



Dezember 2017

Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro- Währungsgebiet¹

Das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet bleibt den Projektionen zufolge weiterhin robust, wobei die Zuwachsraten die bisherigen Erwartungen übertreffen und deutlich über der Potenzialwachstumsrate liegen. Das Wachstum des realen BIP dürfte sich nach und nach verlangsamen (von 2,4 % im Jahr 2017 auf 1,7 % im Jahr 2020), da die Effekte einiger wachstumsfördernder Faktoren allmählich nachlassen. Die HVPI-Inflation dürfte in den kommenden Quartalen weitgehend unverändert bleiben, bevor sie 2020 – getragen von einem Anstieg der zugrundeliegenden Inflation – auf 1,7 % steigt, da sich Kapazitätsengpässe stärker einschränkend auswirken. Aufgrund höherer Öl- und Nahrungsmittelpreise wird die HVPI-Inflation auf kurze Sicht geringfügig nach oben korrigiert.

1

Realwirtschaft

Sehr positive Indikatoren deuten kurzfristig auf ein anhaltend kräftiges Wachstum des realen BIP hin. Laut der jüngsten Eurostat-Veröffentlichung stieg das reale BIP im dritten Quartal 2017 aufgrund des kräftigen Beitrags der Binnennachfrage und insbesondere der Anlageinvestitionen um 0,6 %. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich in den letzten Monaten weiter verbessert, und zwar schneller als erwartet: Die Arbeitslosenquote sank im dritten Quartal 2017 auf 9,0 %, den niedrigsten Stand seit Ende 2008. Das reale BIP wird den Projektionen zufolge auf kurze Sicht weiter kräftig wachsen, was in Einklang mit dem sehr hohen Niveau des Unternehmer- und Verbrauchervertrauens steht.

¹ Diese von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen fließen in die Beurteilung des EZB-Rats hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität ein. Die von Experten der EZB oder des Eurosystems erstellten Projektionen werden weder vom EZB-Rat verabschiedet, noch spiegeln sie notwendigerweise dessen Ansichten zum Ausblick für den Euroraum wider. Informationen zu den verwendeten Verfahren und Techniken finden sich in der EZB-Publikation *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* vom Juli 2016, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Redaktionsschluss für technische Annahmen, beispielsweise zu den Ölpreisen und Wechselkursen, war der 22. November 2017 (siehe Kasten 1). Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen sonstigen Daten war der 30. November 2017.

Die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen beziehen sich auf den Zeitraum 2017 bis 2020. Bei ihrer Interpretation ist zu berücksichtigen, dass Projektionen für einen so langen Zeitraum mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet sind. Siehe EZB, „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet – eine Bewertung“, Monatsbericht Mai 2013.

Die den ausgewählten Tabellen und Abbildungen zugrunde liegenden Daten sind unter www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html abrufbar.

Auf mittlere Sicht wird das Wachstum weiterhin durch günstige Finanzierungsbedingungen, eine sich aufhellende Lage an den Arbeitsmärkten und die anhaltende weltweite Konjunkturerholung gestützt. Über den kurzfristigen Horizont hinaus dürften die privaten Konsum- und Investitionsausgaben nach wie vor von einigen positiven Faktoren profitieren. Der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB wirkt weiterhin auf die Wirtschaft durch. Das Wachstum bei den Ausleihungen an den privaten Sektor nimmt weiter zu, beflügelt durch niedrige Zinsen und günstige Kreditvergabebedingungen. Ein geringerer Entschuldungsbedarf wird ebenfalls zur Dynamik der privaten Ausgaben beitragen. Auch die anhaltende Verbesserung am Arbeitsmarkt dürfte sich positiv auf den privaten Verbrauch und das Wachstum der Wohnungsbauminvestitionen auswirken. Gleichzeitig werden die Unternehmensinvestitionen ihren Erholungskurs fortsetzen, was auch den Anstieg der Gewinnaufschläge vor dem Hintergrund eines zunehmenden Nachfragedrucks widerspiegelt. Die Ausfuhren des Euroraums dürften weiterhin robust bleiben. Sie profitieren vom anhaltenden Wachstum der Weltwirtschaft und dem damit verbundenen Anstieg der Auslandsnachfrage nach Produkten des Eurogebiets.

Tabelle 1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet¹⁾

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Dezember 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Reales BIP	2,4	2,3	1,9	1,7	2,2	1,8	1,7
	[2,3 – 2,5] ²⁾	[1,7 – 2,9] ²⁾	[0,9 – 2,9] ²⁾	[0,6 – 2,8] ²⁾	[2,1 – 2,3] ²⁾	[1,0 – 2,6] ²⁾	[0,6 – 2,8] ²⁾
Private Konsumausgaben	1,9	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8	1,5
Konsumausgaben des Staates	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Bruttoanlageinvestitionen	4,4	4,3	3,4	2,9	4,0	3,9	3,1
Ausfuhren³⁾	5,0	5,1	4,1	3,7	4,7	3,7	3,8
Einfuhren³⁾	5,1	5,2	4,4	3,9	5,2	4,6	4,2
Beschäftigung	1,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	0,8
Arbeitslosenquote (in % der Erwerbspersonen)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,6	8,1
HVPI	1,5	1,4	1,5	1,7	1,5	1,2	1,5
	[1,5 – 1,5] ²⁾	[0,9 – 1,9] ²⁾	[0,7 – 2,3] ²⁾	[0,8 – 2,6] ²⁾	[1,4 – 1,6] ²⁾	[0,6 – 1,8] ²⁾	[0,7 – 2,3] ²⁾
HVPI ohne Energie	1,2	1,3	1,6	1,9	1,2	1,3	1,5
HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel und Änderungen indirekter Steuern⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
Lohnstückkosten	0,9	1,2	1,1	1,8	0,8	1,2	1,4
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,7	2,1	1,9	2,7	1,5	2,0	2,3
Arbeitsproduktivität	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9
Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5	-1,3	-1,0	-0,9
Struktureller Haushaltssaldo (in % des BIP)⁵⁾	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4	-1,3	-1,2
Öffentliche Schuldenquote (in % des BIP)	87,0	85,1	83,1	80,7	87,5	86,0	84,2
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	3,1	2,9	2,7	2,8	2,9	2,5	2,5

-
- 1) Das reale BIP und seine Komponenten beziehen sich auf arbeitstäglich bereinigte Daten.
 - 2) Die bei der Darstellung der projizierten Werte verwendeten Bandbreiten basieren auf den Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Werts dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Bereinigung um außergewöhnliche Ereignisse umfasst, wird in der EZB-Publikation *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* vom Dezember 2009 dargelegt, die auf der Website der EZB abrufbar ist.
 - 3) Einschließlich des Handels der Euro-Länder untereinander.
 - 4) Der Teilindex basiert auf Schätzungen tatsächlicher Auswirkungen indirekter Steuern. Es könnten sich hier Unterschiede zu Eurostat-Daten ergeben, da diese auf der Annahme beruhen, dass steuerliche Effekte vollständig und unmittelbar auf den HVPI durchwirken.
 - 5) Berechnet als öffentlicher Finanzierungssaldo, bereinigt um vorübergehende Effekte des Konjunkturzyklus und befristete staatliche Maßnahmen (Details zum Ansatz des ESZB finden sich in *Working Paper Series* der EZB, Nr. 77, September 2001, und *Working Paper Series* der EZB, Nr. 579, Januar 2007). Die Projektion des strukturellen Saldos leitet sich nicht von einer aggregierten Messgröße der Produktionslücke ab. Gemäß der Methodik des ESZB werden die Konjunkturkomponenten für verschiedene Einnahmen und Ausgaben separat berechnet. Eine detailliertere Darstellung findet sich in Kasten 13 (Konjunkturberichtigung des öffentlichen Finanzierungssaldos) des EZB-Monatsberichts vom März 2012 und in Kasten 6 (Zum strukturellen Finanzierungssaldo als Indikator der zugrunde liegenden Haushaltsposition) des EZB-Monatsberichts vom September 2014.

Den Projektionen zufolge wird sich das Wachstum des realen BIP im Projektionszeitraum jedoch etwas abschwächen, da zahlreiche begünstigende Faktoren allmählich wegfallen. Die Wirkung von in der Vergangenheit beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen dürfte über den Projektionszeitraum hinweg allmählich nachlassen. Die Aufwertung des Euro seit April 2017 und ein Wachstumsrückgang der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums dürften das Exportwachstum dämpfen. Zudem wird mit einem Rückgang des Beschäftigungswachstums gerechnet, was teilweise mit einem Arbeitskräftemangel in einigen Ländern zusammenhängt.

Die privaten Konsumausgaben dürften über den Projektionszeitraum hinweg robust bleiben. Ein sehr hohes Verbrauchervertrauen, eine weitere Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt sowie steigende Reallöhne je Arbeitnehmer deuten auf ein Andauern des soliden Konsumwachstums in den nächsten Quartalen hin, weitgehend gleichauf mit der Entwicklung der realen Kaufkraft. Der Beitrag der Bruttolöhne und -gehälter zum nominal verfügbaren Einkommenswachstum wird über den Projektionszeitraum hinweg weitgehend unverändert bleiben, da die Auswirkungen einer Verlangsamung des Beschäftigungswachstums durch ein stärkeres Wachstum der Nominallöhne ausgeglichen werden. Das Wachstum der sonstigen privaten Einkünfte wird den Projektionen zufolge anziehen, was die positive Entwicklung der Gewinne und des Vermögenseinkommens widerspiegelt.

Auch die Lockerung der Kreditvergabebedingungen der Banken, die durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB begünstigt wird, sowie Fortschritte beim Schuldenabbau sind dem Wachstum des privaten Konsums förderlich.

Wenngleich sich das niedrige Zinsniveau sowohl in den Zinserträgen als auch in den Zinszahlungen privater Haushalte niederschlägt, bewirkt es tendenziell eine Umverteilung von Ressourcen von Nettosparern zu Nettoschuldnern. Da die marginale Konsumneigung von Nettoschuldnern üblicherweise höher ist, sollten die aggregierten privaten Konsumausgaben durch diese Umverteilung gestützt werden. Zudem dürften die beim Schuldenabbau erzielten Fortschritte die privaten Konsumausgaben ebenfalls begünstigen.

Die Sparquote der privaten Haushalte dürfte sich im Projektionszeitraum gegenüber den historischen Tiefstwerten allmählich erholen. Die Sparquote ist in den letzten Quartalen zurückgegangen, was in erster Linie die verbesserte wirtschaftliche und finanzielle Lage der Haushalte sowie die Auswirkungen der äußerst niedrigen Zinsen auf ihre Sparneigung widerspiegelt. Sie dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg erholen, hauptsächlich aufgrund der Konsumglättung im Zusammenhang mit der Konjunkturerholung. Zudem wird erwartet, dass die Sparquote der privaten Haushalte infolge der Senkung direkter Steuern in einigen Ländern steigen wird.

Kasten 1

Technische Annahmen im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise

Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2017 enthalten die technischen Annahmen deutlich höhere Ölpreise in US-Dollar, jedoch nur geringfügige Änderungen der

Wechselkurse und anderer finanzieller Annahmen. Die technischen Annahmen zu den Zinssätzen und Rohstoffpreisen beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss war der 22. November 2017. Die Kurzfristzinsen beziehen sich auf den Dreimonats-EURIBOR, wobei die Markterwartungen von den Zinssätzen für Terminkontrakte abgeleitet werden. Bei Anwendung dieser Methode ergibt sich für die Kurzfristzinsen ein durchschnittliches Zinsniveau von -0,3 % für 2017 und 2018, von -0,1 % für 2019 und von 0,1 % für 2020. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 1,1 % im laufenden und im kommenden, 1,4 % im übernächsten und 1,7 % im darauffolgenden Jahr.² Gegenüber den Projektionen vom September 2017 sind die Markterwartungen hinsichtlich des Niveaus der Kurzfristzinsen geringfügig nach unten korrigiert worden, während die Langfristzinsen für 2018 und 2019 um 10 bzw. 20 Basispunkte nach unten korrigiert worden sind.

Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird anhand der von den Terminmärkten nach dem Durchschnitt der zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss am 22. November abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass der Preis pro Barrel für Rohöl der Sorte Brent von 54,3 USD im Jahr 2017 auf 61,6 USD im Jahr 2018 steigt und in der Folge auf 58,9 USD im Jahr 2019 und 57,3 USD im Jahr 2020 sinkt. Somit würden sich die auf US-Dollar lautenden Ölpreise gegenüber den Projektionen vom September 2017 im laufenden Jahr um 4,8 %, 2018 um 17,2 % und 2019 um 11,0 % erhöhen. Den Annahmen zufolge werden die Preise für Rohstoffe ohne Energie in US-Dollar 2017 deutlich anziehen und danach in etwas geringerem Maße weiter steigen.³

Es wird angenommen, dass die bilateralen Wechselkurse über den Projektionshorizont hinweg unverändert auf dem Durchschnittsniveau bleiben, das im Zweiwochenzeitraum bis zum Redaktionsschluss am 22. November vorherrschte. Dies impliziert einen durchschnittlichen USD/EUR-Wechselkurs von 1,13 im Jahr 2017 und 1,17 in den Jahren 2018 bis 2020 (gegenüber 1,18 in den Projektionen vom September 2017). Den Annahmen zufolge wird der effektive Wechselkurs des Euro (gegenüber 38 Handelspartnern) über den Projektionszeitraum hinweg gegenüber den Projektionen vom September 2017 weitgehend unverändert bleiben.

² Die Annahme im Hinblick auf die nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum beruht auf dem gewichteten Durchschnitt der Renditen der zehnjährigen Benchmark-Anleihen der Länder. Diese Renditen werden mit den jährlichen BIP-Zahlen gewichtet und anhand eines Zukunftsprofils fortgeschrieben, das aus der Zinsstrukturkurve der EZB für die Zehnjahres-Pari-Rendite aller Anleihen des Euroraums abgeleitet wird. Dabei wird die anfängliche Abweichung zwischen den beiden Reihen über den Projektionszeitraum hinweg konstant gehalten. Die Abstände zwischen länderspezifischen Staatsanleiherenditen und dem entsprechenden Euroraum-Durchschnitt werden über den Projektionszeitraum hinweg als konstant angenommen.

³ Die Annahmen bezüglich der Öl- und Nahrungsmittelpreise beruhen auf den Terminkontraktpreisen bis zum Ende des Projektionszeitraums. Für die übrigen harten Rohstoffe ohne Energie wird davon ausgegangen, dass deren Preise bis zum Schlussquartal 2018 den Terminkontraktpreisen folgen und sich anschließend der globalen Konjunktur entsprechend entwickeln werden.

Technische Annahmen

	Dezember 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Ölpreis (in USD/Barrel)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
USD/EUR-Wechselkurs	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-38) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

Die Erholung der Wohnungsbauminvestitionen dürfte anhalten. Die Wohnungsbauminvestitionen haben in den letzten Quartalen stark zugelegt, getragen durch günstige Finanzierungsbedingungen, Portfolioumschichtungen zugunsten von Wohnimmobilien angesichts niedriger Renditen alternativer langfristiger Anlagemöglichkeiten und das mit der anhaltenden Schaffung von Arbeitsplätzen verbundene steigende Einkommenswachstum. Darüber hinaus scheinen die Abwärtskorrekturen an den Wohnimmobilienmärkten in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets beendet zu sein. Die grundlegenden Bedingungen für eine weitere Erholung der Wohnungsbauminvestitionen sind über den Projektionszeitraum hinweg nach wie vor gegeben. Dennoch ist mit gewissen Dynamikeinbußen zu rechnen, in denen die reife Phase des Wohnimmobilienzyklus, die nachlassende Wirkung fiskalischer Anreize in einigen Ländern sowie negative demografische Trends zum Ausdruck kommen.

Die Unternehmensinvestitionen haben sich in den letzten Quartalen erholt und dürften über den Projektionszeitraum hinweg weiter ansteigen, wenn auch mit geringerem Tempo. Mehrere Faktoren werden die Unternehmensinvestitionen den Erwartungen zufolge stützen: Das Unternehmerv Vertrauen ist angesichts sehr positiver Produktionserwartungen und einer äußerst günstigen Auftragslage nach wie vor sehr hoch, die Kapazitätsauslastung stieg weiter über das durchschnittliche Vorkrisenniveau an, die Finanzierungsbedingungen dürften über den Projektionszeitraum hinweg sehr günstig bleiben und die Gewinnzuschläge dürften angesichts eines bereits liquiditätsstarken Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften steigen. Darüber hinaus ist die Verschuldungsquote (Verhältnis der Schulden zum Gesamtvermögen) im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aufgrund der deutlichen Erholung der Aktienkurse in den letzten Jahren und des moderaten Wachstums der Fremdfinanzierung auf ihren historischen Tiefstand gesunken. Die Aussichten für die Unternehmensinvestitionen dürften jedoch weiterhin durch Erwartungen auf ein schwächeres Wachstum des Produktionspotenzials sowie Beschränkungen der Intermediationsfunktion von Banken in einigen Ländern getrübt werden. In einem allmählichen Nachlassen der Dynamik über den Projektionszeitraum hinweg spiegelt sich zudem die insgesamt rückläufige Binnen- und Auslandsnachfrage wider.

Kasten 2

Das außenwirtschaftliche Umfeld

Das anhaltende Expansionstempo der Weltwirtschaft setzte sich auch in der zweiten Jahreshälfte 2017 fort, wobei das Wachstum von Wirtschaftstätigkeit und Handel an Breite gewann. Umfrageindikatoren deuten auf ein nachhaltiges Wachstum der Weltwirtschaft im dritten Jahresviertel hin, der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) liegt nahe an seinem langfristigen Durchschnitt. Gleichzeitig gibt es Anzeichen dafür, dass die weltweite Erholung synchron verläuft. Die Stimmung an den Finanzmärkten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist aufgrund von Zugewinnen an den Aktienmärkten und eines weiteren Rückgangs der Volatilität weiterhin gut. In den aufstrebenden Volkswirtschaften haben sinkende Zinssätze zu einer leichten Entspannung der finanziellen Lage geführt. Parallel dazu haben die Kapitalzuflüsse ein seit 2015 ungekanntes Niveau erreicht. Für die Zukunft wird damit gerechnet, dass das Wachstum der Weltwirtschaft – im Einklang mit dem niedrigeren Potenzialwachstum – weitgehend stabil und unter dem Vorkrisenniveau bleibt. Für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften wird mit einem robusten Wirtschaftswachstum gerechnet, das sich im Projektionszeitraum verlangsamen dürfte, wenn die Erholung ihre Reifephase erreicht und die Produktionslücken allmählich in den positiven Bereich übergehen. In Bezug auf die aufstrebenden Volkswirtschaften wird eine dynamischere Entwicklung erwartet. Dazu tragen eine sich langsam festigende Wirtschaftstätigkeit in den rohstoffexportierenden Ländern – vor allem Brasilien und Russland – sowie ein robustes Wachstum in Indien und China bei, wobei das Wachstum in China weiterhin nach unten tendiert. Die globale Wirtschaftstätigkeit (ohne Euro-Währungsgebiet) dürfte im Projektionszeitraum um 3,7 % bis 3,9 % zulegen. Gegenüber den Projektionen vom September 2017 wird das weltweite BIP-Wachstum für 2017 und 2018 geringfügig nach oben korrigiert, wobei die Aufwärtskorrekturen hauptsächlich die USA und China betreffen.

Das außenwirtschaftliche Umfeld

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Dezember 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Globales reales BIP (ohne Euro-Währungsgebiet)	3,7	3,9	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8
Welthandel (ohne Euro-Währungsgebiet)¹⁾	5,6	4,5	4,2	3,7	5,3	3,8	3,8
Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets²⁾	5,5	4,4	3,8	3,5	4,7	3,4	3,5

1) Berechnet als gewichteter Durchschnitt der Importe.

2) Berechnet als gewichteter Durchschnitt der Importe von Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets.

Der Welthandel hat in der ersten Jahreshälfte 2017 ein ungewöhnlich starkes Wachstum verzeichnet und dürfte in den nächsten Quartalen robust bleiben, was sich auch in positiven Indikatoren für den Welthandel widerspiegelt. Mittelfristig dürften die Handelsaussichten den Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum stärker entsprechen (verankert bei einer Handelselastizität des globalen BIP-Wachstums von etwa 1). Die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums dürfte im laufenden Jahr um 5,5 % und 2018 um 4,4 % zunehmen. Für 2019 und 2020 wird ein Anstieg um 3,8 % bzw. 3,5 % erwartet. Gegenüber den Projektionen vom September 2017 wurde das weltweite Wachstum leicht nach oben korrigiert, die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums dagegen stärker. Letzteres ist auf Aufwärtskorrekturen der Daten sowie darauf zurückzuführen, dass aufgrund günstigerer Indikatoren für den Welthandel in den

nächsten Quartalen mit einer dynamischeren Entwicklung bei der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums gerechnet wird.

Kasten 3

Jüngste Entwicklung und Aussichten für Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums und die Auslandsnachfrage

Sowohl das Wachstum der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums als auch die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums haben nach einer sehr schwachen Entwicklung Anfang 2016 in letzter Zeit an Dynamik gewonnen. Im Vorjahrsvergleich hat die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums seit Mitte 2016 deutlich zugelegt und sich im zweiten Quartal 2017 einem Sechsjahreshoch angenähert. Analog dazu hat sich das Wachstum der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums seit Anfang 2016 erholt.

Der jüngste Aufwärtstrend der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums spiegelt die anhaltende Erholung der Weltwirtschaft wider, deutet aber möglicherweise auch auf eine gewisse Prozyklizität der Handelselastizität gegenüber der weltwirtschaftlichen Entwicklung hin. Im Zeitraum von 2011 bis 2016 wurde die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums kontinuierlich überschätzt. Dies war einem – in den vergangenen Projektionen nicht hinreichend berücksichtigten – weitgehend strukturellen Rückgang der Einkommenselastizität des Welthandels geschuldet, der zu einer Überschätzung des Welthandels im Verhältnis zum weltweiten BIP-Wachstum führte. Im Kontext einer weltweiten Konjunkturerholung fiel das Wachstum der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums in den vergangenen Quartalen jedoch höher aus als in den letzten Projektionen angenommen. Daher stellt sich die Frage, ob die Handelselastizität nicht gegenwärtig eine gewisse – in den letzten Projektionen nicht hinreichend berücksichtigte – Prozyklizität aufweist, durch die sich das Handelswachstum bei höheren Wachstumsraten der Weltwirtschaft verstärkt.⁴ In Anbetracht dessen und vor dem Hintergrund neuerer Daten wurde die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums in den vorliegenden Projektionen erheblich nach oben korrigiert.

Die Aufwärtskorrektur der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums wird auch durch die Stärke der Indikatoren für den Welthandel und den Handel des Euroraums gestützt. So deuten die Handelsindikatoren auf ein anhaltend robustes Wachstum der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums und der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums hin. Umfrageindikatoren für den Handel im Eurogebiet (wie der Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Auftragseingang im Exportgeschäft und der EMI für das verarbeitende Gewerbe oder der Exportklimaindex) lassen auf eine weitere Erholung der Handelstätigkeit schließen (siehe Abbildung A). Außerdem sind die Daten zum Auftragseingang im Exportgeschäft und zum verarbeitenden Gewerbe im Euroraum trotz der jüngsten Aufwertung des effektiven Euro-Wechselkurses weiterhin robust. Indikatoren für den Welthandel wie der globale Einkaufsmanagerindex für den Auftragseingang im Exportgeschäft oder der Frühindikator für die Konjunkturentwicklung von Goldman Sachs haben in den vergangenen 12 Monaten ebenfalls beträchtlich zugelegt (siehe Abbildung B).

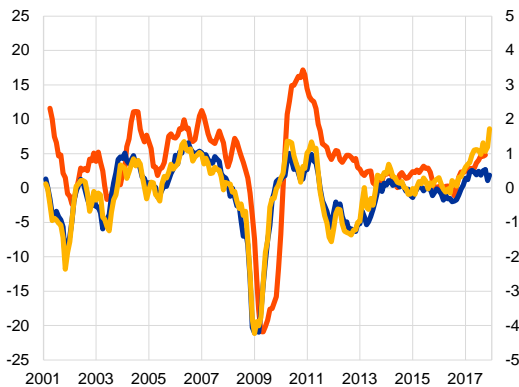
⁴ Siehe z. B. A. Borin, V. Di Nino, M. Mancini und M. Sbracia, The cyclical elasticity of trade, Working Papers der Banca d'Italia, Nr. 1126, Juli 2017.

Abbildung A

Indikatoren für den Handel des Euroraums

(linke Skala: Veränderung in % p. a., gleitender Dreimonatsdurchschnitt; rechte Skala: Index, standardisiert)

- EMI Exportklimaindex, Euroraum (rechte Skala)
- EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft, Euroraum (rechte Skala)
- Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums (linke Skala)



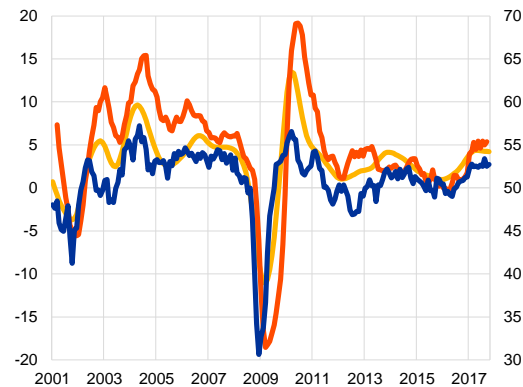
Quellen: Markit, Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Bei den Handelsdaten handelt es sich um Volumenangaben. Die letzten Angaben beziehen sich auf September 2017 (Exporte) bzw. November 2017 (Exportklimaindex und EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft).

Abbildung B

Indikatoren für den Welthandel

(linke Skala: Veränderung in % p. a., gleitender Dreimonatsdurchschnitt; rechte Skala: Index)

- Globaler EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft (rechte Skala)
- Globaler Frühindikator, Goldman Sachs (linke Skala)
- Weltweite Wareneinfuhren (ohne Euroraum) (linke Skala)

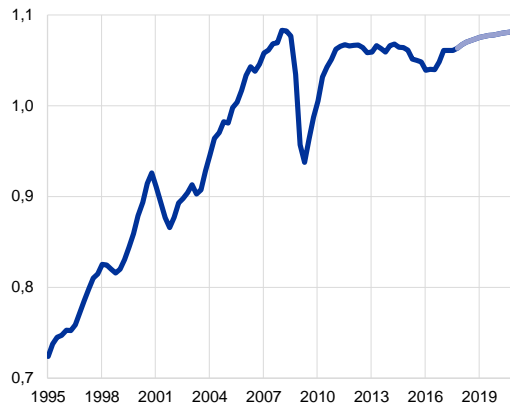


Quellen: Haver Analytics, Goldman Sachs, Zentrales Planungsbüro der Niederlande und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf September 2017 (Zentrales Planungsbüro) bzw. Oktober 2017 (Goldman Sachs und EMI).

Obgleich die Daten zu den weltweiten Einfuhren Anfang 2017 – teilweise aufgrund vorübergehender Faktoren – eine gewisse Volatilität aufweisen, ist ein zugrunde liegender Aufwärtstrend der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums zu verzeichnen, der weitgehend in Einklang mit den Umfrageindikatoren steht. Anfang 2017 wurden die weltweiten Einfuhren durch einen kräftigen Anstieg der Importe aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens – angeführt von Indien und China – sowie aus Russland und den mittel- und osteuropäischen EU-Staaten gestützt. In vielen Fällen beruhte diese Stärke jedoch auf vorübergehenden Faktoren. Sieht man über diese Volatilität hinweg, dürfte sich der Aufwärtstrend der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums Ende 2017 und bis ins nächste Jahr hinein fortsetzen.

Abbildung C
Verhältnis von weltweiten Importen zum BIP

(Index: 2005 = 1)



Mittelfristig bleiben die Bestimmungsfaktoren einer Einkommenselastizität des Handels nahe eins weitgehend unverändert. Dass der

Handel in den zwei Jahrzehnten vor der Großen Rezession etwa doppelt so schnell wuchs wie das BIP, war eine Anomalie, die hauptsächlich durch Schübe von Handelsliberalisierungen (vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften), den Aufstieg globaler Wertschöpfungsketten und Änderungen in der geografischen Struktur des Handels gestützt wurde.⁵ Wie aus Abbildung C hervorgeht, nahmen die Importe von 1995 bis 2007 viel schneller zu als die weltweite Wirtschaftstätigkeit. In Zukunft werden die vorstehend genannten Faktoren die Handelselastizität aber voraussichtlich nicht

stützen. Die Liberalisierung des Handels ist weitgehend abgeschlossen, und hinsichtlich der Struktur zeigt sich bei der Elastizität des Welthandels weiterhin eine Tendenz zur geringeren Handelselastizität der aufstrebenden Volkswirtschaften. Die weltweiten Einfuhren und die globale Wirtschaftstätigkeit sind in den letzten Jahren parallel gestiegen, und dieses Verlaufsmuster dürfte sich auch im Projektionszeitraum fortsetzen.

Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums dürften in den kommenden Quartalen aufgrund sehr günstiger Handelsindikatoren und trotz der jüngsten Aufwertung des Euro robust bleiben. Es wird damit gerechnet, dass sich die Ausfuhren anschließend im Einklang mit der Auslandsnachfrage nach Produkten des Eurogebiets über den Projektionszeitraum hinweg abschwächen, was weitgehend stagnierende Exportmarktanteile bedeutet. Die Einfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets dürften von der positiven Entwicklung der Binnennachfrage und dem stärkeren Euro profitieren, wenngleich sie ein geringeres Wachstum verzeichnen als die Ausfuhren. Dadurch wird der Beitrag des Außenhandels zum Wirtschaftswachstum insgesamt leicht positiv ausfallen.

Das Beschäftigungswachstum wird sich den Projektionen zufolge trotz anhaltend positiver aktueller Daten im Zeitverlauf abschwächen. In letzter Zeit ist länderübergreifend ein breit angelegtes Beschäftigungswachstum zu beobachten, das jedoch teilweise günstigen temporären Faktoren geschuldet ist (beispielsweise finanzpolitischen Stimulierungsmaßnahmen in einigen Ländern). Da die Wirkung dieser Faktoren allmählich nachlassen und die Beschäftigung im öffentlichen Sektor in einigen Ländern zurückgehen dürfte, wird das Beschäftigungswachstum den Projektionen zufolge in den nächsten Quartalen etwas an Dynamik verlieren.

⁵ Siehe auch IRC Trade Task Force der EZB, Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 178, September 2016.

Das Wachstum der Erwerbsbevölkerung dürfte durch einen

Arbeitskräftemangel zunehmend gedämpft werden. Es wird damit gerechnet, dass die Zahl der Erwerbspersonen im Projektionszeitraum durch die Nettozuwanderung von Arbeitskräften, die erwartete Integration von Flüchtlingen und den Ermutigungseffekt weiter zunehmen wird. Gleichwohl dürften diese positiven Effekte im Projektionszeitraum durch die Auswirkungen einer zunehmend ungünstigen Bevölkerungsentwicklung allmählich ausgeglichen werden. Dies trägt auch zu einer Abschwächung des Beschäftigungswachstums bei.

Die Arbeitslosenquote dürfte jedoch weiter sinken. Die Arbeitslosenquote sank im dritten Quartal 2017 auf 9,0 %, und für die Zukunft wird mit einem weiteren deutlichen Rückgang der Arbeitslosenzahl gerechnet. Im Jahr 2020 dürfte die Arbeitslosenquote auf 7,3 % zurückgehen.

Das Produktivitätswachstum dürfte sich im Projektionszeitraum erholen. Die zunächst kräftige Erholung des Produktivitätswachstums in diesem und nächstem Jahr ist auf das Auslaufen von Maßnahmen zurückzuführen, die der Beschäftigung im Jahr 2016 vorübergehend Auftrieb gaben. Im späteren Verlauf des Projektionszeitraums wird die Arbeitsproduktivität (je Beschäftigten) hauptsächlich durch ein leicht anziehendes Wachstum der zugrunde liegenden totalen Faktorproduktivität, eine zunehmende Kapitalintensivierung und eine längere Arbeitszeit je Arbeitnehmer begünstigt. Gründe für die beiden letztgenannten Faktoren sind die anhaltende Verbesserung der konjunkturellen Entwicklung und die zunehmende Anspannung am Arbeitsmarkt.

Das Wachstum des realen BIP dürfte bis 2020 über dem Potenzialwachstum bleiben. Schätzungen zufolge hat das Wachstum des Produktionspotenzials in den vergangenen Jahren aufgrund günstigerer Beiträge der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit sowie der totalen Faktorproduktivität etwas an Dynamik gewonnen. Im Projektionszeitraum dürfte es sich weiterhin etwas langsamer entwickeln als vor der Krise. Der Beitrag des Produktionsfaktors Arbeit wird sich im Projektionszeitraum voraussichtlich verringern, was hauptsächlich dem nachlassenden Wachstum der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter geschuldet ist. Der Beitrag des Faktors Kapital dürfte aufgrund eines Anstiegs der Anlageinvestitionen relativ stark bleiben. Bei der totalen Faktorproduktivität wird ebenfalls mit einem nach aktuellem Standard recht kräftigen Beitrag gerechnet. Gründe hierfür sind ein effizienterer Einsatz der Ressourcen nach der Krise, die Durchführung von Strukturreformen an den Güter- und Arbeitsmärkten, ein besseres Humankapital, ein erneuerter Kapitalstock und eine weitere Konvergenz in Richtung der Technologiegrenze. Es ist jedoch zu beachten, dass das Potenzialwachstum und seine Bestimmungsfaktoren nicht beobachtbar sind und dass entsprechende Schätzungen mit einer erheblichen Unsicherheit behaftet sind.

Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2017 wurde das Wachstum des realen BIP erheblich nach oben korrigiert. Die Aufwärtskorrektur für 2017 steht teilweise in Zusammenhang mit einer unerwartet günstigen Entwicklung des BIP gemäß den jüngst veröffentlichten Daten, die auch 2018 positive Überhangeffekte haben wird. Darüber hinaus deutet die sehr gute Stimmung bei Verbrauchern und Unternehmen darauf hin, dass die Wachstumsdynamik stärker ist

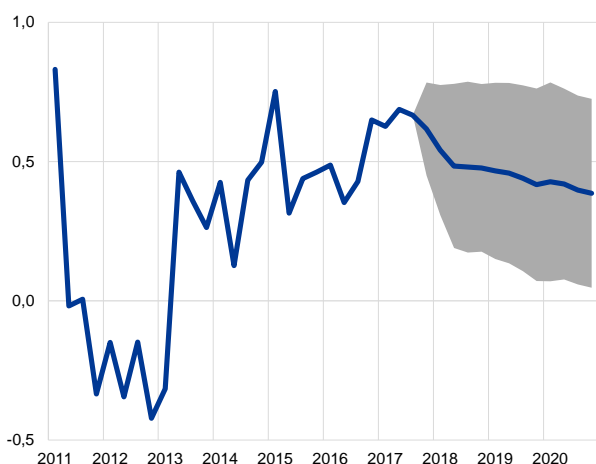
als zuvor angenommen. Eine höhere Auslandsnachfrage und etwas niedrigere Langfristzinsen haben ebenfalls dazu beigetragen, dass die Wachstumsaussichten für 2018 und 2019 nach oben korrigiert wurden.

Abbildung 1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen¹⁾

(Quartalswerte)

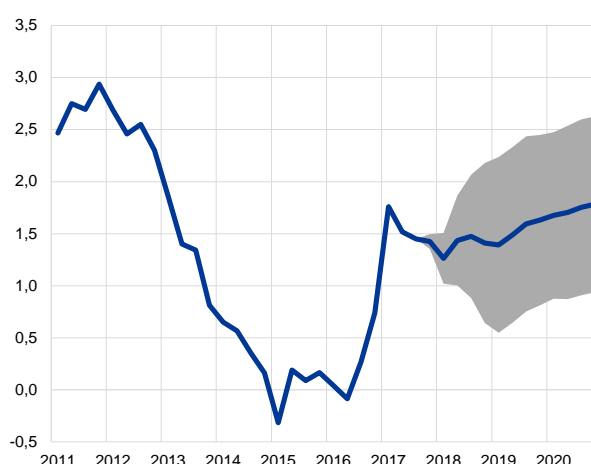
Reales BIP des Euro-Währungsgebiets²⁾

(Veränderungen gegen Vorquartal in %)



HVPI des Euro-Währungsgebiets

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)



1) Die rund um den Projektionspfad dargestellten Bandbreiten basieren auf Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Werts dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Bereinigung um außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der EZB-Publikation *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* vom Dezember 2009 dargelegt, die auf der Website der EZB abrufbar ist.

2) Arbeitstäglich bereinigte Daten.

2 Preise und Kosten

Wenngleich zu erwarten ist, dass abwärtsgerichtete energiepreisbedingte Basiseffekte auf kurze Sicht einen leichten Rückgang der HVPI-Inflationsrate bewirken, wird für die Folgezeit mit einem Anstieg der Teuerung nach dem HVPI bis auf 1,7 % im Jahr 2020 gerechnet. Abwärtsgerichtete Basiseffekte bei

der Energiekomponente, die den jüngsten Ölpreisanstieg mehr als ausgleichen, dürften im ersten Quartal 2018 zu einem Rückgang der Gesamtinflation auf einen Tiefstand von 1,3 % führen. Über den verbleibenden Projektionszeitraum hinweg wird die HVPI-Energiepreis-inflation aufgrund des leicht abwärtsgerichteten Verlaufs der Terminkurve für Ölpreise in Verbindung mit Aufwärtseffekten aus Energiesteuern und -abgaben voraussichtlich nur sehr moderat steigen. Nach einer schwachen Entwicklung in den vergangenen Jahren dürfte die am HVPI gemessene Teuerung bei Nahrungsmitteln gestützt durch das angenommene Anziehen der Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe und aufwärtsgerichtete Effekte aus steigenden Tabaksteuern moderat zulegen. Da das Wachstum der Wirtschaft über der Potenzialwachstumsrate liegt, dürfte der zugrunde liegende Preisdruck über den Projektionszeitraum hinweg zunehmen. Insbesondere ist zu erwarten, dass steigende Löhne – ein Spiegelbild der zunehmend angespannten Lage am Arbeitsmarkt – und der spürbare Arbeitskräftemangel in einigen Ländern sowie aufwärtsgerichtete Effekte durch Nettogütersteuern die Kerninflation weiter nach

oben treiben. Auch der außenwirtschaftliche Preisdruck dürfte über den Projektionszeitraum hinweg ein wenig zum Anstieg der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel beitragen. Ausschlaggebend hierfür sind einige indirekte Effekte aus den jüngsten Ölpreiserhöhungen und die angenommenen/erwarteten Preissteigerungen bei Rohstoffen ohne Energie sowie, allgemeiner, die erwartete Zunahme des weltweiten Inflationsdrucks. Insgesamt dürfte die Gesamtinflation durchschnittlich 1,5 % im Jahr 2017, 1,4 % im Jahr 2018, 1,5 % im Jahr 2019 und 1,7 % im Jahr 2020 betragen.

Hauptursache für den Wiederanstieg der Lohnkosten über den Projektionszeitraum hinweg sind die zunehmend angespannte Lage am Arbeitsmarkt und das Auslaufen von Maßnahmen, die das Lohnwachstum in den vergangenen Jahren in einigen Ländern gedämpft haben. Den Projektionen zufolge wird das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer von 1,7% im Jahr 2017 auf 2,7 % im Jahr 2020 steigen, wobei sich das Wachstum 2019 vorübergehend verlangsamt. Grund für diese Verlangsamung ist die Umwandlung einer Steuergutschrift in Frankreich (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE) in eine dauerhafte Senkung der Sozialbeiträge der Arbeitgeber.⁶ Angesichts der erwarteten konjunkturbedingten Beschleunigung des Produktivitätswachstums impliziert diese Lohnentwicklung einen weiteren Anstieg der Lohnstückkosten von 0,9 % im Jahr 2017 auf 1,8 % im Jahr 2020. Generell sind die Verbesserung der Arbeitsmarktlage im Euroraum und der zunehmende Arbeitskräftemangel in einigen Teilen des Eurogebiets als wichtige Faktoren für den erwarteten Anstieg des Lohnwachstums zu betrachten. Die Notwendigkeit der Lohnzurückhaltung zur Wiedererlangung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in einigen Ländern nach der Krise und die aufgestaute Lohnzurückhaltung angesichts der nach unten hin starren Begrenzung der Nominallöhne während der Krise dürften im Zuge der sich in den Euro-Ländern fortsetzenden und an Breite gewinnenden wirtschaftlichen Erholung ebenfalls allmählich nachlassen. Darüber hinaus ist zu erwarten, dass der beträchtliche Anstieg der Gesamtinflation im Jahr 2017 gegenüber den vergangenen drei Jahren zur Steigerung des Lohnwachstums beiträgt. Schließlich dürften auch höhere Löhne und Gehälter im öffentlichen Sektor den Gesamtanstieg des Lohnwachstums über den Projektionszeitraum hinweg verstärken.

Es wird damit gerechnet, dass sich die Gewinnmargen im ersten Abschnitt des Projektionszeitraums im Durchschnitt etwas schneller ausweiten als im vergangenen Jahr. Die durch den Ölpreisanstieg bedingte Verschlechterung der Preisrelation im Außenhandel hat in den letzten Quartalen die Gewinnmargen belastet. Mit dem Nachlassen dieser dämpfenden Effekte dürften die Gewinnmargen etwas kräftiger steigen als zuletzt und von der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung profitieren. Allerdings wird der erwartete Anstieg der Lohnstückkosten und der indirekten Steuern das Wachstum der Gewinnmargen über den Projektionszeitraum hinweg voraussichtlich dämpfen.

⁶ Da der Rückgang des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Lohnstückkosten weitgehend durch einen entsprechenden Anstieg der Gewinnmargen neutralisiert wird, dürften sich die Auswirkungen auf die Preissetzung in Grenzen halten.

Der externe Preisdruck hat 2017 wieder zugenommen und dürfte über den Projektionszeitraum hinweg weiter im positiven Bereich liegen, aber moderater ausfallen als zuletzt. Der recht robuste Anstieg der Einfuhrpreise in diesem Jahr liegt im Umschwung bei den Öl- und Rohstoffpreisen (ohne Energie) begründet. Nach 2017 ist aufgrund der angenommenen moderateren Entwicklung der Rohstoffpreise über den Projektionszeitraum hinweg und der dämpfenden Effekte der jüngsten Aufwertung des Euro mit einem Rückgang der Wachstumsraten zu rechnen. Dennoch dürfte der zugrunde liegende weltweite Inflationsdruck über den Projektionszeitraum hinweg allmählich zunehmen, da die globalen Produktionskosten im Einklang mit der nachlassenden weltweiten Kapazitätsunterauslastung steigen.

Gegenüber den Projektionen vom September 2017 wurden die Aussichten für die HVPI-Inflation für 2018 um 0,2 Prozentpunkte nach oben korrigiert und für den Zeitraum danach unverändert belassen. Gründe für die Aufwärtskorrektur der Gesamtinflation für 2018 sind die stärkere Dynamik des am HVPI gemessenen Auftriebs der Energie- und Nahrungsmittelpreise angesichts der jüngsten unerwartet positiven Daten bei diesen Komponenten, Annahmen höherer Ölpreise und aufwärtsgerichtete Effekte aus Energie- und Tabaksteuern. Die HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie wurde, teils aufgrund der jüngsten unerwartet negativen Daten, auf kurze Sicht nach unten korrigiert.

3 Haushaltsaussichten

Der finanzpolitische Kurs im Euroraum dürfte über den Projektionszeitraum hinweg im Durchschnitt weitgehend neutral bleiben. Die Messgröße für den finanzpolitischen Kurs ist die Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos nach Abzug der staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor. Im Jahr 2017 werden Senkungen direkter Steuern und höhere Transferzahlungen an private Haushalte durch höhere indirekte Steuern und ein verhalteneres Wachstum der staatlichen Konsumausgaben vollständig neutralisiert. 2018 wird der finanzpolitische Kurs vor allem durch Senkungen von direkten Steuern und Sozialbeiträgen und der Erwartung auf ein dynamischeres Wachstum der öffentlichen Investitionen geprägt sein, wobei höhere indirekte Steuern und ein gedämpfter Anstieg der Transferzahlungen an private Haushalte nur teilweise neutralisierend wirken. Der finanzpolitische Kurs dürfte von 2019 bis 2020 im Durchschnitt ebenfalls neutral ausfallen.

Die Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte werden den Projektionen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg abnehmen. Der Projektion des finanzpolitischen Kurses zufolge wird sich das Defizit der öffentlichen Haushalte über den Projektionszeitraum hinweg allmählich verringern, was in erster Linie einer Verbesserung der konjunkturellen Komponente sowie geringeren Zinszahlungen zuzuschreiben ist. Der konjunkturbereinigte Primärsaldo dürfte über den Projektionszeitraum hinweg stabil bleiben. Die öffentliche Schuldenquote wird im

Projektionszeitraum angesichts eines günstigen Zins-Wachstums-Differenzials⁷ und des Primärüberschusses voraussichtlich weiter sinken. Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2017 bleiben die Aussichten für das Haushaltsdefizit weitgehend unverändert, während die Schuldenquote etwas niedriger ausfällt. Dies ist vor allem auf das günstigere Zins-Wachstums-Differenzial in den Jahren 2018 und 2019 zurückzuführen.

Kasten 4

Sensitivitätsanalysen

Die Projektionen stützen sich maßgeblich auf technische Annahmen hinsichtlich der Entwicklung bestimmter Schlüsselgrößen. Da Letztere zum Teil einen großen Einfluss auf die Projektionen für das Eurogebiet haben können, lassen sich aus einer Untersuchung der Sensitivität der Projektionen in Bezug auf divergierende Entwicklungen der zugrunde liegenden Annahmen Aussagen über die Risiken gewinnen, mit denen die Projektionen behaftet sind. In diesem Kasten werden die Unwägbarkeiten einiger wesentlicher zugrunde liegender Annahmen und die Sensitivität der Projektionen in Bezug auf diese Annahmen erörtert.

1) Divergierende Entwicklung des Ölpreises

Alternative Ölpreismodelle weisen darauf hin, dass die Ölpreise über den Projektionszeitraum höher sein könnten als in Öfterminkontrakten impliziert. Die den Basisprojektionen zugrunde liegenden technischen Annahmen für die Ölpreisentwicklung prognostizieren auf Basis der Terminmärkte einen Abwärtstrend der Ölpreise. Danach dürfte der Preis für Rohöl der Sorte Brent bis Ende des Jahres 2020 bei rund 57 USD pro Barrel liegen. Diese in Öfterminkontrakten implizierte Entwicklung steht im Einklang mit einer moderaten Zunahme der weltweiten Ölnachfrage im Zuge der sich mäßig verfestigenden Erholung der Weltwirtschaft. Auf der Angebotsseite floss die am 30. November erzielte Verlängerung der Vereinbarung zwischen OPEC- und bedeutenden Nicht-OPEC-Produzenten höchstwahrscheinlich in die Markterwartungen ein, auch wenn sie nach Redaktionsschluss (22. November) erfolgte. Allerdings dürfte die Drosselung bei der konventionellen Ölförderung durch den Ausbau der Schieferölförderung in den Vereinigten Staaten teilweise ausgeglichen werden. Eine Kombination alternativer, von Experten des Eurosystems verwendeter Modelle⁸ zur Projektion der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg deutet auf einen stärkeren Anstieg der Ölpreise hin als in den technischen Annahmen unterstellt. Dies ist Ausdruck einer sich schneller als erwartet vollziehenden Annäherung von Angebot und Nachfrage. Das Eintreten einer divergierenden Entwicklung, bei der die Ölpreise um 11 Prozentpunkte über den entsprechenden Annahmen im Basisszenario bis 2020 lägen, würde das Wachstum des realen BIP leicht dämpfen und einen etwas rascheren Anstieg der HVPI-Inflation mit sich bringen (um jeweils 0,2 Prozentpunkte in den Jahren 2019 und 2020).

2) Divergierende Entwicklung des Wechselkurses

Diese Sensitivitätsanalyse untersucht die Auswirkungen eines weiteren Anstiegs des Euro-Wechselkurses. Eine mögliche Ursache für ein Aufwertungsrisiko ist eine stärker als erwartet

⁷ Das Zins-Wachstums-Differenzial errechnet sich aus der Differenz zwischen der nominalen effektiven Verzinsung der Staatsverschuldung und der Wachstumsrate des nominalen BIP.

⁸ Siehe die im Aufsatz „Ölpreisprognosen“ vorgestellte Vier-Modelle-Kombination (EZB, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 4, 2015).

ausfallende konjunkturelle Erholung im Euroraum. Das Szenario basiert auf dem 75. Perzentil der Verteilung der risikoneutralen Dichten, die aus Optionen für den USD/EUR-Wechselkurs am 22. November 2017 gewonnen wurde. Der Annahme zufolge wird der Euro gegenüber dem US-Dollar allmählich auf einen Wechselkurs von 1,36 USD/EUR im Jahr 2020 aufwerten. Damit läge er rund 16 Prozentpunkte über der im Basisszenario für 2020 geltenden Annahme. Die entsprechende Annahme für den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro spiegelt historische Regelmäßigkeiten wider. Danach entsprechen Änderungen des USD/EUR-Wechselkurses Änderungen des effektiven Wechselkurses mit einer Elastizität von 52 %. In diesem Szenario deuten die Ergebnisse einer Reihe von makroökonomischen Modellen, die von Experten entwickelt wurden, im Durchschnitt auf ein um 0,2 Prozentpunkte (2018), 0,6 Prozentpunkte (2019) und 0,2 Prozentpunkte (2020) niedrigeres Wachstum des realen BIP hin. Die HVPI-Inflation läge demnach 2018 um 0,2 Prozentpunkte, 2019 um 0,5 Prozentpunkte und 2020 um 0,6 Prozentpunkte unter den Annahmen im Basisszenario. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Schätzungen der Auswirkungen auf Wachstum und Teuerung nur für den Fall eines rein exogenen Wechselkursschocks gelten.

Kasten 5

Prognosen anderer Institutionen

Sowohl von internationalen als auch von privatwirtschaftlichen Organisationen liegt eine Reihe von Prognosen für das Euro-Währungsgebiet vor. Diese Prognosen sind jedoch untereinander bzw. mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen nicht vollständig vergleichbar, da sie zu verschiedenen Zeitpunkten fertiggestellt wurden. Darüber hinaus verwenden sie unterschiedliche (teilweise nicht spezifizierte) Methoden zur Ableitung von Annahmen über fiskalische, finanzielle und außenwirtschaftliche Variablen (einschließlich Öl- und sonstiger Rohstoffpreise). Schließlich werden bei den verschiedenen Prognosen auch unterschiedliche Methoden der Kalenderbereinigung angewandt (siehe nachfolgende Tabelle).

Wie aus der Tabelle hervorgeht, liegen die derzeit verfügbaren Projektionen anderer Institutionen zum Wachstum des realen BIP und zur HVPI-Inflation innerhalb der Bandbreiten der von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen (siehe die in Klammern angegebenen Werte in der Tabelle).

Vergleich der Prognosen zum Wachstum des realen BIP und zur HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegenüber Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	BIP-Wachstum			HVPI-Inflation		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen	Dezember 2017	2,3	1,9	1,7	1,4	1,5	1,7
		[1,7–2,9]	[0,9–2,9]	[0,6–2,8]	[0,9–1,9]	[0,7–2,3]	[0,8–2,6]
Europäische Kommission	November 2017	2,1	1,9	–	1,4	1,6	–
OECD	November 2017	2,1	1,9	–	1,5	1,7	–
Euro Zone Barometer	November 2017	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
Consensus Economics Forecasts	Dezember 2017	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	Oktober 2017	1,9	1,7	–	1,4	1,6	–
IWF	Oktober 2017	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Quellen: Herbstprognose 2017 der Europäischen Kommission; IWF, World Economic Outlook, 10. Oktober 2017; OECD, Wirtschaftsausblick, November 2017; Prognosen von Consensus Economics, Dezember 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, November 2017; Survey of Professional Forecasters der EZB, Oktober 2017.

Anmerkungen: Sowohl die von Experten des Eurosystems und der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen als auch die OECD-Prognosen verwenden arbeitstäglich bereinigte Jahreswachstumsraten, während die Europäische Kommission und der IWF jährliche Zuwachsraten heranziehen, die nicht um die Zahl der Arbeitstage pro Jahr bereinigt werden. Andere Prognosen enthalten keine Angaben dazu, ob arbeitstäglich bereinigte oder nicht arbeitstäglich bereinigte Daten ausgewiesen werden.

© Europäische Zentralbank, 2017

Postanschrift: 60640 Frankfurt am Main, Deutschland
 Telefon: +49 69 1344 0
 Website: www.ecb.europa.eu

Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.

ISSN 2529-4652 (pdf)
 EU-Katalognummer QB-CF-17-002-DE-N (pdf)