



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
EUROSYSTEM

Die geldpolitischen Herausforderungen der EZB

Univ.-Prof. MMag. Dr. Gottfried Haber
Vize-Gouverneur

76. OÖ Landesgenossenschaftstag
Linz, 1. Juni 2022

www.oenb.at



Agenda: Derzeitige geldpolitische Herausforderungen des Eurosystems

Transformationsschocks für Europa und die Welt – „New Normal“?

1. COVID-19 Pandemie
2. Russland-Ukraine-Krieg
3. Klimakrise

Herausforderungen in unsicheren Zeiten – „Way Forward“

1. Geopolitik
2. Geldpolitik

Exogene Schocks und Zentralbanken

Die Gründung von Zentralbanken und deren Reformen sind zumeist das Ergebnis von exogenen Schocks

- Schwedische Nationalbank Riksbank (Gründung 1668) – “to maintain the domestic coinage at its fair and right value” in Reaktion auf den 30 jährigen Krieg und die schwedischen imperialen Ambitionen
- Bank of England (Gründung 1694) – zur Finanzierung des spanischen Erbfolgekrieges
- Banque de France (Gründung 1800) – zur Finanzierung Napoleonischer Ambitionen
- OeNB (Gründung 1816 als „privilegierte oesterreichische National-Bank“) – zu Stabilisierungszwecken in Reaktion auf die Napoleonischen Kriege
- FED (Gründung 1913) – eine Finanzkrise in den USA – die Panik von 1907 – löste einen Bank Run aus, der das fragile Bankensystem in Mitleidenschaft zog und den Kongress 1913 schließlich dazu veranlasste, den Federal Reserve Act zu erlassen

Vorrangiges Ziel von Notenbanken

- Wahrung von Preisstabilität – Preisstabilität ist unabdingbar für Wirtschaftswachstum

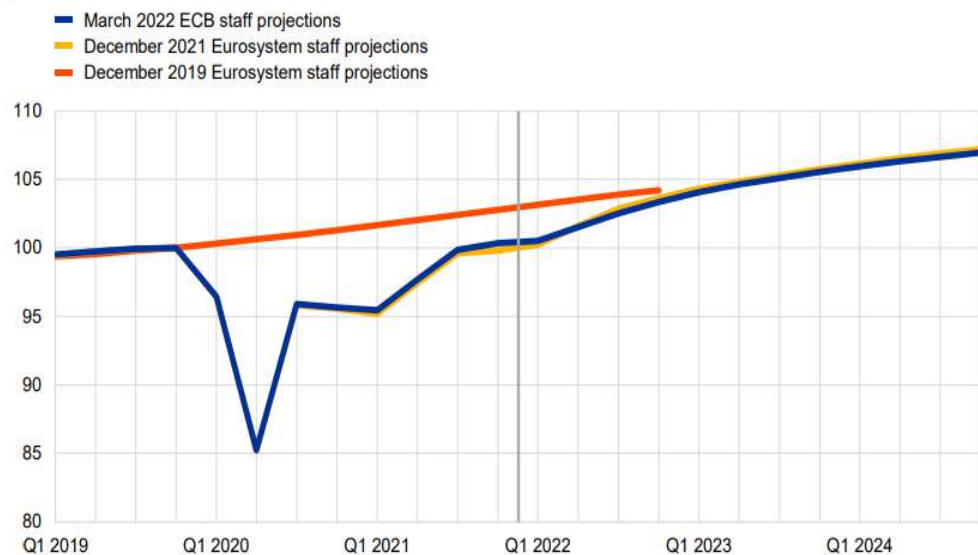
TRANSFORMATIONSSCHOCKS FÜR EUROPA UND DIE WELT: 1. COVID-19 PANDEMIE

COVID-19 Pandemie führt zur Verschiebung von Nachfrageschocks (Lockdowns) hin zu Angebotsschocks (Lieferketten)

Tiefste Rezession der Nachkriegsgeschichte

Euro area real GDP

(chain-linked volumes, Q4 2019 = 100)



Notes: Data are seasonally and working day-adjusted. Historical data may differ from the latest Eurostat publications due to data releases after the cut-off date for the projections. The vertical line indicates the start of the current projection horizon.

Source: ECB staff macroeconomic projections for the euro area, March 2022.

Schnelle Erholung aufgrund umfangreicher Programme:

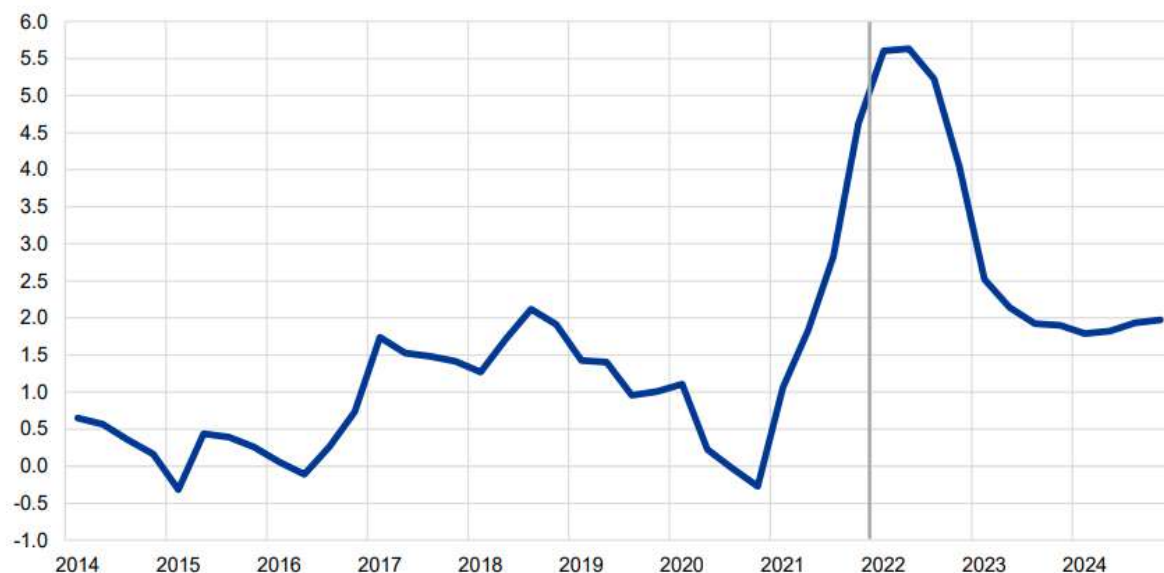
- **EZB:**
 - **PEPP** – pandemic emergency purchase programme
 - **TLTRO III** – targeted longer-term refinancing operations
 - Bereitstellung von Liquidität für CESEE Länder: **Swaps** und **Repos**
- **EU Länder**
 - Unterschiedliche Unterstützungs- und Subventionsprogramme
- **EU:**
 - **NGEU** – Next Generation EU fund
 - **RRP** – national recovery and resilience plans
- **Banken** – Teil der Lösung

Vermächtnis der Pandemie: Steigende Inflation und Staatsverschuldung sowie weitere finanz- und geldpolitische Herausforderungen

Inflation auf Allzeithoch

Euro area HICP

(annual percentage changes)



Note: The vertical line indicates the start of the projection horizon.

Source: ECB staff macroeconomic projections for the euro area, March 2022.

Inflation getrieben durch:

- Anfänglich starke **Erholung** und **Fiskalpolitik**
- **Energiepreise**: Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bei Gas (und Öl) als Teil des Umstiegs (China)
- **Lieferkettenunterbrechungen**
- **Verschiebung der Nachfrage** – von Dienstleistungen hin zu Produkten

Herausforderungen, u.a.:

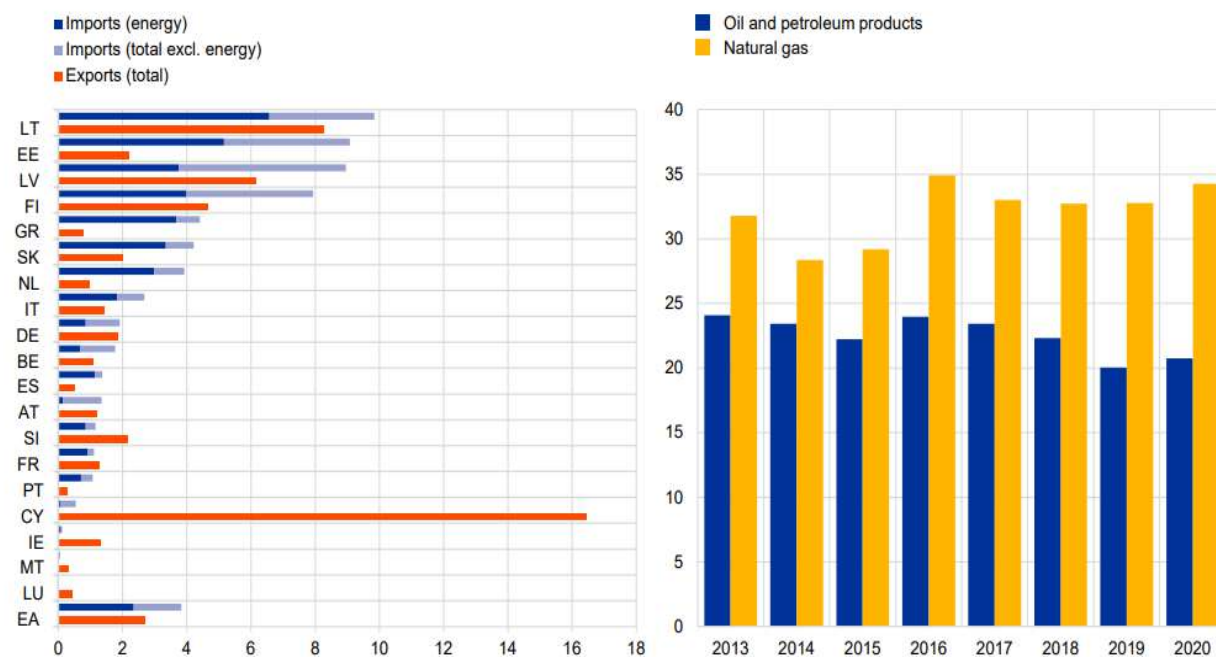
- Staatsverschuldung (14 Pp höher)
- Fragmentierungsrisiko
- Fiskalische Dominanz
- Inflationserwartungen – Entankerung

TRANSFORMATIONSSCHOCKS FÜR EUROPA UND DIE WELT: 2. RUSSLAND-UKRAINE-KRIEG

Russische Invasion in der Ukraine trifft Europa besonders hart ...

Euro area trade with Russia (left-hand panel) and euro area dependence on Russian energy supplies (right-hand panel)

(left-hand panel: percentage of total trade in goods and services; right-hand panel: percentage of imports)



Sources: ECB, Eurostat and ECB staff calculations.
 Note: Imports of natural gas include those of liquefied natural gas.

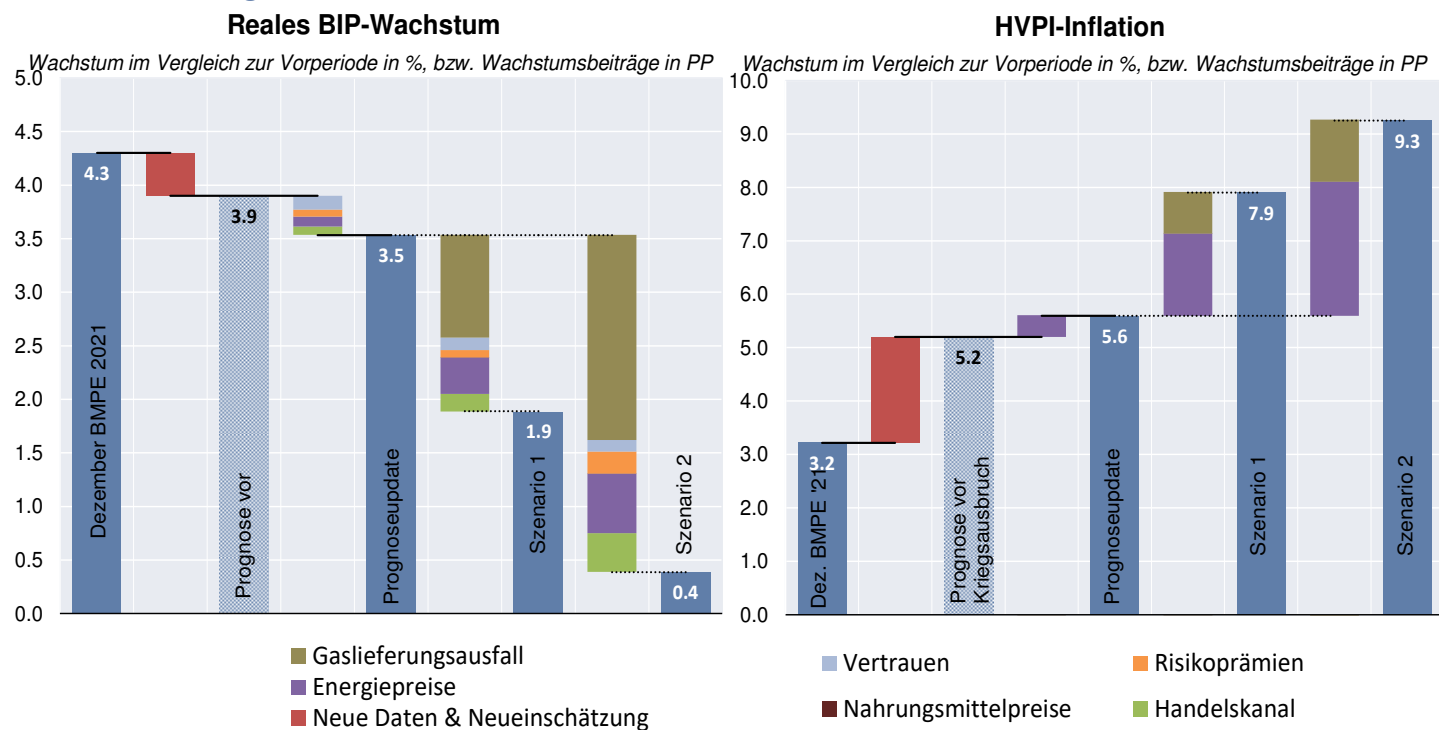
Einschneidende Veränderungen der globalen geopolitischen Situation

- **Mitgliedschaft** in der **NATO** kann die **Schwächen** der **EU** aufgrund einer **mangelnden Verteidigungsunion** nur mehr partiell ausgleichen
- **Widerstandsfähigkeit** der **EU** am **Prüfstand**
- Kurzfristig **neue Angebots-** und **Nachfrageschocks** mit **Trade-offs** von **Wachstum** und **Inflation**
- Weiterer **Verlauf** bzw. **Dauer** des **Kriegs** entscheidend für mittelfristige **Entwicklung** (baseline, adverse oder severe scenario)

... mit Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung

Stand des Prognoseupdates / der Szenarien: BIP März 2022, Inflation April 2022

Österreich: Prognosen und Szenarien für 2022



Quelle: OeNB.

Narrativ der OeNB-Szenarien

- **Prognoseupdate:** Zeitnahes Ende der kriegerischen Auseinandersetzungen
- **Szenario 1:** Fortsetzung der Kämpfe in den kommenden Wochen, Ausfall der Gaslieferungen ab dem Frühjahr bis in den Herbst (minus 15% Gas)
- **Szenario 2:** Über den Krieg in der Ukraine hinaus weitere Intensivierung des Konflikts und der Sanktionen, Ausfall der Gaslieferungen ab dem Frühjahr bis Jahresende (minus 30% Gas)

Wesentliche Annahmen

- Stabile internationale Finanzmärkte
- Kein Machtwechsel in Russland

... mit gedämpften Wachstum und erhöhter Inflation

Stand des Prognoseupdates / der Szenarien: BIP März 2022, Inflation April 2022

Wachstums- und Inflationsprognose für Österreich

	BIP und HVPI Szenarienergebnisse			Vergleich mit Dezember 2021		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
	<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>			<i>Differenz in Prozentpunkten</i>		
	Prognoseupdate					
BIP real	3.5	2.2	2.0	-0.8	-0.4	0.2
HVPI-Inflation	5.6	2.9	2.2	2.4	0.6	0.1
	Szenario 1: Kein baldiges Kriegsende					
BIP real	1.9	2.3	2.4	-2.4	-0.3	0.6
HVPI-Inflation	7.9	3.4	2.2	4.7	1.1	0.2
	Szenario 2: Verschärfung des Konflikts					
BIP real	0.4	2.3	2.5	-3.9	-0.3	0.7
HVPI-Inflation	9.3	4.2	2.3	6.0	1.9	0.2

Quelle: OeNB.

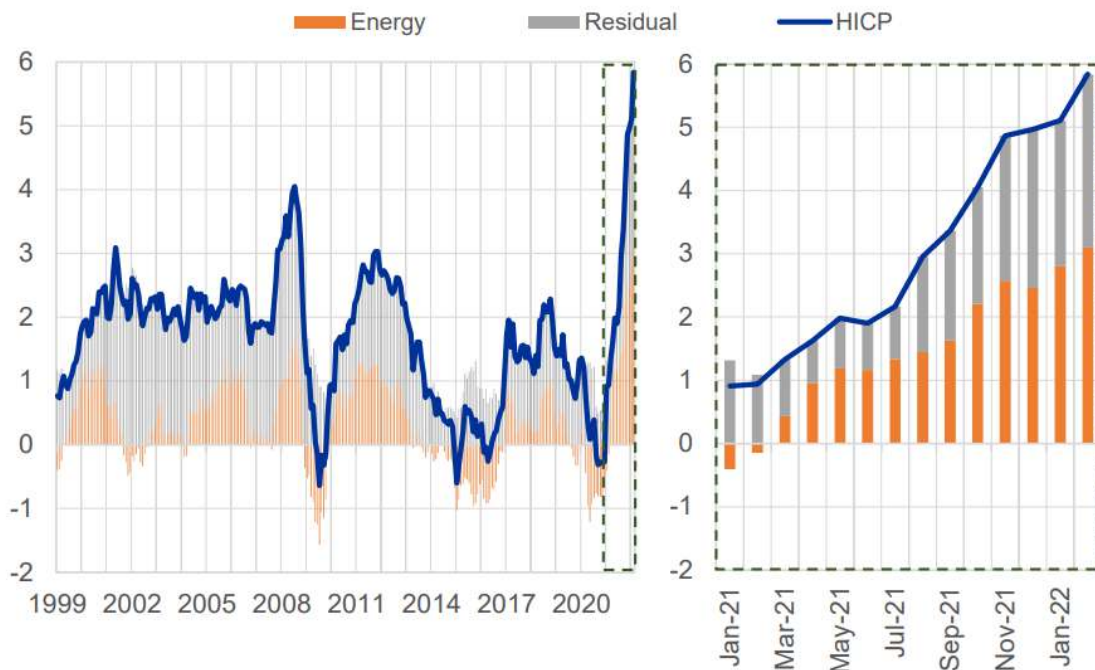
- **OeNB Prognoseupdate und zwei alternative Szenarien** (Stand: BIP März 2022, Inflation April 2022)
- Prognoseupdate zeigt **schwächeres BIP-Wachstum** und **deutlichen Anstieg der HVPI-Inflation**
- **Alternativszenarien** inkludieren **Gaslieferstopp** im Jahr 2022 und führen zu **starken BIP- und Inflationseffekten**

TRANSFORMATIONSSCHOCKS FÜR EUROPA UND DIE WELT: 3. KLIMAKRISE

Energiepreise treiben 50% der Inflation – CO₂-Bepreisung spielt lediglich eine untergeordnete Rolle ...

Energy contribution to HICP

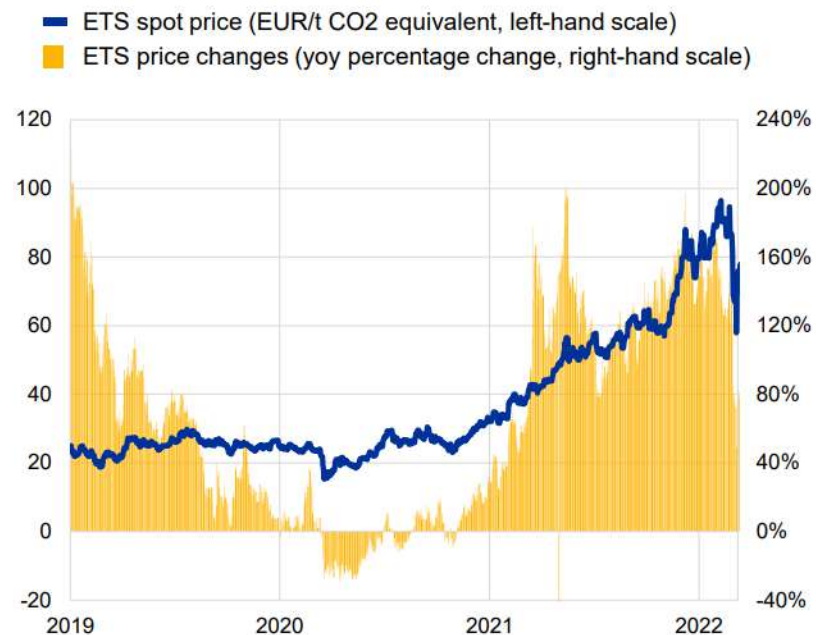
(annual percentage changes; percentage point contributions)



Source: Eurostat and ECB staff calculations.
Last observation: February 2022.

Emissions Trading System (ETS)

spot price developments (units in legend)

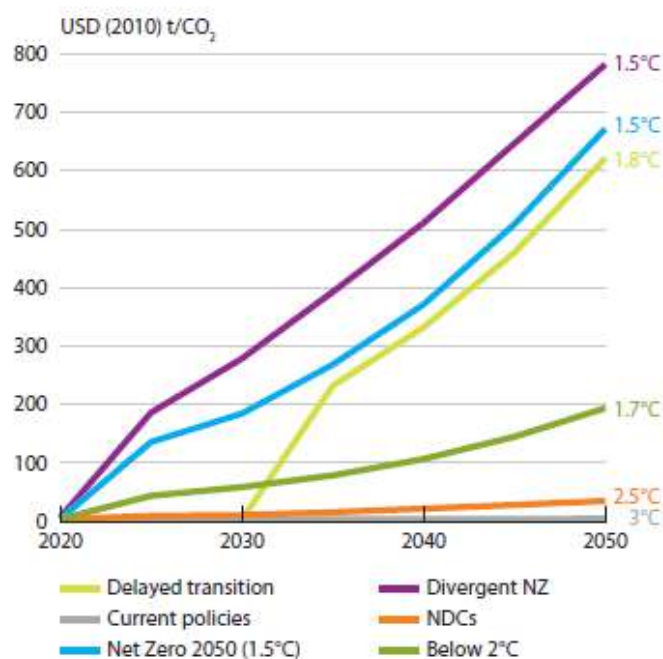


Source: Eurostat and ECB staff calculations.
Notes: Daily observations. Last observation: 15/03/2022.

... Klimapolitik wird aber einige Zeit inflationär sein

NGFS Szenarien 2020-2050

Carbon price development



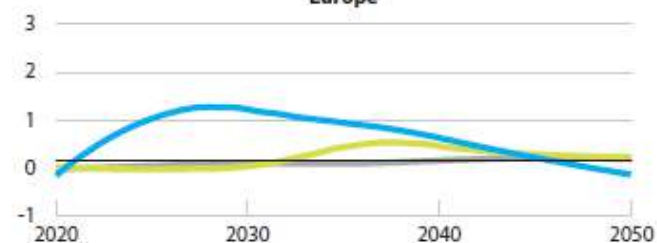
Source: IIASA NGFS Climate Scenarios Database, REMIND model. Carbon prices are weighted global averages.

Investitionen treiben Inflation

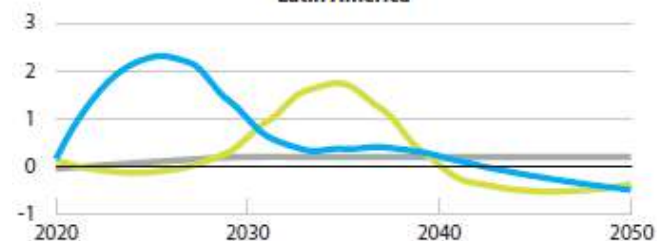
Inflation

Percentage point change

Europe



Latin America



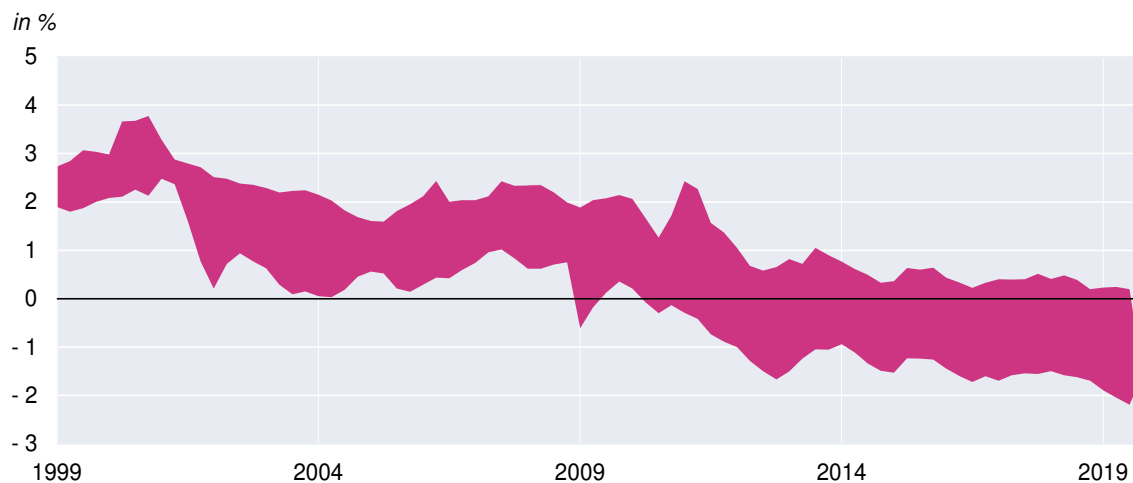
Delayed transition Current policies Net Zero 2050 (1.5°C)

Results have been smoothed as a 5 year centred average.

Source: IIASA NGFS Climate Scenarios Database, NiGEM based on REMIND. IAM data and damage estimates from Kalkuhl & Wenz (2020).

... und der Gleichgewichtszinssatz r^* ist kontinuierlich gesunken

Bandbreite der Schätzungen des Gleichgewichtszinses im Euroraum



Quelle: "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy", OP, No 217; Ajevskis (2018); Brand, Goy, Lemke (2020); Brand, Mazelis (2019); Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós, Sentana (2018); Geiger and Schupp (2018); Holston, Laubach, Williams (2017); Jarocinski (2017); Johannsen and Mertens (2021).

Anmerkung: Die Spannen umfassen Punktschätzungen für alle Modelle, um die Modellunsicherheit widerzuspiegeln und keine andere Quelle der Gleichgewichtszins-Unsicherheit. Der dunkel schattierte Bereich hebt glattere Gleichgewichtszins-Schätzungen hervor, die statistisch weniger von konjunkturellen Bewegungen des Realzinses beeinflusst werden.

Letzte Beobachtung: 2019Q4

- Der **Gleichgewichtszinssatz** – auch natürlicher Zinssatz oder r^* genannt – ist über die letzten 30 Jahre **weltweit gesunken**
- Schätzungen für Europa sehen r^* aktuell **negativ**
- **Ohne Wiederanstieg** von r^* ist **keine Rückkehr zur konventionellen Geldpolitik** und real positiven Sparzinsen möglich
- **Verschiedenste Faktoren** werden für den **Rückgang** verantwortlich gemacht, vor allem
 - Rückgang der Produktivität
 - Bevölkerungsalterung
 - Überschusssparen
- Ist r^* **endogen** und **wirtschaftspolitischem Einfluss** zugänglich?

Umfangreiche Maßnahmen notwendig für Transformation in eine CO₂-arme Weltwirtschaft

Kreative Zerstörung nach Schumpeter

- Maßnahmen müssen disruptiv und umfangreich sein – für effektive Wirksamkeit
- Schöpferische Zerstörung und Produktivität als USP (Unique Selling Proposition) der Marktwirtschaft/Kapitalismus
- Auswirkungen: höheres Produktivitätswachstum, Anstieg des natürlichen Gleichgewichtszinssatzes r^* und Rückkehr zur konventionellen Geldpolitik

Umfangreiche Investitionen

- Investitionsbedarf weitgehend unbekannt, dürfte aber höher sein als erwartet
- Investitionsnachfrage könnte die Inflation um weitere 1-2% in die Höhe treiben
- Änderungen im geldpolitischen Kurs und bei Inflationsmodellen ev. erforderlich

Nord-Süd Kapitalströme:

- Nachhaltige Energielösung aus Sonne, Wind, etc. und Wasserstoff als Energieträger erforderlich
- Bereitstellung und kosteneffiziente Produktion wird im Süden (und meist nicht in Europa) erfolgen
- Erfordert große Investitionen in der Sahara, in Patagonien und an anderen Orten

WAY FORWARD – GEO- UND GELDPOLITISCHE HERAUSFORDERUNGEN

Geopolitische Herausforderungen

1. **Schock** durch **Pandemie** derzeit **weitgehend, aber nicht vollständig, bewältigt**
 - **Gefahr** von neuen **Mutationen** und ungenügender Zugang der Weltbevölkerung zu **Impfung** und **Medikamenten**
2. **Russland-Ukraine-Krieg**
 - **Dauer** und **Intensivität** des **Kriegs** – möglicherweise deutlich **länger** als erwartet
 - **Wandel** zu einer neuen **bi-polaren Weltordnung?**
=> Neuer Eiserner Vorhang / **West-Bündnis vs. Ost-Bündnis**
 - **Auswirkungen auf Globalisierung, internationale Wirtschafts- und Finanzsysteme** – Europas Autonomie besonders stark betroffen
3. **Kampf** gegen den **Klimawandel** – **grüne Transformation**, u.a.
 - Konsistente **Besteuerung** von CO₂ in einer **heterogeneren Welt**
 - Entwicklung von neuen **Produktions-** und **Konsumtionsnetzwerken**
 - **Finanzierungsströme** der Klimawandelinvestitionen **in einer unsicheren Welt**

Geldpolitische Herausforderungen

1. Elemente, Sequenz und Geschwindigkeit der geldpolitischen Normalisierung

- **Ankaufprogramme** (Nettoankäufe/-verkäufe), **Kreditprogramme** (Zinsen, Rückzahlung, Verfügbarkeit), **Zinssätze** (Einlagen und Kredite)
- Richtlinie für **Zinssatznormalisierung**: Gleichgewichtszinssatz und Inflationsdynamik
- Flexibilität in der Rückführung der Kaufprogramme, um **Fragmentierungsgefahren** auszuschalten

2. Dilemma der Geldpolitik

- **Gefahrenabschätzung** der **Instrumente**, des **Umfangs** und des **Zeitpunkts**: zu früh (Wiederaufschwung erschwert) oder zu spät (Inflationserwartungen entankert)

3. Für eine volle Normalisierung der Geldpolitik ist ein Anstieg des Gleichgewichtszinssatzes r^* notwendig – für mögliche Politikansätze für einen Wiederanstieg ist Geldpolitik nicht verantwortlich

4. Der wirtschaftliche Transformationsbedarf ist größer als erwartet – wie müssen Modelle angepasst werden um z.B. die Auswirkungen großer globaler Trends oder der Energiepreise auf die Wirtschaftsentwicklung und Inflation besser abzubilden?

Danke für Ihre Aufmerksamkeit

Thank you for your attention

www.oenb.at

oenb.info@oenb.at

 [@oenb](https://twitter.com/oenb)

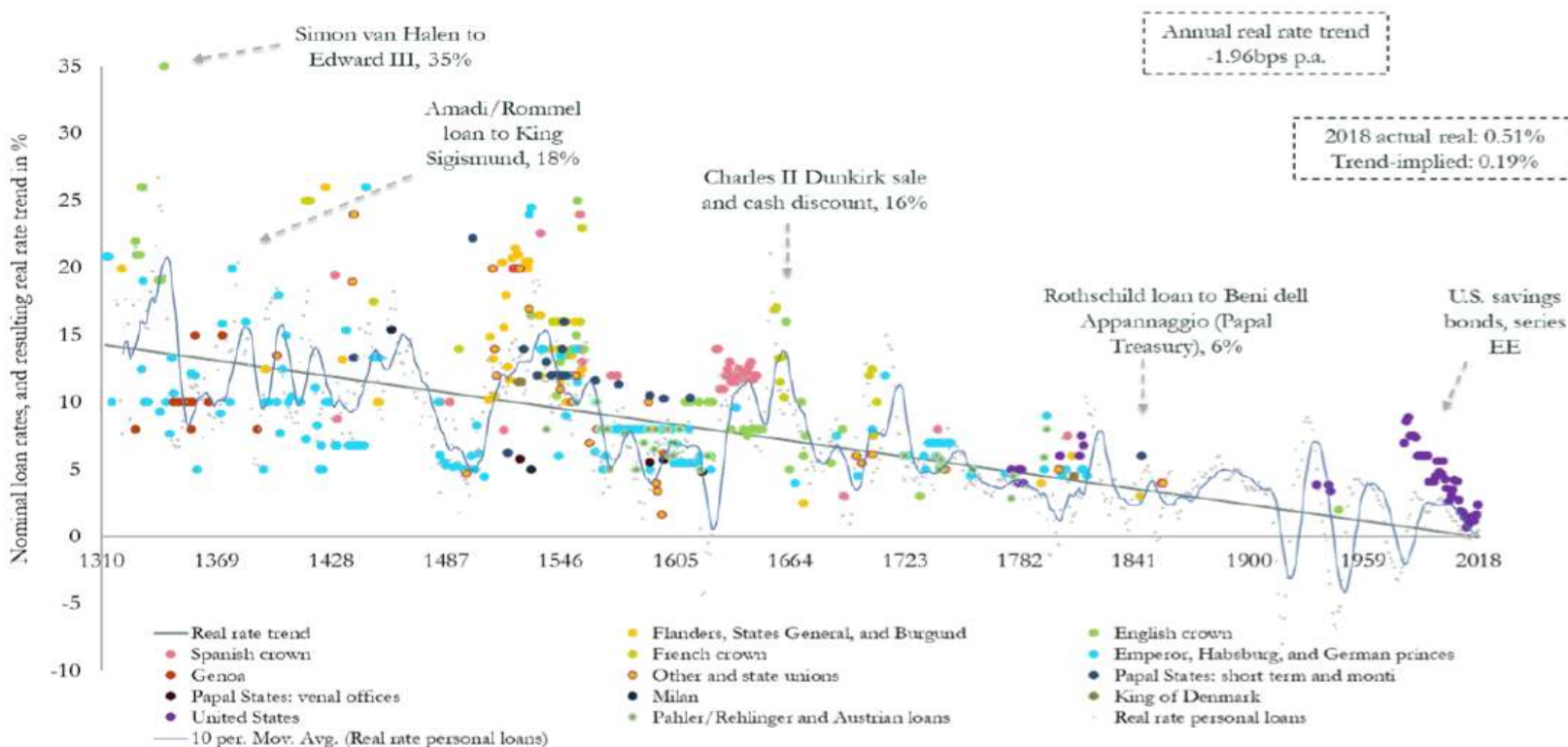
 [@nationalbank_oesterreich](https://www.instagram.com/nationalbank_oesterreich)

 [OeNB](https://www.youtube.com/OeNB)

 [Oesterreichische Nationalbank](https://www.linkedin.com/company/OeNB)



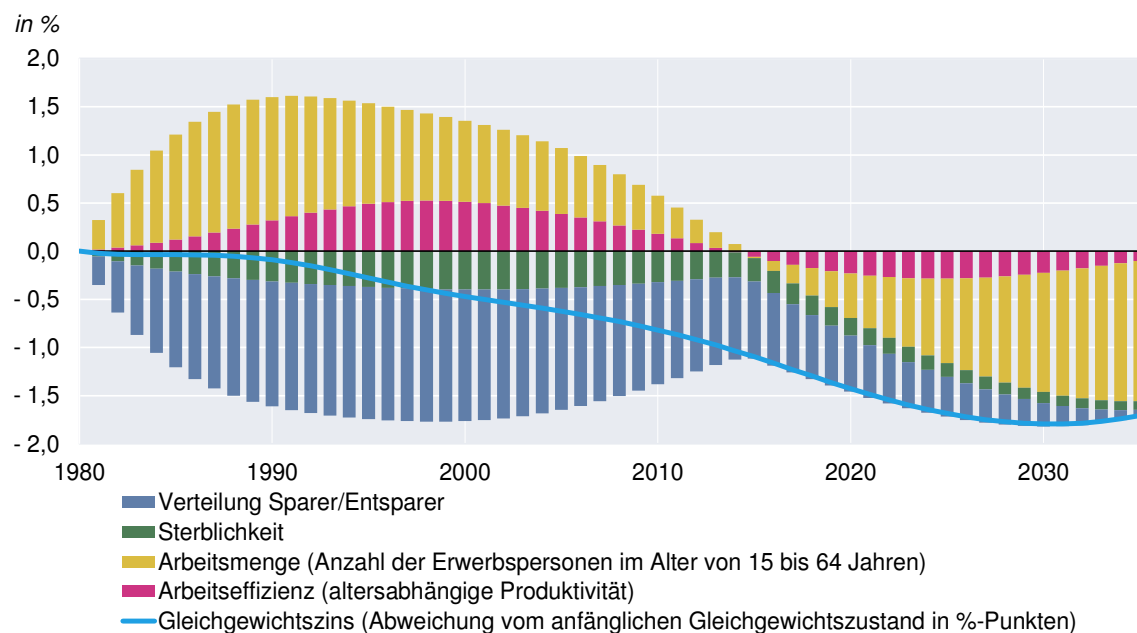
Der natürliche Gleichgewichtszinssatz, sein säkularer Rückgang und die wirtschaftspolitischen Möglichkeiten des Wiederanstiegs



Quelle: Bank of England.

Demografischer Wandel beeinflusst den Gleichgewichtszins

Demografische Faktoren des Gleichgewichtszinses im Euroraum



Quelle: Papetti (2018).

- **Steigendes Sparen** für die **Altersvorsorge** dämpft den realen Gleichgewichtszins
- Rückläufige Zahl der **Arbeitskräfte** aufgrund von **niedrigem Bevölkerungswachstum** drückt den Gleichgewichtszins weiter nach unten → **sinkende Produktivität**
- **Positiver Effekt** von **sinkender Sparquote** im **Alter** wird durch die **negativen Effekte aufgehoben**
- **Unkonventionelle Geldpolitik notwendig**