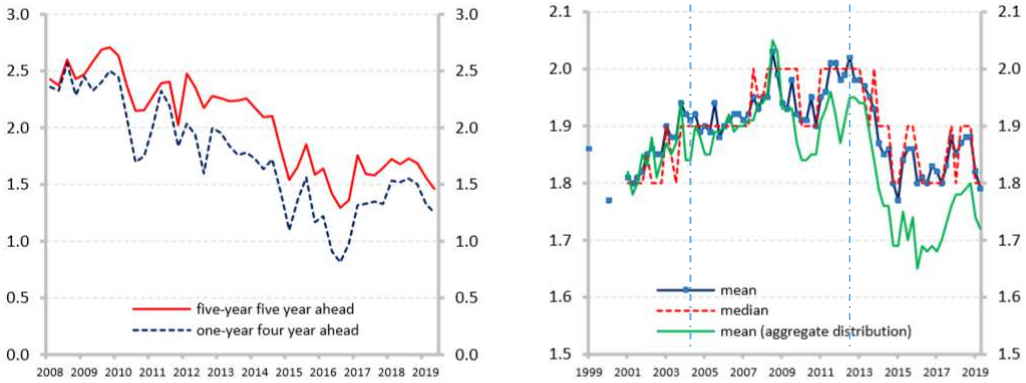
Quelle: Rostagno et al. (2019). A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20. ECB Working Paper Series No. 2346, Dezember 2019.

Warum ist die Inflation noch nicht zu ihrem Zielwert zurückgekehrt?

Mögliche Gründe:

- **Digitalisierung** führt zu geringeren Herstellungskosten und fördert den Wettbewerb.
- **Globale Wertschöpfungsketten** verstärken den internationalen Wettbewerb und haben Auswirkung auf die nationale Lohnsetzung.
- **Globale Rohstoffpreise** waren zumindest bis zum Jahr 2016 ein wichtiger Faktor für die gedämpfte Preisentwicklung (nicht nur im Euroraum).
- **Sinkende Inflationserwartungen** sind für die gegenwärtige und zukünftige Inflationsentwicklung von entscheidender Bedeutung und wirkten in den letzten Jahren drosselnd.

Marktbasierte und umfragebasierte langfristige Inflationserwartungen im Euroraum



Source: Bloomberg and ECB. *Note*: market-based inflation expectations (panel a) are computed as averages over the period in which forecasters were responding to the SPF.

Quelle: Corsello et al. (2019). Anchored or de-anchored? That is the question. Occasional Paper Series No. 516, Banca d´Italia, Oktober 2019.

Diskussion der Effekte der unkonventionellen Geldpolitik

Größe und Heterogenität der Effekte sind Teil einer wissenschaftlichen Debatte

- APP scheint abnehmende Erträge zu erzielen (z.B. Rostagno et al., 2020)
- Effekte der unkonventionellen Geldpolitik sind sehr heterogen im Eurogebiet (z.B. Boeckx et al., 2017)

Mögliche negative Nebenwirkungen der Maßnahmen sollten beobachtet werden

- Mittel- bis langfristige Perspektive wichtig: manche Nebenwirkungen könnten sich erst entwickeln
- Forschungsfeld derzeit noch sehr jung: empirische Evidenz zeigt momentan nur partielle Effekte

- **Beispiel 1:** Effekte der niedrigen/negative Zinsen auf Produktivität (z.B. Liu et al., 2019)
- **Beispiel 2:** “Zombifizierung” der Volkswirtschaft (z.B. Acharya et al., 2019)
- **Beispiel 3:** Effekte auf Profitabilität von Banken und Finanzmarktstabilität (z.B. Heider et al., 2019)
- **Beispiel 4:** Effekte auf Immobilienpreise, Wohnkosten und verfügbares Haushaltseinkommen (OeNB)

4. Überarbeitung der geldpolitischen Strategie

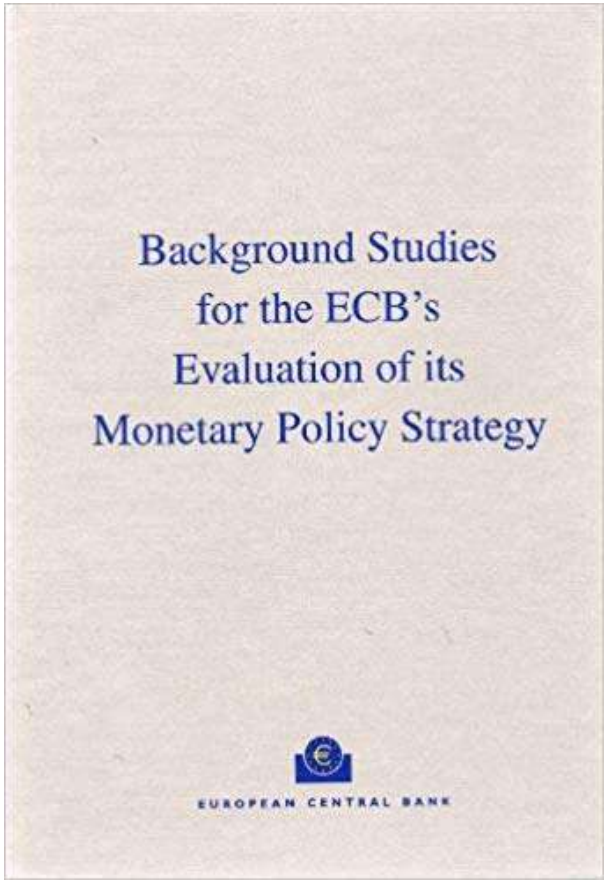
Eine zukunftsfähige Geldpolitik ist in der Lage…

…der nächsten Krise mit einem ausreichenden geldpolitischen Instrumentarium zu begegnen, um Abweichungen vom Preisstabilitätsziel gegenzusteuern:

- Spielraum für konventionelle Geldpolitik
- Darüber hinaus wirkungsvolle Instrumente der unkonventionellen Geldpolitik
- Ein gut kapitalisiertes Bankensystem, das die geldpolitischen Impulse weitergibt
- Keine enge nationale Verbindung zwischen dem jeweiligen Staat und dem Bankensystem (bank-state nexus)
- Digital fitte Zahlungssysteme innerhalb des europäischen geldpolitischen Rahmens
- Zumindest klimaneutrale geldpolitische Instrumente

Die Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Jahr 2020 (I)

- Zuletzt überprüfte das Eurosystem seine geldpolitische Strategie in den Jahren 2002/03.
- Die damalige Überprüfung führte zu einer Präzisierung der Definition von Preisstabilität:
  - Zuvor definierte der EZB-Rat Preisstabilität als Anstieg des HVPI im Euroraum von unter 2% gegenüber dem Vorjahr.
  - Im Mai 2003 stellte der EZB-Rat klar, dass er beim Streben nach Preisstabilität konkret darauf abzielt, die am HVPI gemessene Inflationsrate zwar unter, aber doch nahe 2% zu halten.



Die Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Jahr 2020 (II)

Die im Jänner begonnene strategische Überprüfung ist umfassend und setzt sich mit einem breiten Spektrum an Themen auseinander:

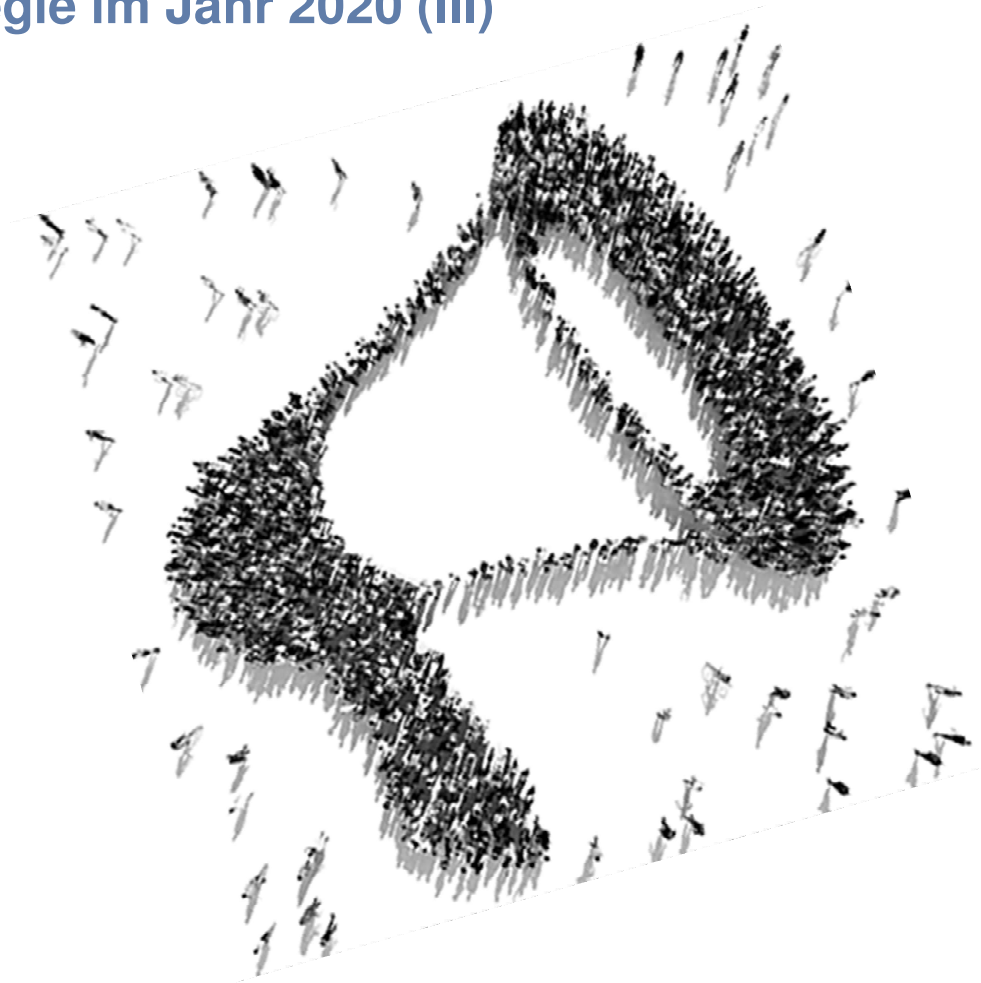
- Kern und Mittelpunkt: Ziel der Preisstabilität, Inflationsmessung, monetäre Kommunikationspolitik
- Weitere Themen: Überprüfung des geldpolitischen Instrumentariums, wirtschaftliche und monetäre Analysen
- Weitere Überlegungen: Finanzstabilität, Beschäftigung und ökologischer Nachhaltigkeit

Die Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Jahr 2020 (III)

Im Rahmen der Überprüfung der geldpolitischen Strategie tritt das Eurosystem mit Abgeordneten des Europäischen Parlaments, der akademischen Gemeinschaft sowie mit der Bevölkerung in einen Dialog ein.

Der gesamte Prozess soll voraussichtlich Ende des Jahres 2020 abgeschlossen werden.

Dieser Vortrag ist ein kleiner ad-hoc Beitrag zum Dialog.



Danke für Ihre Aufmerksamkeit

Thank you for your attention

www.oenb.at

oenb.info@oenb.at

@oenb

@nationalbank_oesterreich

OeNB