



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
EUROSYSTEM

Schreckensgespenst Inflation?

Dr. Fabio Rumler

**Wirtschaftskammer Oberösterreich
Linz, 20. Mai 2010**

www.oenb.at

The background of the slide is a photograph of the facade of the Oesterreichische Nationalbank building. The image is dark and slightly blurred, showing the ornate architectural details of the building. A prominent feature is a large, light-colored sign that reads 'OESTERREICHISCHE NATIONALBANK' in capital letters. The sign is mounted on a dark, textured surface, possibly a stone or metal facade. The overall tone of the image is somber and professional.

Inhalt

- Der aktuelle Beitrag der Notenbanken zur Stabilisierung der Konjunktur?
- Was sind die mittel- und langfristigen Folgen der aktuellen Politik des billigen Geldes?
- Droht der Wirtschaft und den Konsumenten Inflation oder Deflation?
- Wie sieht die OeNB die Zinsentwicklung in der Zukunft?



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
EUROSYSTEM

Der Beitrag der Notenbanken zur Stabilisierung der Finanzmärkte und der Konjunktur

OESTERREICHISCHE
NATIONALBANK

Flexibles geldpolitisches Instrumentarium zur Krisenbekämpfung

Konventionelle und "unkonventionelle" Zentralbankmaßnahmen

	Kanada	UK	Japan	Euroraum	USA	Schweiz
Zinspolitik						
Senkung des Leitzinses um .. Basispunkte	425	525	40	325	500	250
Bilanzpolitik						
Ausweitung der Bilanz mal ..	1,4	2,2	1,1	1,5	2,3	2,3
Repos						
häufiger	ja	ja	ja	ja	nein	ja
längerfristiger	ja	ja	ja	ja	ja	ja
mehr notenbankfähige Sicherheiten	ja	ja	ja	ja	nein	ja
in Fremdwährungen	nein	ja	ja	ja	nein	ja
mehr Gegenparteien	ja	nein	ja	ja	nein	ja
Neue Fazilitäten						
Verleihung von liquiden Wertpapieren	ja	ja	ja	ja	ja	nein
	nein	ja	nein	nein	ja	ja
Ankauf von Vermögenswerten						
Commercial Paper	nein	ja	ja	nein	ja	nein
Unternehmensanleihen	nein	ja	ja	ja	ja	ja
Staatsanleihen	nein	ja	ja	ja	ja	nein
Fremdwährung	nein	nein	nein	nein	nein	ja

Quelle: BIZ, OeNB.

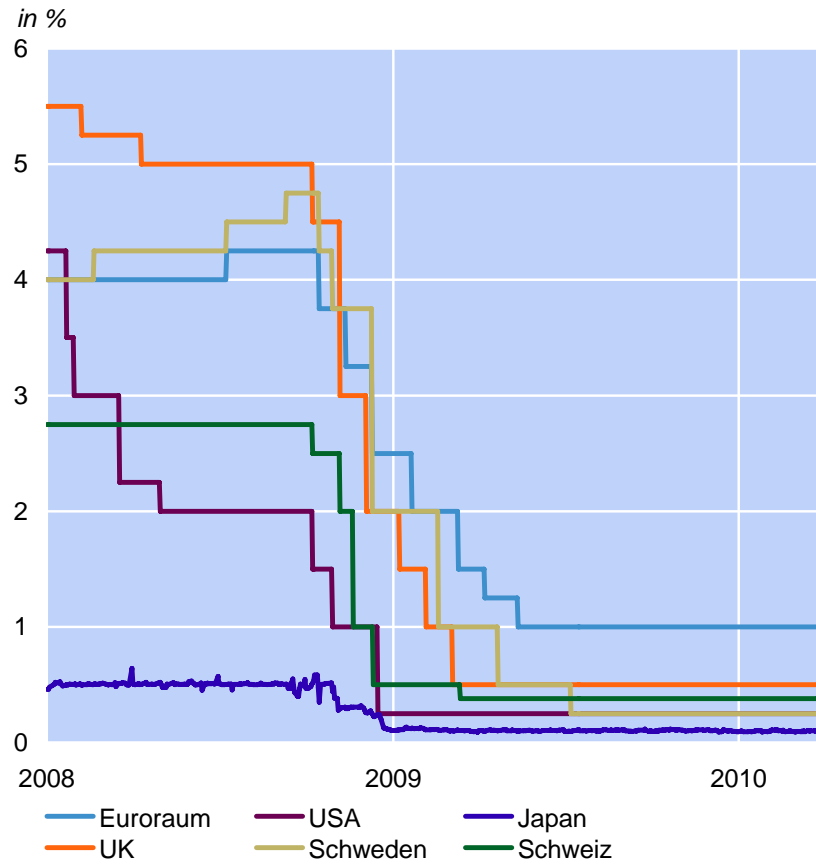
Rasche und flexible Maßnahmen des Eurosystems zur Bekämpfung der Krise - Überblick

- **Großzügige Liquiditätsbereitstellung**
 - **Hauptrefinanzierungsgeschäft als unlimitierter Mengentender (ab Oktober 2008)**
 - **Verschiebung der Geldmarktoperationen zu längerfristigen Geschäften mit 3, 6 und 12 (größtes Volumen) Monaten Laufzeit ab Juni 2009, teilweise wieder rückgeführt**
- **Ausweitung der refinanzierungsfähigen Sicherheiten**
- **Zurücknahme der Leitzinsen (Oktober 08 bis Mai 09) um 325 Basispunkte auf Nachkriegstiefstand von 1%**
- **FX-Swap-Operationen in USD und CHF**
- **Seit Juli 2009: Covered Bonds: Ankauf von in Euro denominierten Pfandbriefen**

Leitzinsen sinken im Eurosystem auf historisch niedriges Niveau

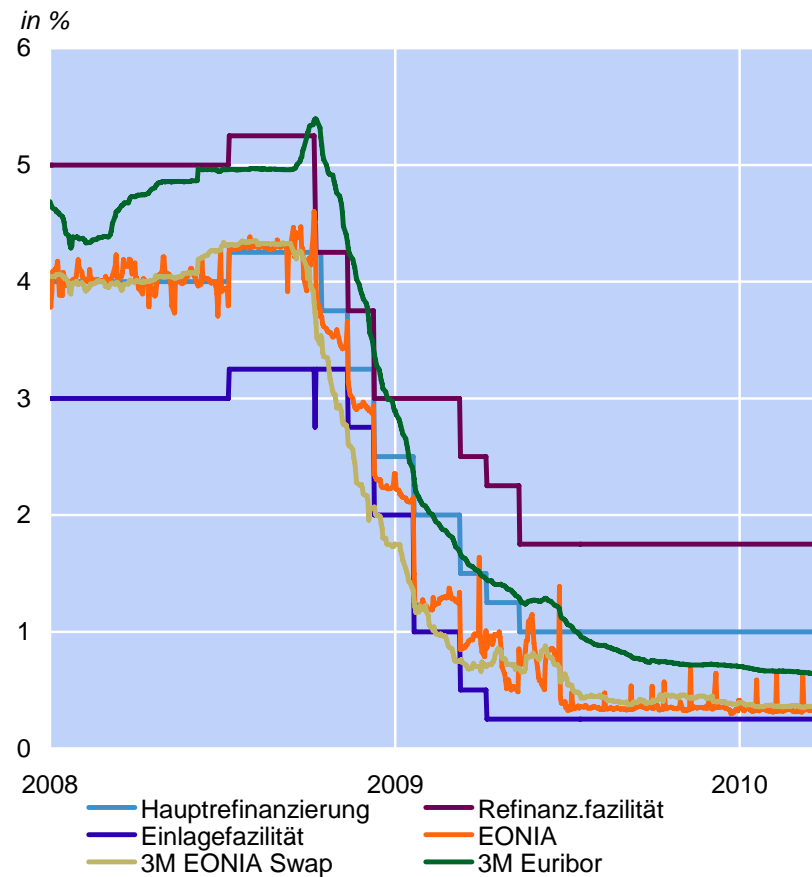
Leit- und Geldmarktzinsen

Leitzinsen international



Quelle: Thomson Reuters.

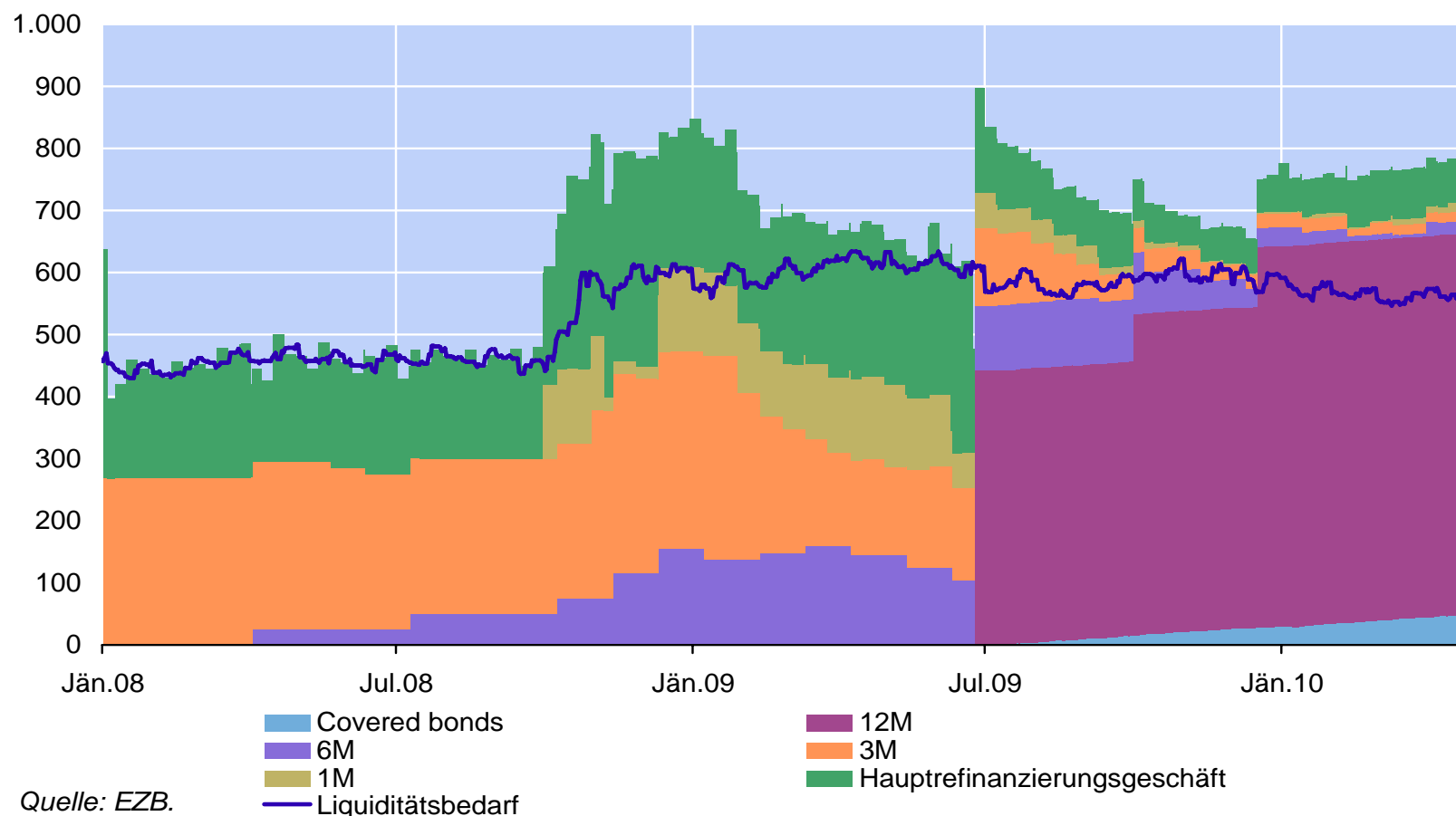
EZB- und Geldmarkt Zinssätze



Konsolidierte Notenbankbilanz: Struktur der Liquiditätsbereitstellung im Eurosystem

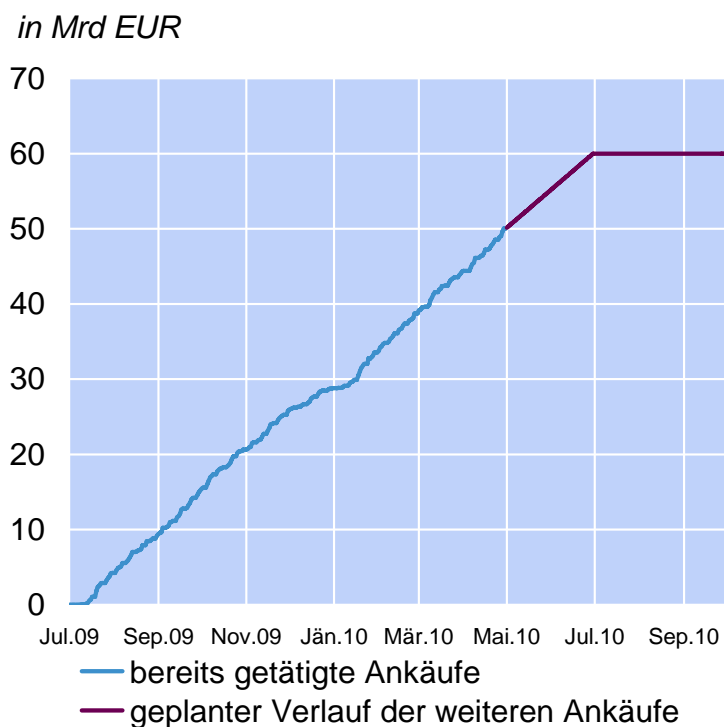
Laufzeiten der liquiditätsbereitstellenden Operationen

nach Fristigkeit, in Mrd EUR



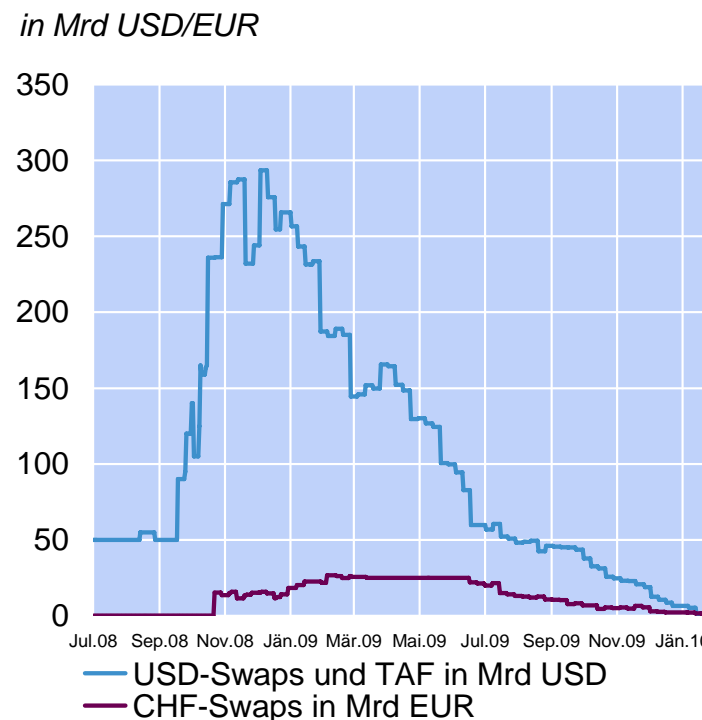
Weitere Maßnahmen: Ankauf von Pfandbriefen und Fremdwährungsoperationen

Eurosystem: Ankauf von Pfandbriefen



Quelle: EZB, OeNB.

Ausstehende Operationen in USD und Schweizer Franken



EZB-Rat beschließt am 10. Mai 2010 Maßnahmen, um den starken Spannungen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken

- **Durchführung von Interventionen an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen im Eurowährungsgebiet**
- **Sterilisation der Auswirkungen der Interventionen => geldpolitische Kurs wird nicht beeinflusst**
- **Unterstützende Maßnahmen für den Geldmarkt**
 - **Mengentender mit 3M Laufzeit und voller Zuteilung am 26. Mai und 30. Juni 2010**
 - **6M-Geschäft mit voller Zuteilung am 12. Mai 2010**
 - **Reaktivierung von USD-Swaps mit anderen Zentralbanken (Fed, BoC, BoE, SNB)**



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
EUROSYSTEM

Droht der Wirtschaft und den Konsumenten Inflation oder Deflation?



OESTERREICHISCHE
NATIONALBANK

Wie entsteht Inflation?

Inflationsursachen

Kurz- bis mittelfristig

- Inflationserwartungen
- Gesamtwirtschaftliche Nachfrage:
Investitionen, Konsum, Staat;
Exporte - Auslandskonjunktur,
Wechselkurs, Wettbewerbsfähigkeit
- Heimische Angebotsseite:
Lohnkosten, sonstige Produktionskosten,
Steuerschocks
- Externe Preisschocks:
Ölpreis, Rohstoffpreise, Preise für
importierte Vorleistungsgüter

Langfristig

- "Langfristig ist Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen" (Milton Friedman)
- Langfristiger Zusammenhang zwischen Geldmengenexpansion und Inflation (mehrere Jahre Verzögerung)
- Überschussliquidität und Kreditexpansion als mögliche Quellen von Vermögenspreisinflation und Finanzkrisen

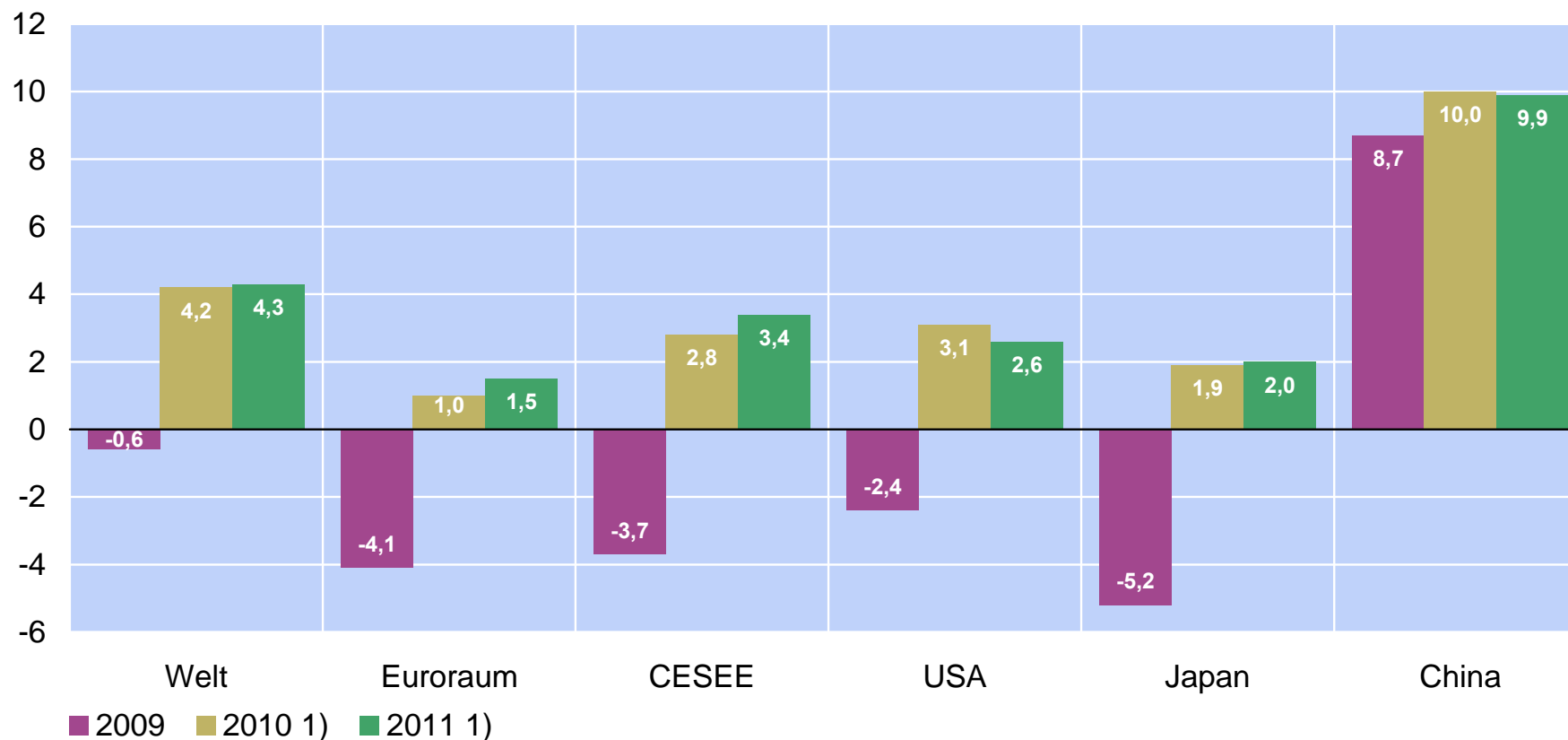
Keine aktuelle Inflationsgefahr im Euroraum und Österreich

- Inflationsrisiko aus Überschussliquidität: Rückführung jederzeit möglich - wird erfolgen, sobald möglich/angemessen
- Inflation und Geldmenge: Geldmenge M3 im Euroraum praktisch seit Jahresbeginn 2009 nicht mehr gewachsen
- Realwirtschaftliche Inflationsindikatoren:
 - Keine Inflationsgefahren auf Basis der Outputlücke (bleibt bis 2011 negativ)
 - Lohnstückkosten wachsen zwar derzeit stark (wegen konjunkturell bedingten Rückgangs der Arbeitsproduktivität bei kurzfristig gegebenen Löhnen), werden aber in den nächsten Jahren nur geringfügig wachsen
- **Inflation durch Fiskalpolitik: „Monetisierung“ der gestiegenen Staatsschuld durch EU-Vertrag ausgeschlossen**
- **Aktuelle Inflationsaussichten: Inflationsrate im ER und AT bleibt lt. Prognosen von OECD, IWF und EZB bis 2011 deutlich unter 2%**
- **Inflationserwartungen: Mittelfristige Inflationserwartungen weiterhin fest bei etwa 2% verankert**

Weltwirtschaft expandiert wieder

Wachstumsprognosen für wichtige Weltregionen

reales BIP, Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: IWF.

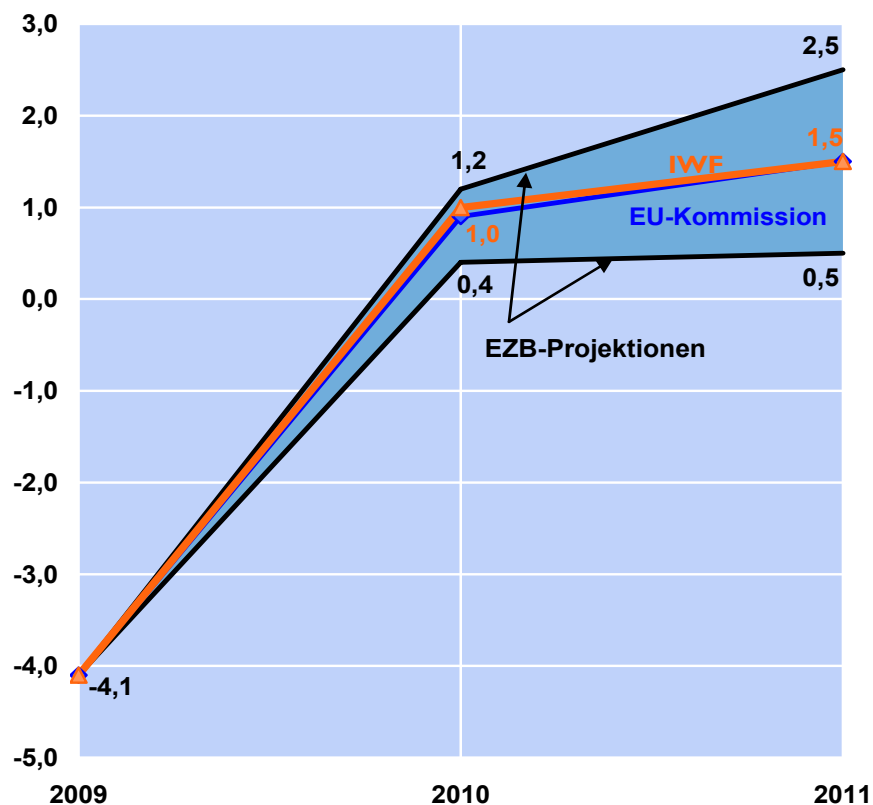
1) IWF Prognose vom April 2010.

Langsame und differenzierte Erholung auch im Euroraum – Inflation bleibt niedrig

Prognosen für den Euroraum

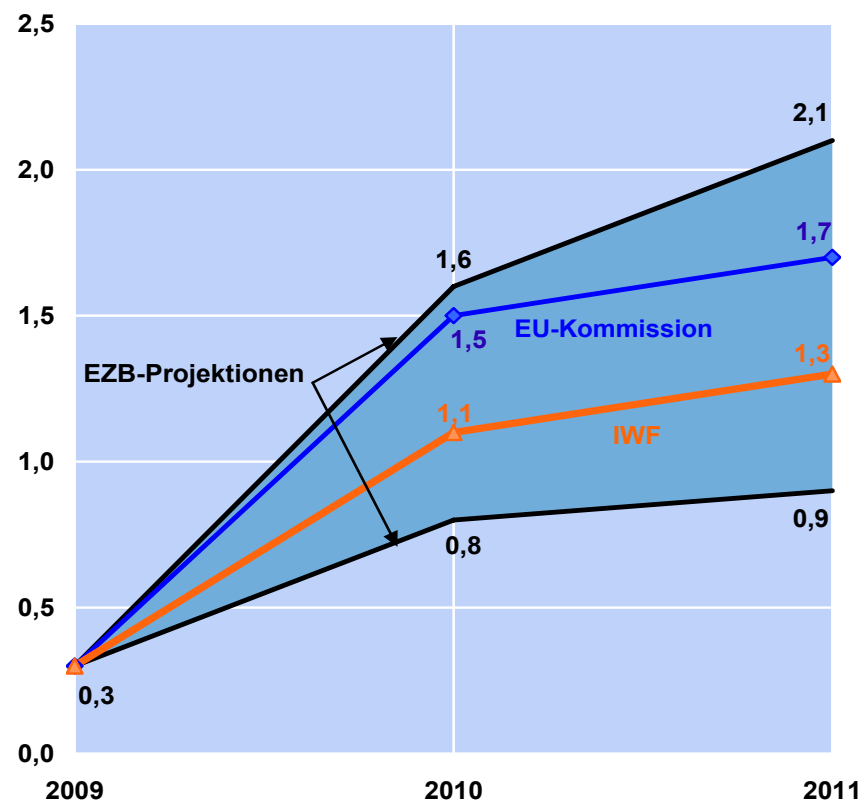
BIP - Wachstum

Veränderung zum Vorjahr in %



HVPI - Inflationsrate

in %



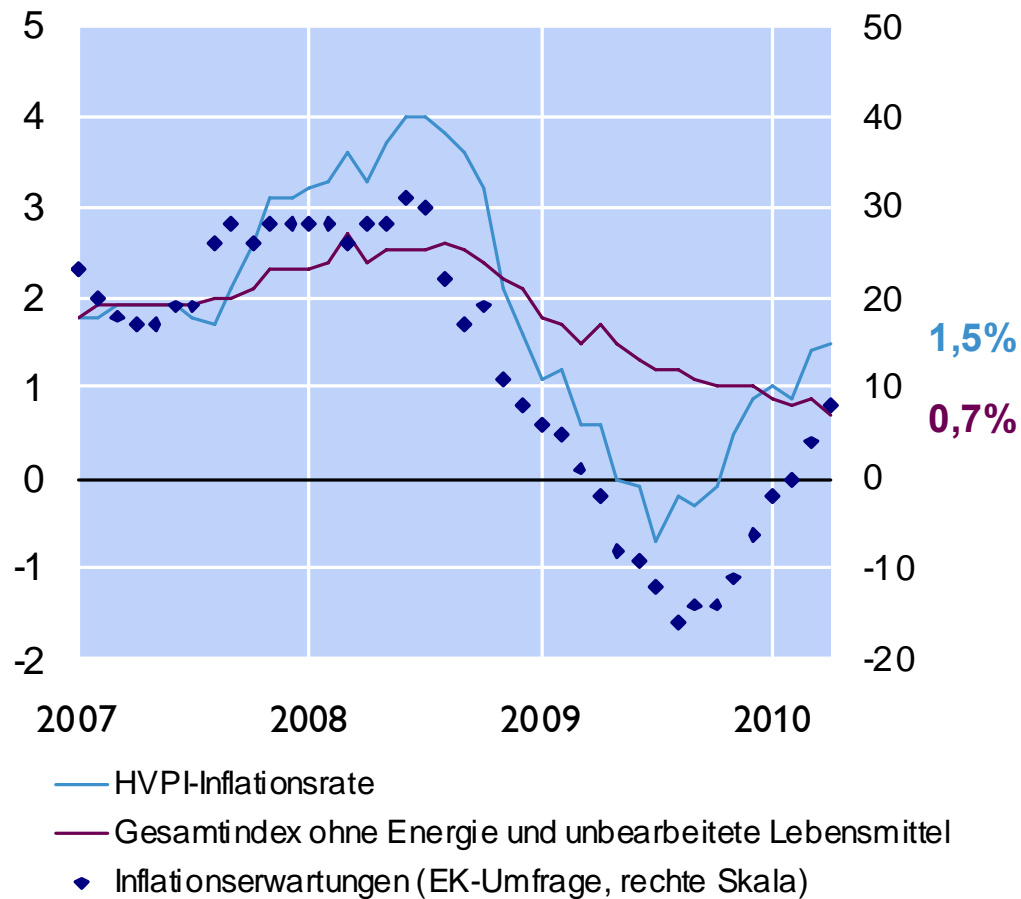
Quelle: Eurostat, EZB, IWF, EU-Kommission.

2010 und 2011: EZB-Projektionen des Eurosystems vom März 2010, IWF - Prognose vom April 2010 und EU-Kommission - Prognose vom Mai 2010.

Keine Inflations- oder Deflationsgefahr im Euroraum

Inflation, Kerninflation und Inflationserwartungen

in % gg. Vorjahr (linke Skala) bzw. Index (rechte Skala)

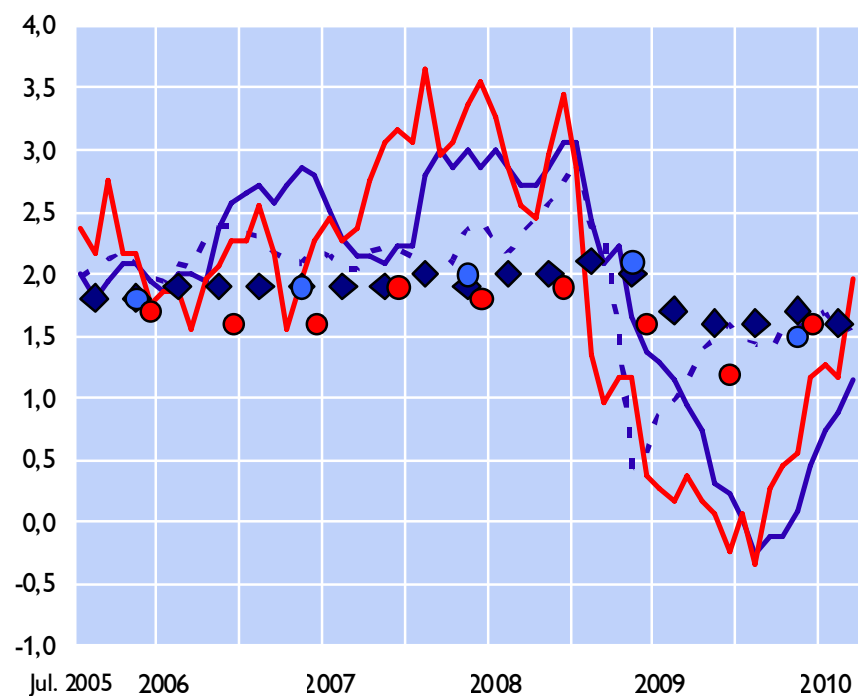


- Anstieg der HVPI-Inflationsrate auf 1,5% (April 2010) infolge erhöhter Energiepreise
- Kerninflationsrate sinkt auf 0,7% (negative Outputlücke)
- Inflationsprognosen für 2010 in USA, Euroraum und EU unter 2%
- Eine knappe Mehrheit der Konsumenten erwartet gleichbleibende oder leicht steigende Preise für 2011

Quelle: Eurostat, Europäische Kommission.

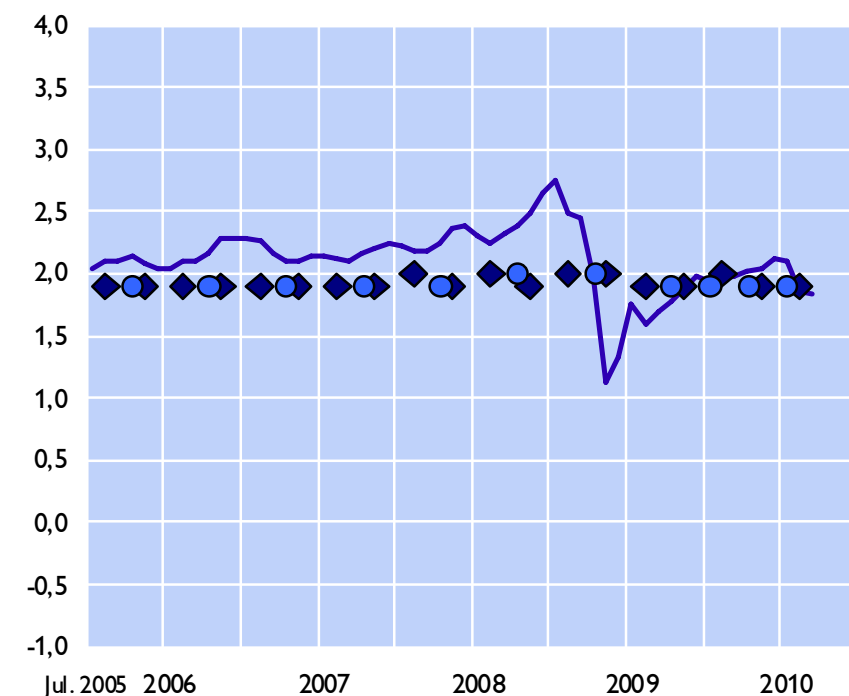
Inflationserwartungen spiegeln hohes Vertrauen in stabilitätsorientierte Geldpolitik wider

Kurzfristige Erwartungen spiegeln tatsächliche Inflationsrate wider



- Konsumten-Einschätzung EA¹
- IL-Swap 2 Jahre
- ◆ SPF Prognose EA in 2 Jahren
- EK Prognose EA in 2 Jahren
- Konsumten-Einschätzung Österreich¹
- OeNB Prognose AT in 2 Jahren

Mittelfristige Inflationserwartungen signalisieren hohes Vertrauen in das Eurosystem



- IL-Swap 5 Jahre
- ◆ SPF Prognose EA in 5 Jahren
- Consensus Prognose EA in 6-10 Jahren

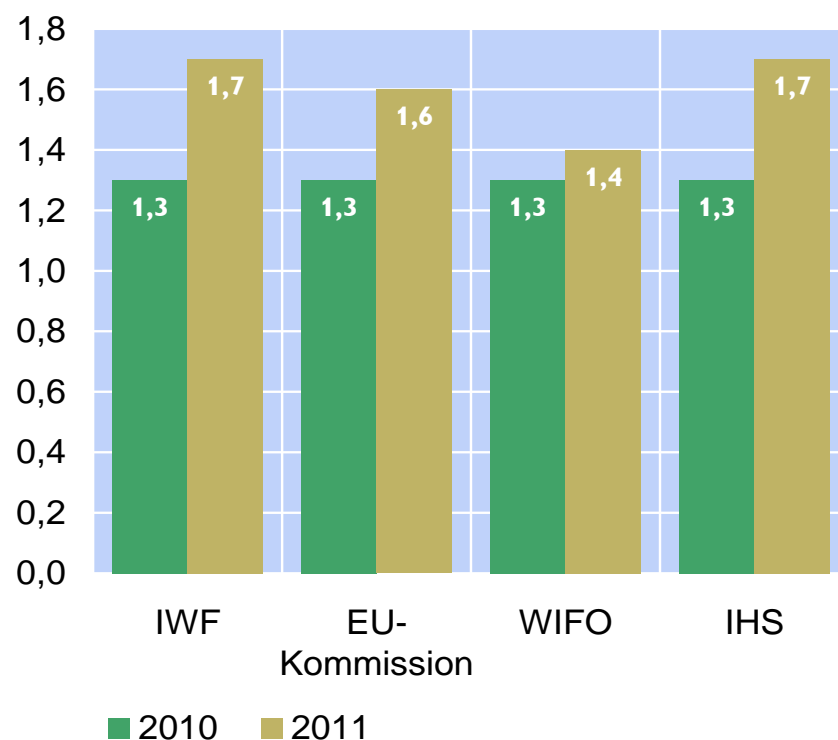
Quelle: OeNB, EZB, Bloomberg, Consensus Inc.

¹⁾ über die Entwicklung der Preise in den nächsten 12 Monaten

Österreich wächst moderat – Inflation bleibt niedrig

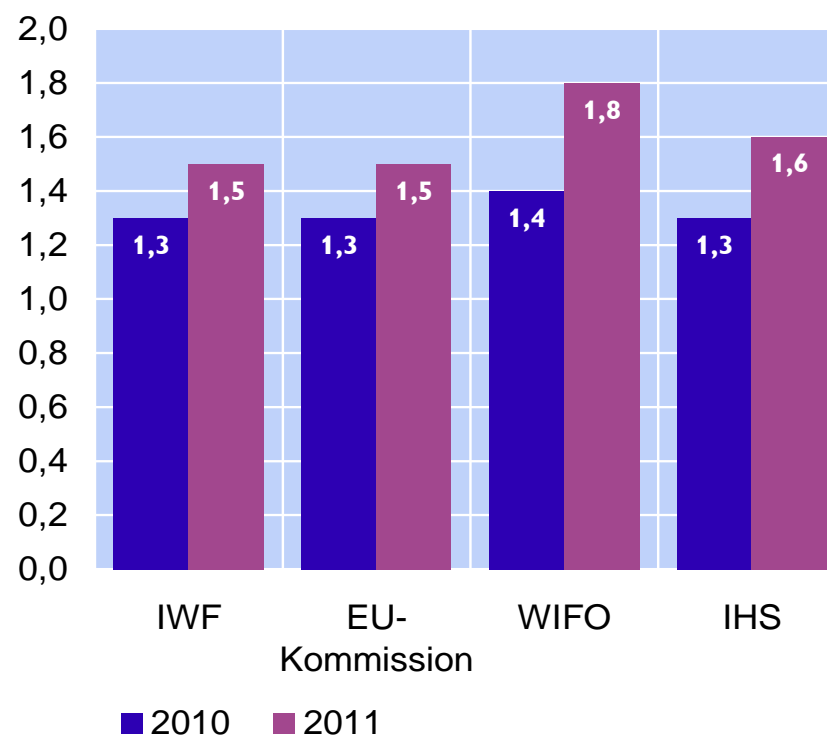
Reales BIP-Wachstum

Veränderung zum Vorjahr in %



Inflationsrate

Veränderung zum Vorjahr in %



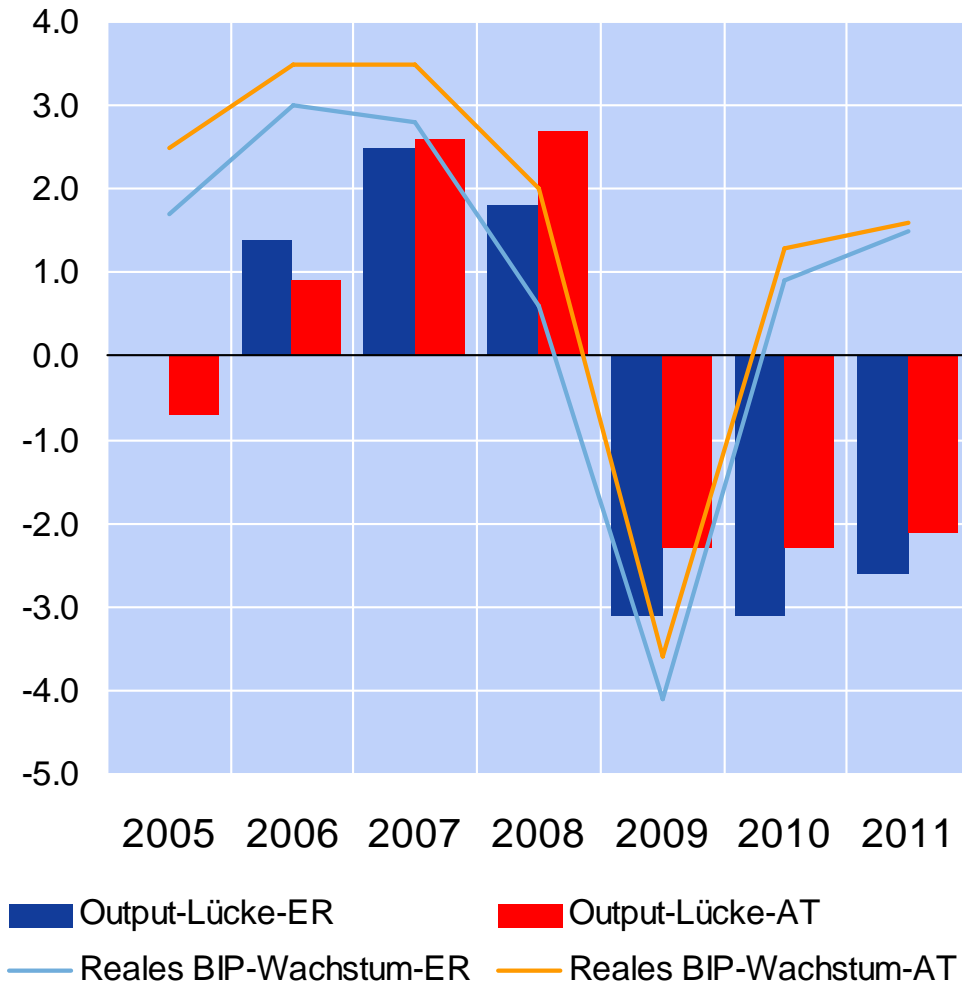
Quelle: IWF, EU-Kommission, WIFO, IHS.

Aktuell keine Inflationsgefahr von Seiten der Realwirtschaft gegeben

Reales BIP-Wachstum und Output-Lücke

BIP-Wachstum: im Vergleich zum Vorjahr in %;

Output-Lücke: in % vom Potenzialwachstum



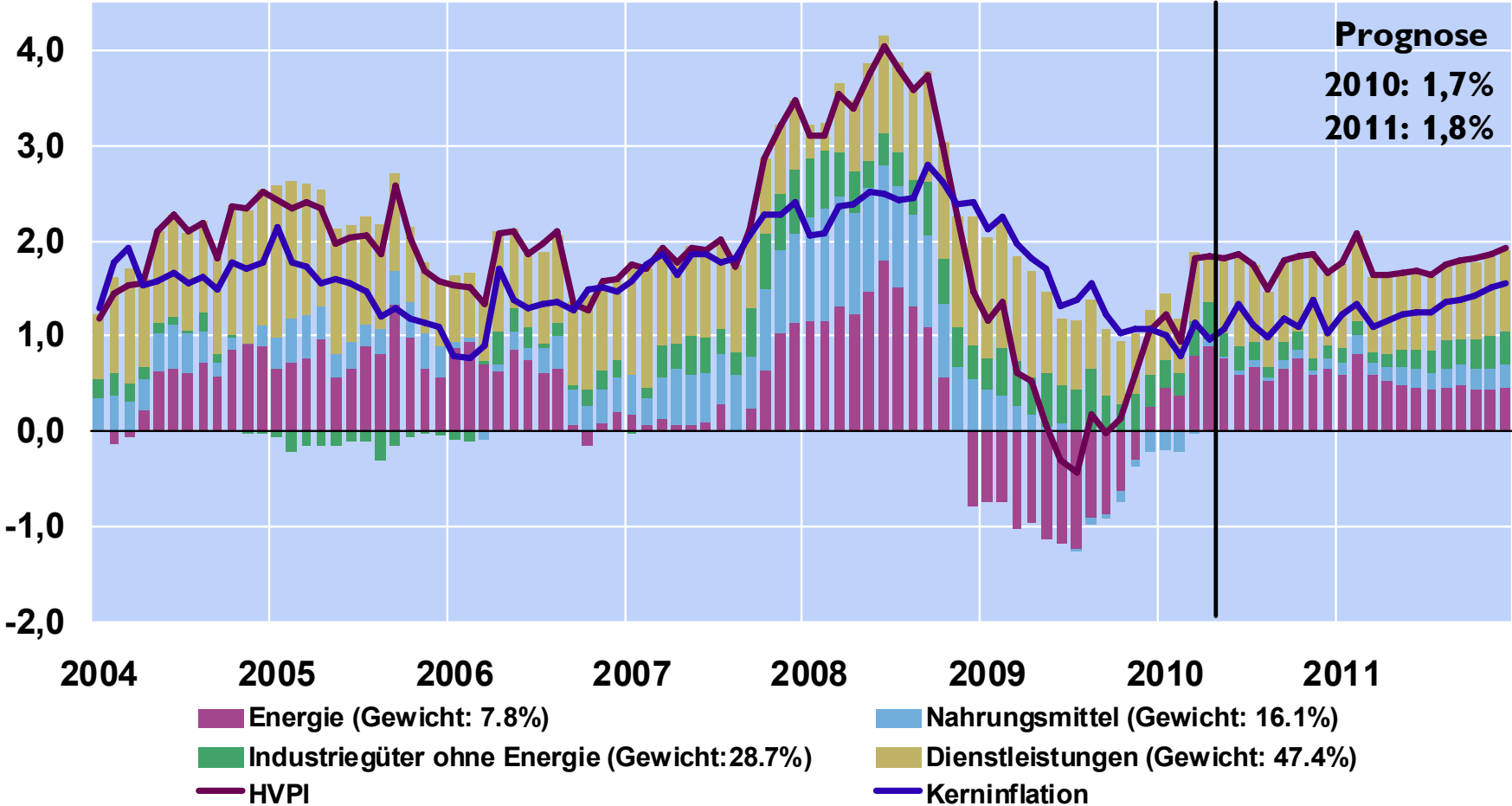
- Laut EK Frühjahrsprognose lässt sich auf der Basis der prognostizierten Outputlücke und der Arbeitslosigkeit im Vergleich zur NAIRU kein Inflationsdruck ableiten

- Auch erhöhte Lohnstückkosten werden aufgrund verringerter Preissetzungsmacht der Unternehmen kaum auf die Preise durchschlagen

OeNB erwartet laut vorläufiger Mai-Inflationsprognose eine HVPI-Inflationsrate von 1,7% für 2010 und 1,8% für 2011

HVPI-Inflationsrate und Beiträge der Subkomponenten

Veränderung zum Vorjahr in % für HVPI und Kerninflation bzw. in %-Punkten für Inflationsbeiträge Letzte Beobachtung: April 2010



Quelle: OeNB (Juni 2010 NIPE, 2. Runde, 14. Mai 2010, adaptiert um die April HVPI-Inflation), Statistik Austria.



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
EUROSYSTEM

Was sind die mittel- und langfristigen Folgen der aktuellen geld- und fiskalpolitischen Ausrichtung?

The background of the slide is a photograph of the exterior of the Oesterreichische Nationalbank building. The building features ornate architectural details, including a prominent stone relief sculpture above the entrance. A sign above the entrance reads 'OESTERREICHISCHE NATIONALBANK' in blue capital letters. The image is dimly lit, with a bright light source on the right side creating a lens flare effect.

OESTERREICHISCHE
NATIONALBANK

Geldpolitische Exit-Strategien

- **Geldpolitik (Non-Standard-Measures) vs. Finanzmarktstabilisierung (Liquidität)**

- **Geldpolitik/Zinspolitik**
 - **Voraussetzung: Selbsttragender Aufschwung der Wirtschaft, Anzeichen von Inflationserwartungen**
 - **Wäre auch bei unverändert großem Umfang der ZB-Bilanzen möglich**
 - **Anhebung der Verzinsung der Einlagefazilität, liquiditätsabschöpfende Operationen (Repo, Ausgabe von Schuldscheinen)**

- **Rückführung der ZB-Bilanzen**
 - **Voraussetzung: Dauerhafte Beruhigung auf Finanzmärkten**
 - **Abhängig von Zusammensetzung der ZB-Aktiva:**
 - **Euroraum größtenteils Repos: automatischer Rückgang, wenn nicht erneuert**
 - **Volumen von Gegenparteien bestimmt (USD-Swaps, volle Zuteilung): Rückgang automatisch, wenn Banken wieder über billigere Alternativen verfügen**

Fiskalpolitische Exitstrategien (kurze Frist)

Fiskalkonsolidierung nicht Frage des „OB“, sondern des „WANN“ und „WIE“

WANN?

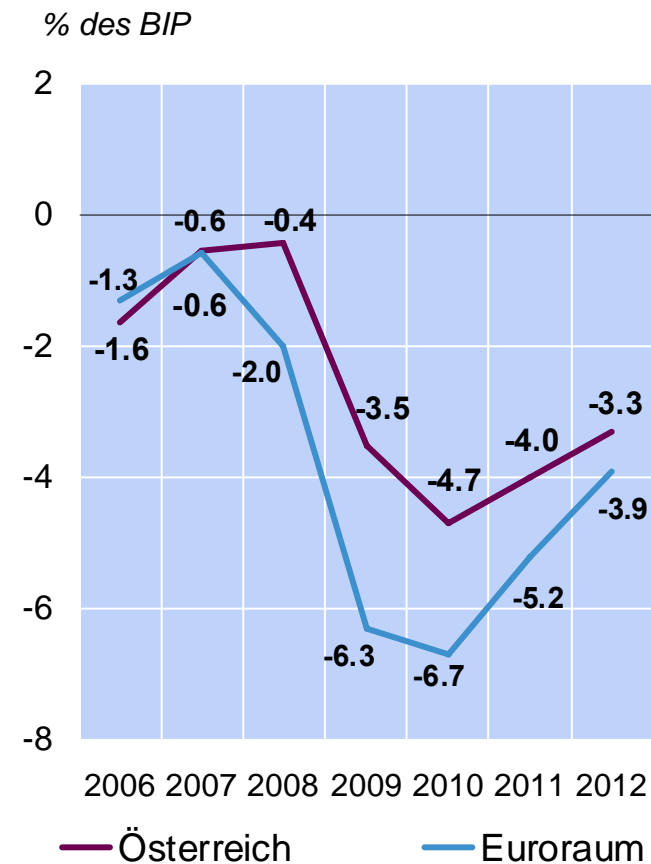
- **Konsolidierung nicht zu früh (um Aufschwung nicht zu gefährden), aber auch nicht zu spät**
- **Derzeitiger Konsens in Europa: Beschlüsse 2010, Konsolidieren spätestens ab 2011**
 - **in Ländern mit nicht nachhaltigen Haushalten (z.B. GR) unter dem Druck der internationalen Finanzmärkte aber schon früher**

WIE?

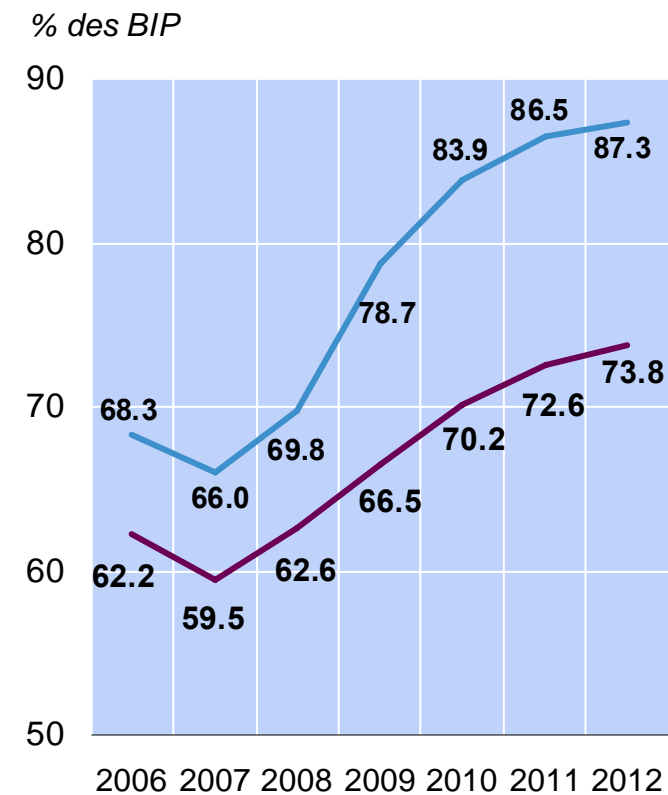
- **Konsolidierung sollte mehrheitlich ausgabenseitig erfolgen**
- **„Qualität der Konsolidierung“ → bei den richtigen Positionen ansetzen, um mittel- bis langfristig Wachstums- und Beschäftigungspotenzial zu fördern**
- **Politische Durchsetzbarkeit ↔ Soziale Verträglichkeit**
- **Erhaltung des Vertrauens der internationalen Anleger/Finanzmärkte**

Staatsverschuldung steigt deutlich an

Gesamtstaatlicher Budgetsaldo



Gesamtstaatliche Verschuldung



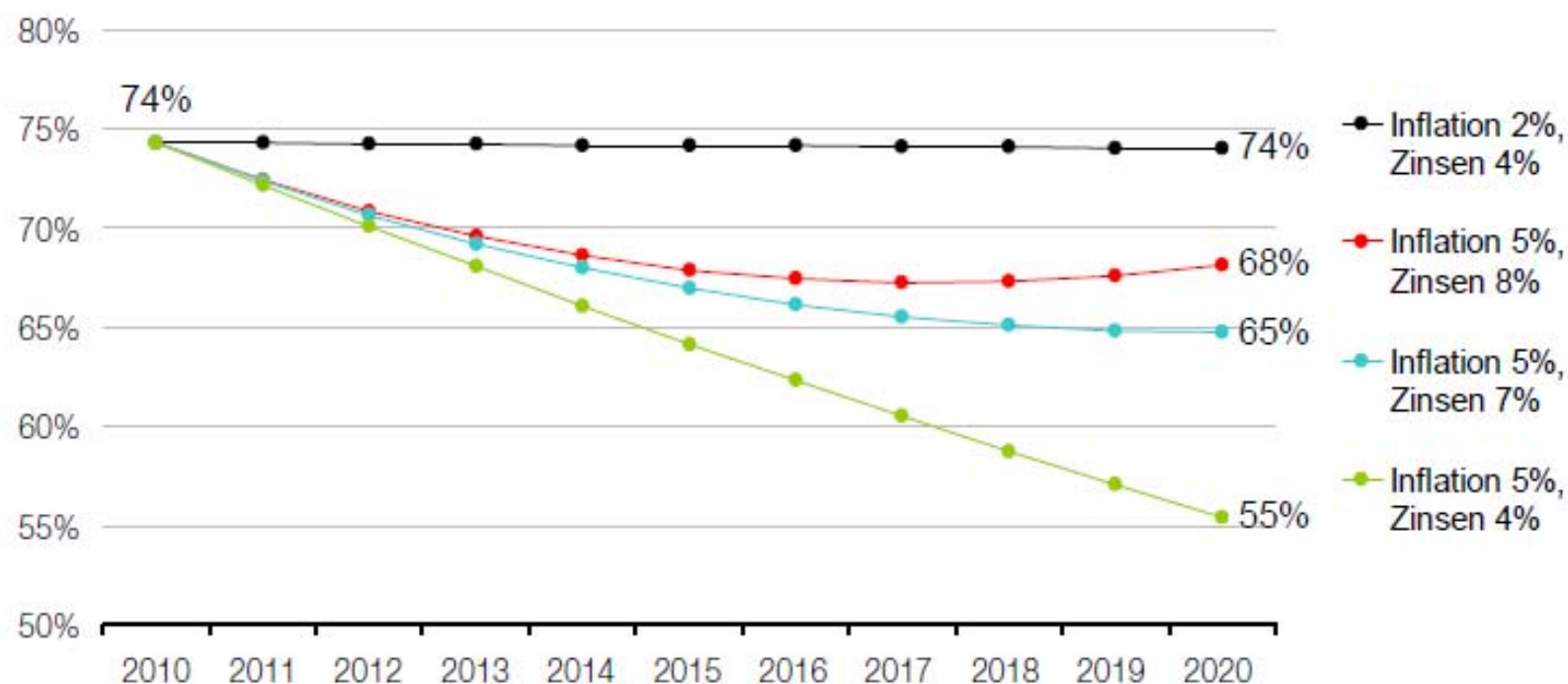
- Starker Anstieg der gesamtstaatlichen Defizite
 - automatische Stabilisatoren
 - Konjunkturpakete
- Konsolidierung unerlässlich; Beginn 2011

Quelle: Europäische Kommission, nationale Stabilitätsprogramme (2009-2010).

Was bringt dem Staat Inflation?

Entschuldung des Staates durch Inflation?

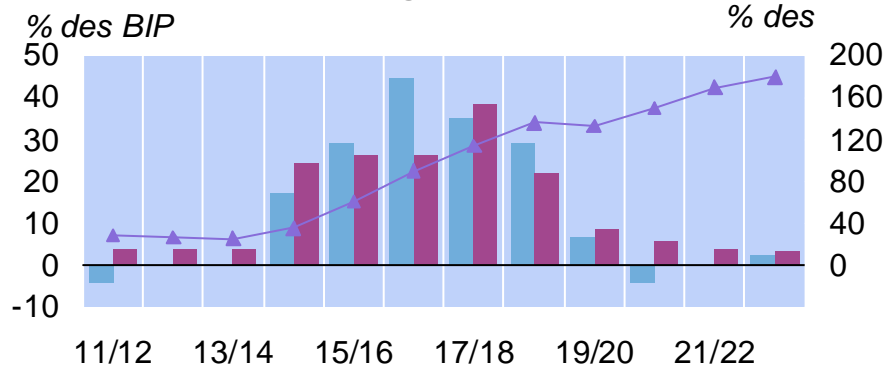
(Entwicklung der Staatschuld in % des BIP bei verschiedenen Annahmen bis 2020, reales Wachstum 2%, Primärsaldo 0 (Budget ohne Zinszahlung))



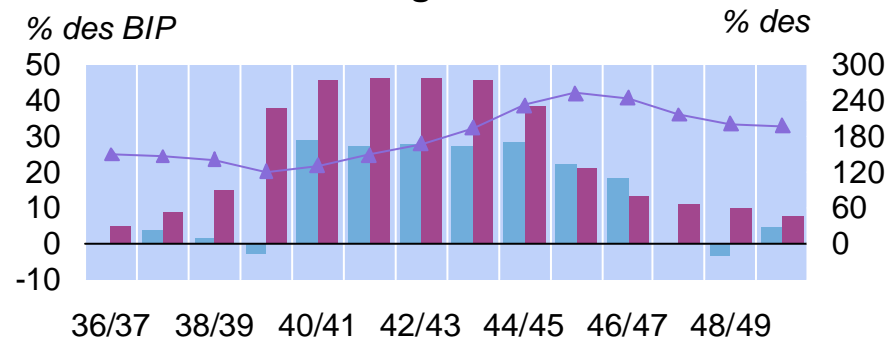
Quelle: Bank Austria Economic & Market Analysis Austria

Kriege und öffentliche Finanzen: Erfahrungen in UK und den USA

UK im Ersten Weltkrieg

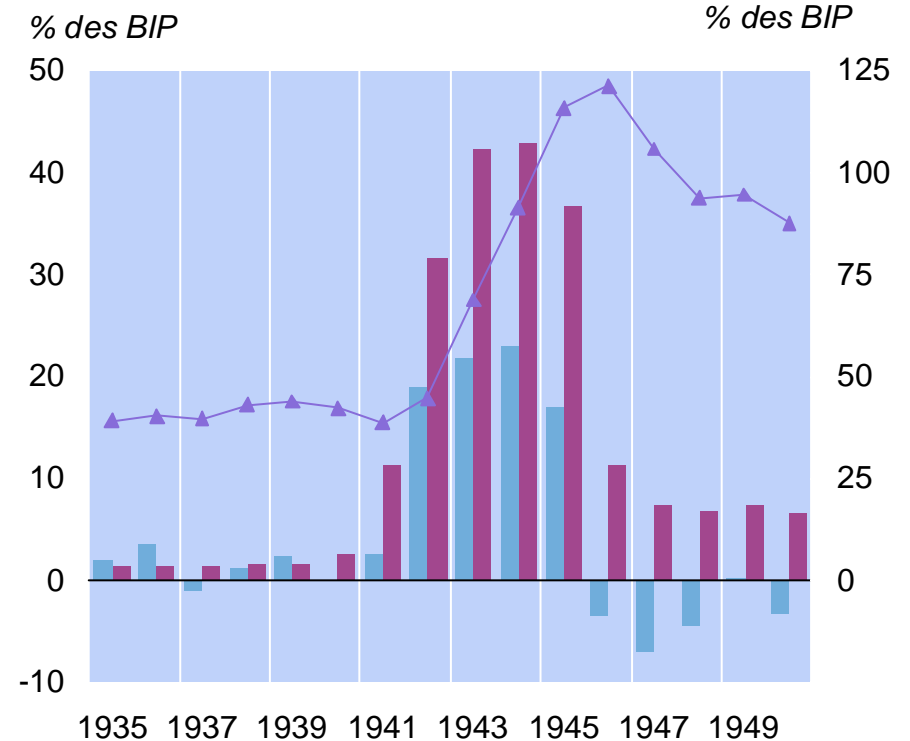


UK im Zweiten Weltkrieg



■ Veränderung der Schulden (linke Achse)
■ Verteidigungsausgaben (linke Achse)
▲ Verschuldung (rechte Achse)

USA im Zweiten Weltkrieg



■ Primärdefizit (Appr.) (linke Achse)
■ Verteidigungsausgaben d. Bundes (linke Achse)
▲ Verschuldung (Jahresmitte) (rechte Achse)

Quelle: ukpublicspending.co.uk, US Bureau of Economic Analysis, US Treasury

Inflation ist keine wirksame Option zur Schuldenreduktion

- **Reale Entwertung der Schulden**
 - des nicht-indexierten Anteils in eigener Währung mit mittel- bis langfristiger Laufzeit
 - **Problem: Disinflation danach – Unterschied zu historischen Episoden**
 - Hohes Finanzierungserfordernis (hohes Defizit vs ‘automatische Konsolidierung’ nach Kriegen; jetzt kürzere Laufzeiten)

- **Seigniorage**
 - **1% höheres Preisniveau → höhere Einnahmen von ~0,1% des BIP (einmalig)**

- **Indirekte Effekte**
 - kalte Progression
 - Entwertung der Transfers und Mengensteuern
 - Besteuerung der nominellen Profite (Scheingewinnbesteuerung)
 - Verzögerte Reaktion auf der Ausgabenseite
 - Makroökonomische Effekte



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
EUROSYSTEM

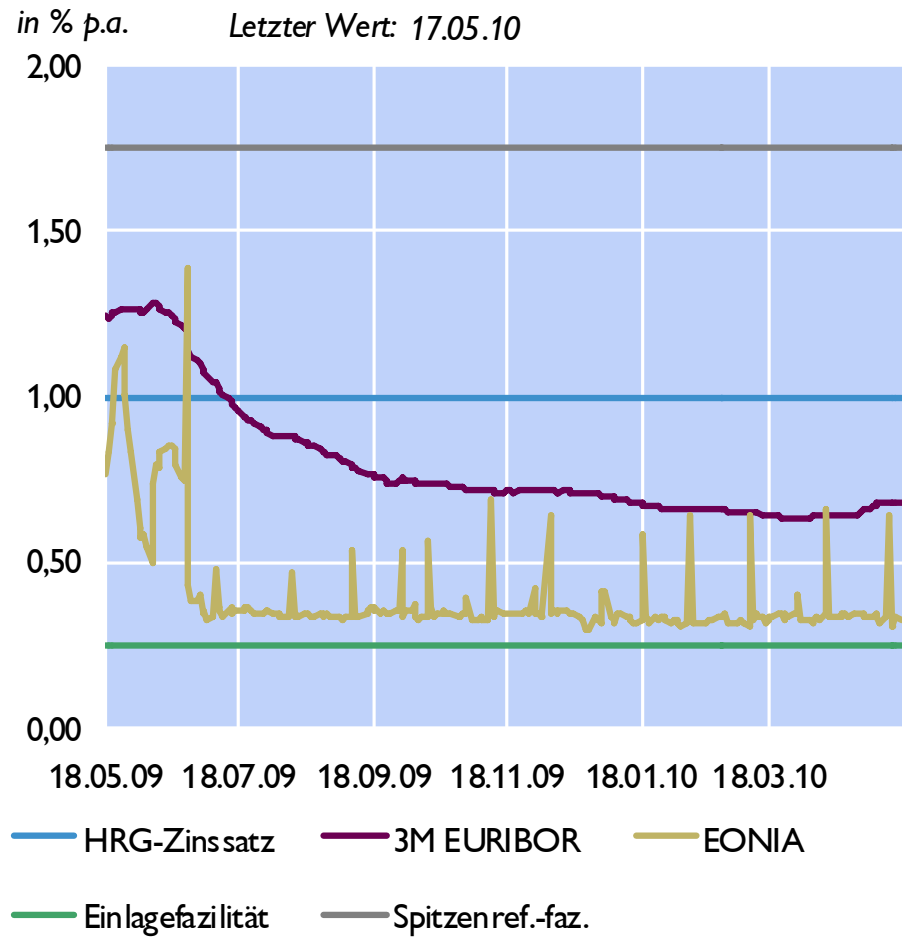
Zinsentwicklung

A photograph of the ornate facade of the Oesterreichische Nationalbank building. The facade is covered in intricate carvings and sculptures. A prominent sign on the building reads 'OESTERREICHISCHE NATIONALBANK' in large, blue, capital letters. The image is dimly lit, with a bright light source on the right side creating a lens flare effect.

OESTERREICHISCHE
NATIONALBANK

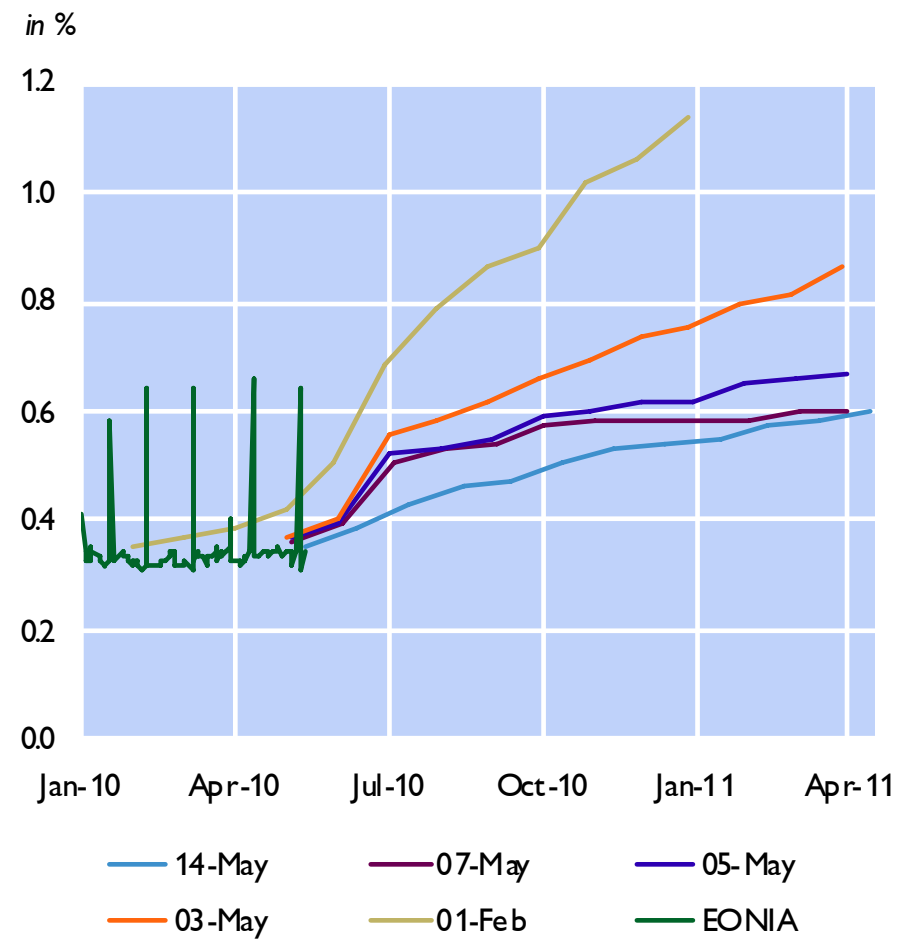
Geldmarktzinsen unterhalb des Leitzinssatzes, Zinserwartungen nach den jüngsten Maßnahmen ebenfalls niedrig

Geldmarktzinsen und EZB-Zinssätze



Quelle: Thomson Reuters.

EONIA Markterwartungen





OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
EUROSYSTEM

Danke für Ihre Aufmerksamkeit

OESTERREICHISCHE
NATIONALBANK



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
EUROSYSTEM

Zusatzfolien

A photograph of the exterior of the Oesterreichische Nationalbank building. The image is dark and has a blue tint. It shows a stone relief of figures above a sign that reads 'OESTERREICHISCHE NATIONALBANK'.

OESTERREICHISCHE
NATIONALBANK

Zugang zu US-Dollar und Schweizer Franken Mehr zugelassene Sicherheiten

Swap-Arrangements mit ausländischen Notenbanken

- Euroraum-Banken können USD und SFR direkt über EZB beziehen
- Ausländische Banken erhalten Zugang zu EUR über ihre nationale Notenbank: Dänemark, Ungarn, Polen
- Signal für internationale Kooperation
- Inzwischen Beruhigung auf Devisenmärkten → Volumen in EZB-Operationen stark zurückgegangen

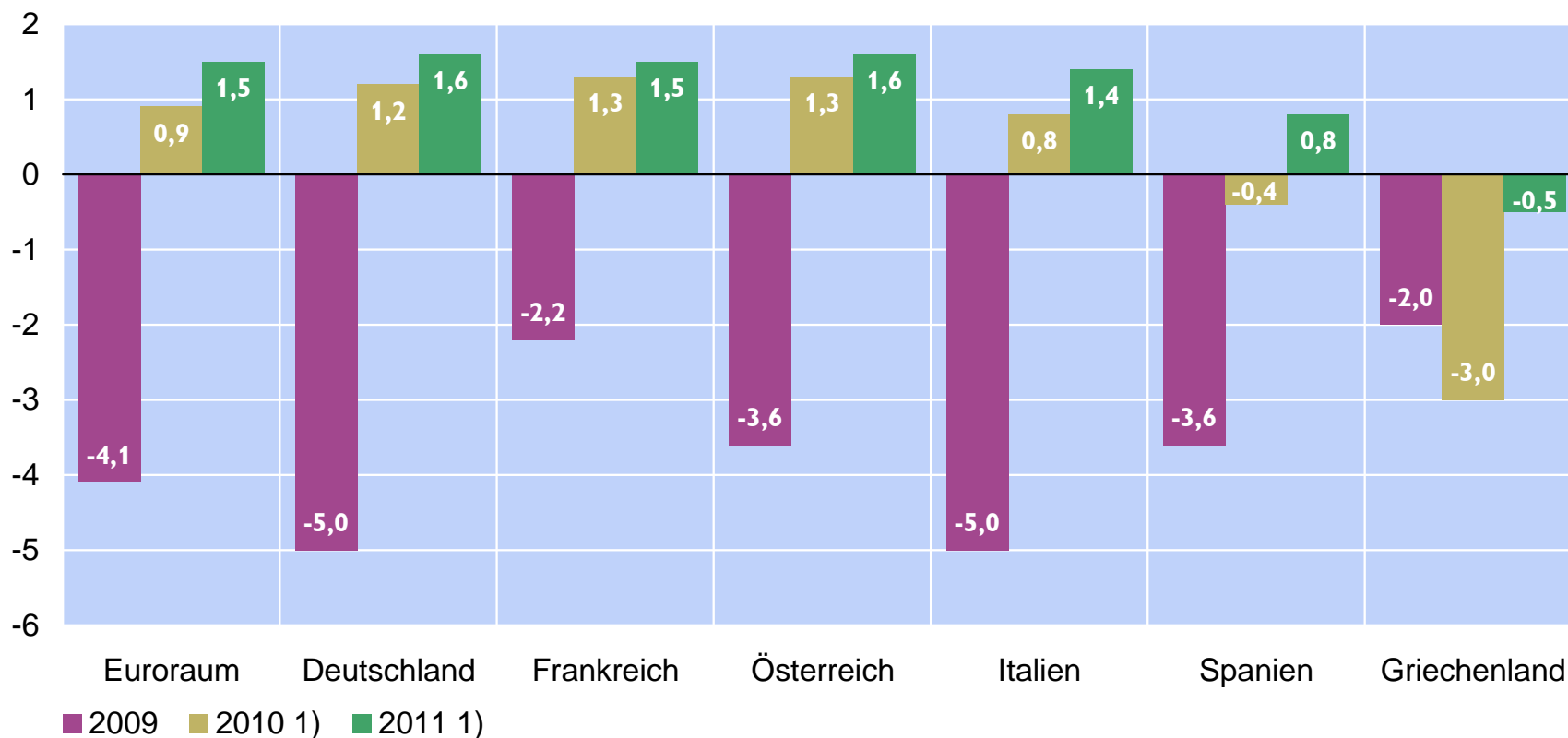
Erleichterung im Zugang zu EZB-Refinanzierung

- Banken müssen prinzipiell Sicherheiten hinterlegen
- EZB hat bereits sehr flexibles System: Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Einzelkredite,...
- Temporäre Erweiterung der Liste der zugelassenen Sicherheiten, inzwischen teils schon wieder verschärft (erforderliches Rating für ABS)

Heterogene Wachstumsaussichten im Euroraum

BIP - Wachstum im Euroraum

reales BIP, Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: Eurostat, EU-Kommission

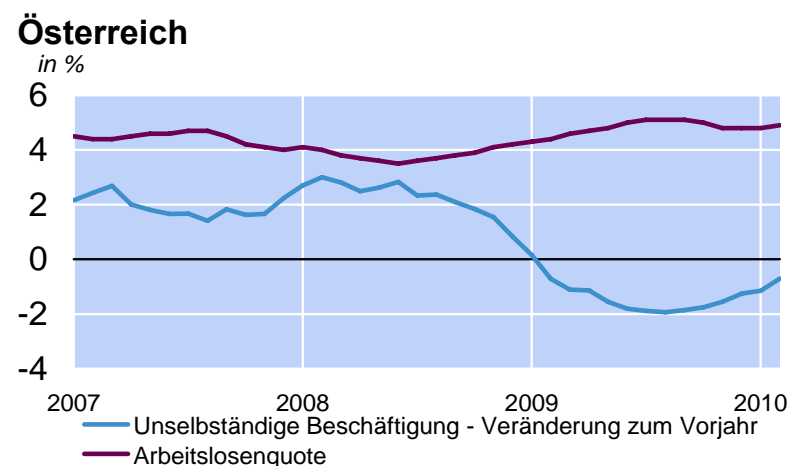
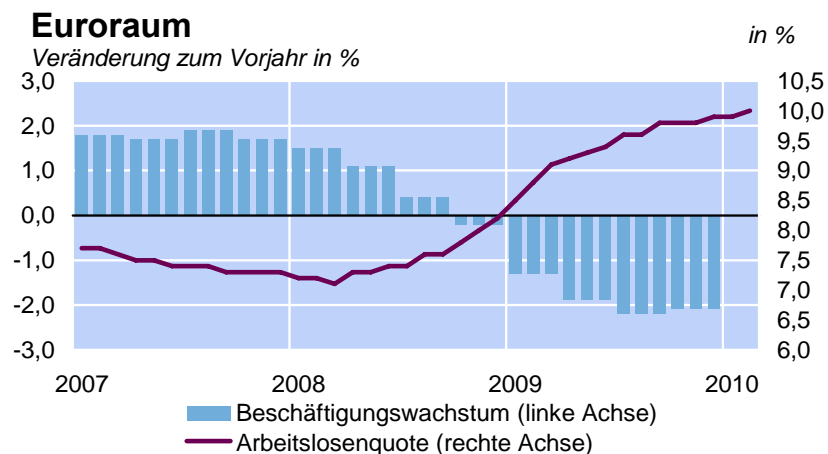
1) EU-Kommission - Prognose vom Mai 2010.

EU-Stabilisierungsmaßnahmen von Anfang Mai 2010

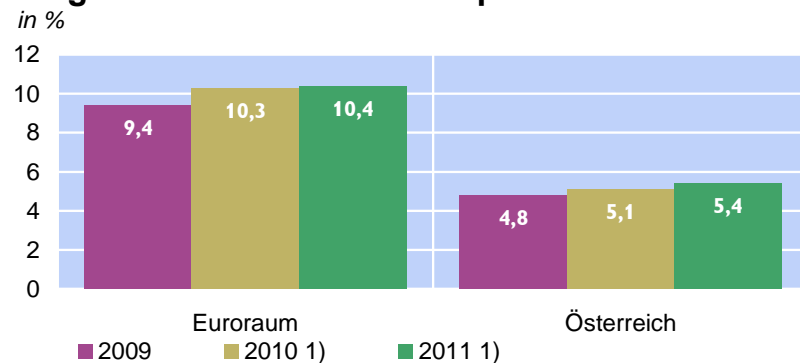
- **Unterstützung Griechenland in Form eines Drei-Jahresprogramms**
 - 80 Mrd EUR der Euro-Länder (AT: 2,3 Mrd EUR)
 - 30 Mrd EUR IWF
 - Strenge Auflagen, laufendes Monitoring
- **EU-Rettungspaket gegen hohe Staatsverschuldung und zur Stabilisierung des Euro**
 - **Finanzieller Stabilisierungsmechanismus mit 750 Mrd EUR**
 - Kredite von 60 Mrd EUR von Europäischer Kommission
 - Garantien/Haftungen der Euro-Länder von 440 Mrd EUR (AT: 12,6 Mrd EUR)
 - 250 Mrd EUR vom IWF
- **EZB-Maßnahmen und Interventionen zur Stabilisierung der Finanzmärkte**
 - **Ankauf von Staatsanleihen mit zinspolitisch neutraler Wirkung**
 - **Unterstützende Maßnahmen für den Geldmarkt**
 - **Fixzinstender mit 3M Laufzeit und voller Zuteilung am 26. Mai und 30. Juni 2010**
 - **6M-Geschäft mit voller Zuteilung am 12. Mai 2010**
 - **Reaktivierung von USD-Swaps mit anderen Zentralbanken (Fed, BoC, BoE, SNB)**

Entspannung auf den Arbeitsmärkten?

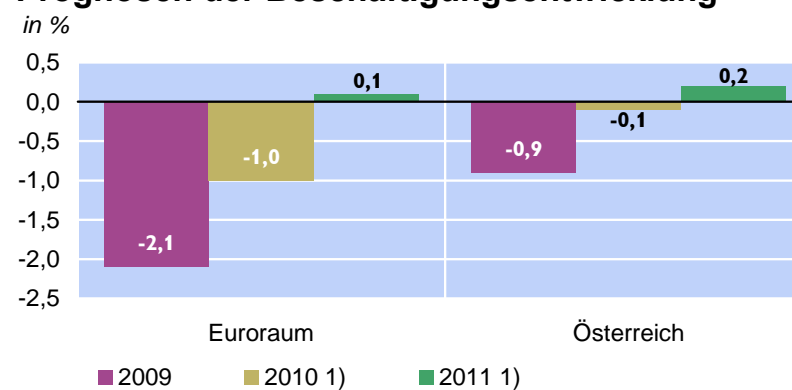
Entwicklung des Arbeitsmarktes



Prognosen der Arbeitslosenquote



Prognosen der Beschäftigungsentwicklung

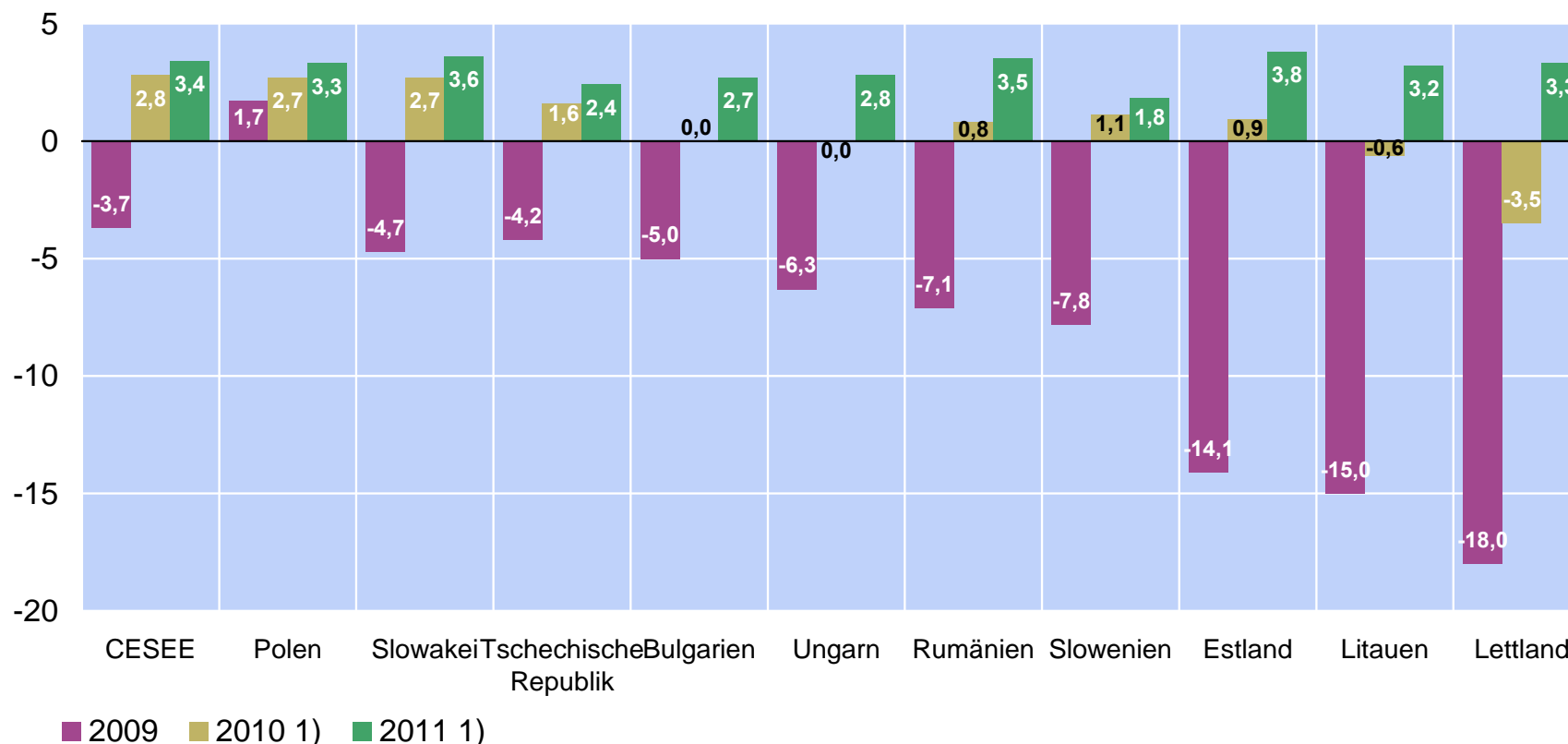


Quelle: Eurostat, Hauptverband der Sozialversicherungsträger, EU-Kommission.
2010 und 2011: EU-Kommission - Prognose vom Mai 2010.

Rückkehr auf Wachstumspfad auch in CESEE-Region

Aktuelle BIP-Prognosen für die CESEE und EU - Mitgliedstaaten

reales Wachstum, Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: Eurostat, IWF, EU-Kommission.

1) EU-Kommission - Prognose vom Mai 2010, CESEE: IWF - Prognose vom April 2010.