



März 2017

Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet¹

Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet dürfte sich weiter festigen, und zwar in einem Tempo, das die bisherigen Erwartungen leicht übertrifft. Dazu dürften im Projektionszeitraum die erwartete weltweite Konjunkturbelebung und die robuste Binnennachfrage beitragen, die von dem äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurs, den erzielten Fortschritten beim sektorübergreifenden Schuldenabbau und der anhaltenden Erholung am Arbeitsmarkt gestützt werden.

Der jüngste Anstieg des Ölpreises wird voraussichtlich dazu führen, dass die HVPI-Inflation im laufenden Jahr bei durchschnittlich 1,7 % liegt. Der zugrunde liegende Inflationsdruck dürfte jedoch im Projektionszeitraum nur allmählich zunehmen.

1 Realwirtschaft

Kurzfristige Indikatoren deuten auf ein anhaltend kräftiges Wachstum in naher Zukunft hin. Das reale BIP stieg im vierten Quartal 2016 um 0,4 %. Die Erholung im Euroraum gewinnt an Breite, sowohl sektoren- als auch länderübergreifend. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich mit einem etwas stärker als erwarteten Rückgang der Arbeitslosenquoten in den letzten Monaten weiter verbessert. Während die Indikatoren für die wirtschaftspolitische Unsicherheit anzogen, befinden sich die Indikatoren für die finanzielle und wirtschaftliche Unsicherheit weiterhin auf einem niedrigen Niveau (siehe Kasten 1). Darüber hinaus ist das Vertrauen gestiegen, was auf ein robustes Wachstum in der ersten Jahreshälfte 2017 hindeutet.

Für den Projektionszeitraum wird erwartet, dass das reale BIP 2017 um 1,8 %, 2018 um 1,7 % und 2019 um 1,6 % steigt. Wichtigste Triebfeder der Erholung ist seit Mitte 2013 die Binnennachfrage, einschließlich eines kräftigen privaten Konsums

¹ Diese von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen fließen in die Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat ein. Die von Experten der EZB oder des Eurosystems erstellten Projektionen werden nicht vom EZB-Rat verabschiedet und spiegeln nicht notwendigerweise die Ansichten des EZB-Rats 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 14. Februar 2017 (siehe Kasten 2). Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen sonstigen Daten war der 20. Februar 2017; eine Ausnahme bilden die am 23. Februar veröffentlichten vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für Deutschland, die berücksichtigt wurden. Die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen beziehen sich auf den Zeitraum 2016 bis 2019. Bei der 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.

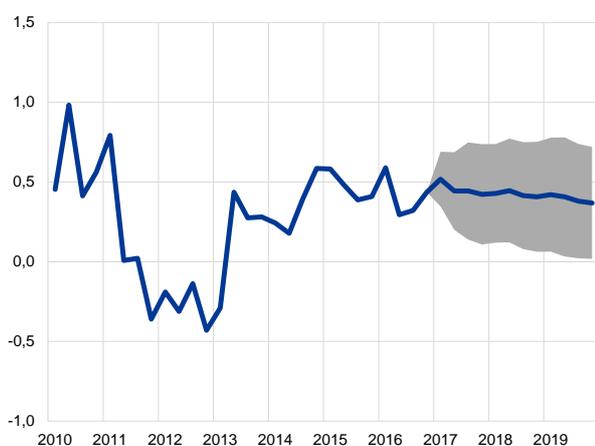
und eines positiven Beitrags der Investitionstätigkeit. Im Projektionszeitraum dürfte eine Reihe von Faktoren die Binnennachfrage weiter begünstigen, unterstützt durch die sehr akkommodierende Geldpolitik der EZB. Die Exporte des Euroraums dürften im Projektionszeitraum aufgrund einer erwarteten Erholung des Welthandels und der jüngsten Abschwächung des Euro-Wechselkurses zunehmen.

Abbildung 1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen¹⁾

(Quartalswerte)

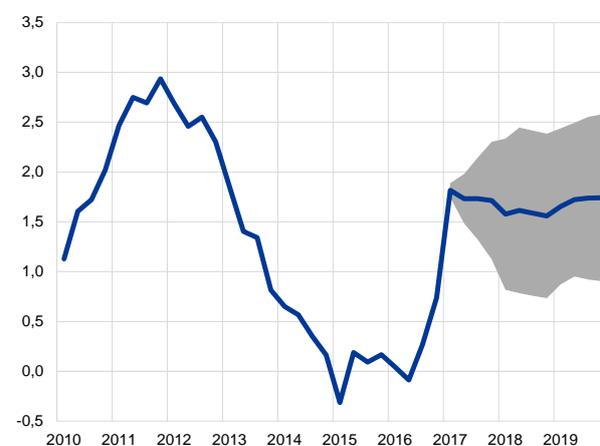
Reales BIP des Euro-Währungsgebiets²⁾

(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.

Kasten 1

Die Bedeutung der wirtschaftspolitischen Unsicherheit für die wirtschaftlichen Aussichten im Euro-Währungsgebiet

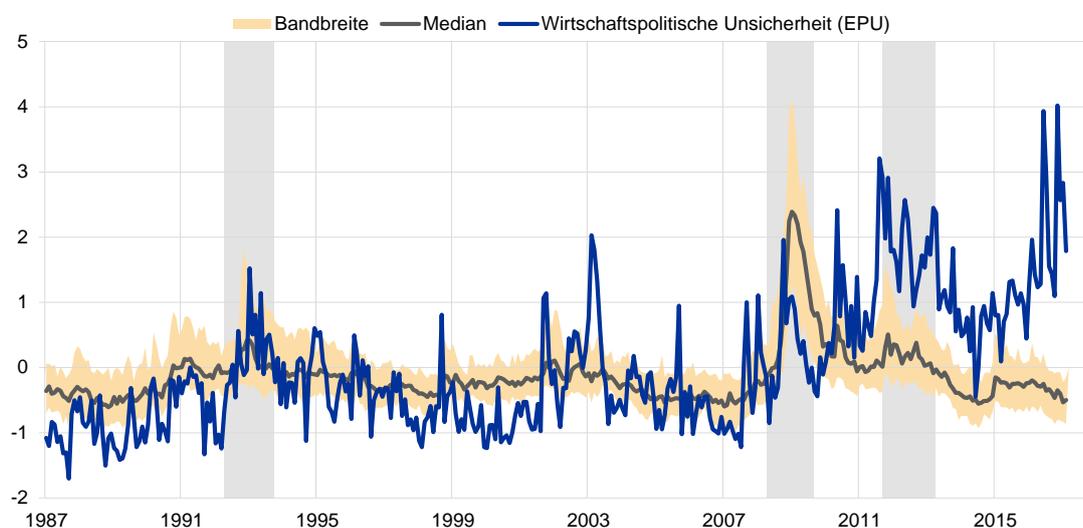
Eine Messgröße für die wirtschaftspolitische Unsicherheit (Economic Policy Uncertainty – EPU) ist in den letzten Monaten kräftig angestiegen.² Dies dürfte auf den Ausgang des Referendums im Vereinigten Königreich über den Austritt aus der EU und das Ergebnis der Präsidentschaftswahl in den USA zurückzuführen sein. Zuletzt könnte der Indikator auch die Ungewissheit im Zusammenhang mit den bevorstehenden Wahlen in mehreren Ländern des Euroraums widerspiegeln. Der vorliegende Kasten befasst sich mit dem EPU-Indikator und betrachtet diesen im Kontext weiterer Unsicherheitsindikatoren. Im Ergebnis wird die Bedeutung des EPU-Indikators für die wirtschaftlichen Aussichten als derzeit eher gering eingeschätzt.

² Der EPU-Indikator erfasst die Häufigkeit von Artikeln in führenden Zeitungen, die die Worte „unsicher“ oder „Unsicherheit“ und „wirtschaftlich“ oder „Volkswirtschaft“ sowie einen Begriff aus einer Reihe von Schlüsselwörtern (wie etwa „Defizit“ oder „Regulierung“) enthalten. Weitere Einzelheiten finden sich in S. Baker, N. Bloom und S. Davis, *Measuring economic policy uncertainty*, Working Paper Series des NBER, Nr. 21633, Oktober 2015.

Grundsätzlich kann sich eine hohe wirtschaftspolitische Unsicherheit nachteilig auf die Konjunktur auswirken, da sie Unternehmen möglicherweise dazu verleitet, Investitionsentscheidungen hinauszuzögern oder zurückzunehmen, bis die Unsicherheit nachgelassen hat. Auf ähnliche Weise kann sich Unsicherheit negativ auf die Entscheidungen der privaten Haushalte in Bezug auf größere Anschaffungen auswirken. Eine hohe Unsicherheit kann ferner dazu führen, dass private Haushalte vermehrt aus Vorsichtsgründen sparen. Unsicherheit kann sich durch einen Anstieg der Finanzierungskosten infolge höherer Risikoprämien negativ auf die Konjunktur auswirken und den Anreiz für Banken verringern, Kredite an private Haushalte und Unternehmen zu vergeben.³

Ausgewählte Messgrößen der Unsicherheit im Euro-Währungsgebiet

(Standardabweichung vom Mittelwert)



Quellen: Baker/Bloom/Davis; Consensus Economics; Eurostat; Europäische Kommission; EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkungen: Die grauen Bereiche stellen die vom Centre for Economic Policy Research (CEPR) identifizierten Rezessionen im Euroraum dar. Die Bandbreite stellt das 25. bis 75. Perzentil von rund 130 geschätzten Unsicherheitsindikatoren für den Euroraum dar. Die Indikatoren messen die finanzielle, wirtschaftliche und wirtschaftspolitische Unsicherheit sowie die Prognoseunsicherheit.

Wenngleich die wirtschaftspolitische Unsicherheit in letzter Zeit zugenommen hat, scheinen die jüngsten wirtschaftlichen Entwicklungen im Euroraum robuster geworden zu sein. Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet ist breiter angelegt als frühere Erholungen⁴; sie basiert außerdem in erster Linie auf der Binnennachfrage und ist deshalb weniger anfällig für externe Schocks. Darüber hinaus sind alle institutionellen Sektoren derzeit robuster als vor der Krise, da die Verschuldungsquoten auf ein tragfähigeres Niveau gesenkt wurden. Das Vertrauen der privaten Haushalte und Unternehmen ist weiterhin hoch, und die Finanzmärkte scheinen keine beträchtlichen Extremrisiken eingepreist zu haben.

Derzeit besteht eine erhebliche Kluft zwischen einer erhöhten wirtschaftspolitischen Unsicherheit und einem eher niedrigen Niveau anderer wirtschaftlicher und finanzieller Unsicherheitsindikatoren. Die Abbildung zeigt den Median von rund 130 geschätzten Unsicherheitsmessgrößen für den Euroraum, das 25. bis 75. Perzentil dieser Messgrößen sowie

³ Eine Erläuterung verschiedener Transmissionskanäle der Unsicherheit findet sich in N. Bloom, Fluctuations in uncertainty, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 28, Nr. 2, 2014, S. 153–176.

⁴ Siehe EZB, Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet verbreitert sich, Kasten 1, Wirtschaftsbericht 1/2017.

den EPU-Indikator.⁵ Der Median aller Messgrößen hat gegenüber einzelnen Unsicherheitsmessgrößen den Vorteil, dass verschiedene Unsicherheitsdimensionen besser erfasst werden; die Breite des 25. bis 75. Perzentil trägt der Unsicherheit im Zusammenhang mit diesen Unsicherheitsindikatoren Rechnung und lässt Ausreißer unberücksichtigt. Es zeigt sich, dass der Median sowie das 25. bis 75. Perzentil der Unsicherheitsmessgrößen für den Euroraum derzeit auf eine geringe Unsicherheit hindeuten. Der EPU-Indikator erweist sich hingegen zum gegenwärtigen Zeitpunkt als Ausreißer, mehr noch als in den letzten sechs Jahren.

Der EPU-Indikator liefert gegenwärtig möglicherweise kein zuverlässiges Signal für eine erhöhte Unsicherheit. Erstens unterscheidet der EPU-Indikator nicht zwischen Unsicherheit im Zusammenhang mit inländischer Politik und Unsicherheit im Zusammenhang mit ausländischer Politik. Dass Unternehmen und Verbraucher zwischen inländischen und ausländischen Quellen der Unsicherheit unterscheiden und sich hauptsächlich auf die inländischen Quellen konzentrieren, könnte den relativ losen Zusammenhang zwischen dem EPU-Indikator und anderen Messgrößen der Unsicherheit sowie die begrenzte empirische Relevanz des EPU-Indikators für die Vorhersage wirtschaftlicher Trends im Euroraum erklären. Zweitens beruht der EPU-Indikator auf Artikeln aus lediglich zwei führenden Zeitungen je Land; diese kleine Stichprobe ist möglicherweise nicht repräsentativ für die Wahrnehmung der breiten Öffentlichkeit. Drittens ist der EPU-Indikator viel volatil als andere Messgrößen und weist oft Ausschläge auf, wenn sich andere Indikatoren weiter moderat entwickeln oder die Konjunktur offensichtlich unbeeinflusst geblieben ist. All dies gibt Anlass zu Vorsicht beim Einsatz dieses Indikators zur Prognose wirtschaftlicher Entwicklungen.⁶

Der Anstieg der privaten Konsumausgaben dürfte über den Projektionszeitraum hinweg robust bleiben. Das Verbrauchervertrauen hat sich in den letzten Monaten auf einem erhöhten Niveau gehalten. Maßgeblich hierfür waren Erwartungen einer besseren allgemeinen Wirtschaftsentwicklung und einer günstigeren persönlichen Finanzlage. Wird auch die Aufhellung an den Arbeitsmärkten berücksichtigt, so ist auf kurze Sicht eine weitere Zunahme des privaten Verbrauchs zu erwarten.

Das Wachstum des nominal verfügbaren Einkommens bleibt robust. Der Beitrag der Bruttolöhne und -gehälter zum nominal verfügbaren Einkommen dürfte über den Projektionszeitraum hinweg steigen.

Günstige Kreditvergabebedingungen der Banken, die durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB gestützt werden, sollten dem Wachstum des privaten Konsums zugutekommen. Da sich das niedrige Zinsniveau sowohl in den Zinserträgen als auch in den Zinszahlungen privater Haushalte niederschlägt, bewirkt es tendenziell eine Umverteilung von Nettosparern zu Nettoschuldnern. Da Nettoschuldner üblicherweise eine höhere marginale Konsumneigung haben, sollten

⁵ Ein Überblick findet sich in: EZB, Auswirkungen von Unsicherheit auf die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 8/2016. Siehe auch A. Haddow, C. Hare, J. Hooley und T. Shakir, Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?, Quarterly Bulletin, Zweites Quartal, Bank of England, 2013.

⁶ Siehe K. Forbes, Uncertainty about uncertainty, Rede bei der J.P. Morgan Cazenove "Best of British" Conference, London, 23. November 2016. Forbes zieht für das Vereinigte Königreich ähnliche Schlussfolgerungen.

die aggregierten privaten Konsumausgaben zusätzlich begünstigt werden. Fortschritte beim Schuldenabbau und die prognostizierte Zunahme des Nettovermögens der privaten Haushalte – in der sich der weitere Anstieg der Wohnimmobilienpreise widerspiegelt – dürften den Konsum zusätzlich beflügeln.

Das real verfügbare Einkommen wird jedoch durch die höheren Ölpreise belastet, auch wenn die Auswirkungen auf den Konsum teilweise durch die Konsumglättung ausgeglichen werden dürften. Die Sparquote nahm zwischen Mitte 2015 und Mitte 2016 zu, da private Haushalte einen Teil der ölpreisbedingten Mehreinkünfte zur Seite legten. Dieser temporäre Effekt dürfte seit der zweiten Jahreshälfte 2016 nachgelassen haben und – verstärkt durch den jüngsten Anstieg der Ölpreise – im Jahresverlauf 2017 weiter abflauen. Für den restlichen Projektionszeitraum wird mit einer stabilen Sparquote gerechnet. Dies liegt darin begründet, dass der Abwärtsdruck, der sich aus der sinkenden Arbeitslosigkeit, den besseren Kreditbedingungen und dem niedrigen Zinsniveau ergibt, durch den aus dem weiterhin notwendigen Schuldenabbau und der prozyklischen Konsumglättung resultierenden Aufwärtsdruck ausgeglichen wird.

Kasten 2

Technische Annahmen im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise

Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2016 enthalten die technischen Annahmen etwas höhere langfristige Zinssätze, deutlich höhere Ölpreise in US-Dollar sowie eine leichte Abwertung des effektiven Euro-Wechselkurses. Die technischen Annahmen zu den Zinssätzen und Rohstoffpreisen beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss war der 14. Februar 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 Durchschnittsniveau von -0,3 % für 2017, von -0,2 % für 2018 und von 0,0 % für 2019. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 1,3 % im laufenden, 1,6 % im nächsten und 1,9 % im übernächsten Jahr.⁷ Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2016 bleiben die Markterwartungen hinsichtlich des Niveaus der Kurzfristzinsen unverändert, während die Erwartungen hinsichtlich der Langfristzinsen um 10 bis 20 Basispunkte nach oben korrigiert worden sind. Aufgrund der Entwicklung der Terminzinsen und des allmählichen Durchwirkens von Marktziinsänderungen auf die Kreditzinsen dürften die zusammengefassten Bankzinsen für Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Euroraum 2017 weitgehend unverändert bleiben und 2018 sowie 2019 leicht anziehen.

Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird anhand der von den Terminmärkten nach dem Durchschnitt der zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss am 14. Februar abgeleiteten Entwicklung angenommen, dass der Preis für Rohöl der Sorte Brent von 44,0 USD im Jahr 2016 auf 56,4 USD

⁷ 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 fortgeschrieben anhand eines Zukunftsprofils, 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.

im Jahr 2017 und 56,5 USD im Jahr 2018 steigt. 2019 dürfte er auf 55,9 USD fallen (jeweils pro Barrel). Das bedeutet, dass sich die auf US-Dollar lautenden Ölpreise gegenüber den Projektionen vom Dezember 2016 im Jahr 2017 um 14,3 %, 2018 um 7,3 % und 2019 um 2,5 % erhöhen würden. Den Annahmen zufolge werden die Preise für Rohstoffe ohne Energie in US-Dollar 2017 deutlich anziehen und danach in geringerem Ausmaß weiter steigen.⁸

Es wird angenommen, dass die bilateralen Wechselkurse über den Projektionshorizont hinweg unverändert auf dem Durchschnittsniveau bleiben, das im Zweiwochenzeitraum bis zum Redaktionsschluss am 14. Februar vorherrschte. Dies impliziert einen durchschnittlichen USD/EUR-Wechselkurs von 1,07 im Zeitraum 2017 bis 2019 gegenüber 1,09 in den Projektionen vom Dezember 2016. Der effektive Wechselkurs des Euro (gegenüber 38 Handelspartnern) im Zeitraum 2017 bis 2019 ist 1,3 % niedriger, als in den Projektionen vom Dezember 2016 angenommen.

Technische Annahmen

	März 2017				Dezember 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.)	0,8	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Ölpreis (in USD/Barrel)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
USD/EUR-Wechselkurs	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-38) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

Die Erholung der Wohnungsbauminvestitionen im Eurogebiet dürfte anhalten.

Der Wohnungsbau hat sich im Jahr 2016, gestützt durch den starken Anstieg des verfügbaren Einkommens und die günstigen Finanzierungsbedingungen, deutlich erholt. Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich die Erholung der Wohnungsbauminvestitionen angesichts des projizierten Wachstums des nominal verfügbaren Einkommens, der sehr niedrigen Hypothekenzinsen und begrenzter Anlagealternativen fortsetzen. Für diesen positiven Ausblick für Wohnungsbauminvestitionen sprechen auch die steigende Anzahl der Baugenehmigungen und die zunehmende Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten vor dem Hintergrund besserer Kreditvergabebedingungen der Banken. Darüber hinaus scheinen die Anpassungsprozesse an den Wohnimmobilienmärkten einiger Länder des Euroraums abgeschlossen zu sein, sodass die Preise in mehreren Ländern wieder ansteigen. Dennoch dürften die hohe Arbeitslosigkeit und der noch erforderliche Schuldenabbau in einigen Ländern die Wohnungsbauminvestitionen weiterhin bremsen. In anderen Ländern haben die Wohnungsbauminvestitionen im

⁸ Die Annahmen bezüglich der Öl- und Nahrungsmittelpreise beruhen auf den Terminkontraktpreisen bis Ende des Projektionszeitraums. Für die übrigen, nicht zum Energiesektor gehörenden Rohstoffe wird davon ausgegangen, dass deren Preise bis zum ersten Quartal 2018 den Terminkontraktpreisen folgen und sich anschließend der globalen Konjunktur entsprechend entwickeln werden.

Verhältnis zum verfügbaren Einkommen bereits einen hohen Stand erreicht, was neben einer ungünstigen demografischen Entwicklung zu einer Abschwächung der Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen beiträgt.

Die Unternehmensinvestitionen dürften anziehen. Die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen wird den Erwartungen zufolge durch die im Folgenden aufgeführten Faktoren gestützt: Das Unternehmerv Vertrauen hat angesichts positiver Produktionserwartungen, zunehmender Auftragseingänge und einer Trendwende bei den Verkaufspreiserwartungen weiter zugenommen; die Kapazitätsauslastung liegt über dem durchschnittlichen Vorkrisenniveau; die Finanzierungsbedingungen sind nach wie vor sehr günstig; die Inlandsnachfrage dürfte robust bleiben und die Außennachfrage zunehmen; nach Jahren verhaltener Investitionstätigkeit besteht die Notwendigkeit zur Modernisierung des Kapitalstocks; und Gewinnzuschläge dürften vor dem Hintergrund eines bereits liquiditätsstarken Sektors nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften steigen. Darüber hinaus ist die durchschnittliche Verschuldungsquote (Verhältnis der Schulden zum Gesamtvermögen) im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aufgrund der kräftigen Erholung der Aktienkurse in den vergangenen Jahren und des moderaten Wachstums der Fremdfinanzierung auf einen historischen Tiefstand gesunken. Allerdings wird die Erholung der Unternehmensinvestitionen nach wie vor durch starre Gütermärkte, Erwartungen eines niedrigeren Potenzialwachstums als in der Vergangenheit und des noch erforderlichen Schuldenabbaus in einigen Ländern des Euroraums gebremst werden. Die schlechte Ertragslage der Banken und der immer noch große Bestand an notleidenden Krediten in den Bankbilanzen beeinträchtigen zudem einige Bankensektoren in mehreren Ländern weiterhin in ihrer Intermediationsfunktion.

Kasten 3

Das außenwirtschaftliche Umfeld

Die Erholung des Weltwirtschaftswachstums dürfte sich fortsetzen. Die jüngsten Datenveröffentlichungen bestätigen die erwartete Erholung der Wirtschaftstätigkeit in der zweiten Jahreshälfte 2016 und deuten auf ein anhaltendes Wachstum in der kurzen Frist hin. Sowohl bei den fortgeschrittenen als auch bei den aufstrebenden Volkswirtschaften ergibt sich allerdings ein recht uneinheitliches Bild. Was die fortgeschrittenen Volkswirtschaften betrifft, so sollten die günstigen Finanzierungsbedingungen, die Aufhellung an den Arbeitsmärkten und die konjunkturpolitischen Impulse der Wirtschaftstätigkeit in den Vereinigten Staaten zugutekommen, während der mittelfristige Wachstumsausblick des Vereinigten Königreichs durch die erhöhte Unsicherheit getrübt werden und das Wachstumstempo in Japan weiterhin moderat ausfallen dürfte. In den aufstrebenden Volkswirtschaften wird das Weltwirtschaftswachstum hauptsächlich durch das robuste Wachstum in einigen großen Volkswirtschaften sowie das allmähliche Nachlassen der starken Rezession in einigen der größeren Rohstoffexportländer gestützt. Die allmähliche konjunkturelle Abschwächung in China hingegen hat weiterhin einen dämpfenden Effekt. Die Auswirkungen des Ölpreisanstiegs auf die Weltwirtschaft dürften insgesamt begrenzt bleiben. Er verleiht der Konjunktur in erdölproduzierenden Ländern zwar gewisse Impulse, diese Volkswirtschaften haben aber angesichts des deutlichen Ölpreisrückgangs seit 2014 noch einen beträchtlichen Anpassungsbedarf (einschließlich Haushaltskonsolidierung). Zugleich wird erwartet, dass die Verbraucher in den rohstoffimportierenden Ländern einen Teil des Schocks über niedrigere

Sparquoten absorbieren. Den Projektionen zufolge beschleunigt sich das Weltwirtschaftswachstum (ohne Euro-Währungsgebiet) von 3,1 % im Jahr 2016 auf 3,5 % im Jahr 2017 und auf 3,8 % in den Jahren 2018 und 2019. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2016 wurden die Zahlen geringfügig nach oben korrigiert.

Das außenwirtschaftliche Umfeld

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	März 2017				Dezember 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Globales reales BIP (ohne Euro-Währungsgebiet)	3,1	3,5	3,8	3,8	3,0	3,5	3,7	3,8
Welthandel (ohne Euro-Währungsgebiet) ¹⁾	1,2	3,4	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7	3,8
Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets ²⁾	1,6	2,8	3,4	3,5	1,5	2,4	3,4	3,6

1) Berechnet als gewichteter Durchschnitt der Importe.

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

Der Welthandel hat sich in der zweiten Jahreshälfte 2016 belebt und dürfte seine Dynamik über den Projektionszeitraum hinweg beibehalten. Auf mittlere Sicht sollte der Welthandel im Einklang mit der Erholung der Weltwirtschaft zunehmen (siehe Tabelle). Im Vergleich zu den Projektionen vom Dezember 2016 wurde die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums für 2017 um 0,4 Prozentpunkte nach oben korrigiert und blieb danach weitgehend unverändert.

Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums dürften durch die Erholung der weltweiten Nachfrage und den etwas schwächeren Euro-Wechselkurs gestützt werden.

Die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums wird den Projektionen zufolge seine jüngste Dynamik über den gesamten Projektionszeitraum hinweg beibehalten, da die Importnachfrage sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften (einschließlich Russland und Brasilien) zunimmt. Ein verhaltenes Importwachstum im Vereinigten Königreich dürfte die Dynamik der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums jedoch dämpfen. Insgesamt liegen die projizierten Wachstumsraten für die Auslandsnachfrage weiterhin deutlich unter den vor der Krise verzeichneten Werten. Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums dürften die Dynamik der Auslandsnachfrage aufgrund des schwächeren Euro-Wechselkurses vor allem 2017 übertreffen. Entsprechend ihrer historischen Elastizität in Relation zur Gesamtnachfrage werden die Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets vermutlich schneller steigen als die Ausfuhren in diese Länder. Es wird mit einem weitgehend stabilen Leistungsbilanzüberschuss von rund 3,1 % bis 3,3 % des BIP über den Projektionszeitraum hinweg gerechnet.

Die negative Produktionslücke dürfte sich vor dem Hintergrund eines nur moderaten Potenzialwachstums über den Projektionszeitraum hinweg stetig verringern.

Das Wachstum des Produktionspotenzials dürfte über den Projektionszeitraum hinweg geringfügig über 1 % liegen und somit deutlich unter dem projizierten tatsächlichen Wachstum des realen BIP von rund 1,7 % bleiben. Die verhaltene Dynamik des Potenzialwachstums spiegelt nach einem längeren Zeitraum historisch niedrigerer Investitionen in erster Linie einen relativ geringen

Beitrag des Produktionsfaktors Kapital wider. Der Beitrag des Produktionsfaktors Arbeit dürfte angesichts einer wachsenden Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter vor dem Hintergrund der Zuwanderung und einer zunehmenden Erwerbsbeteiligung infolge von Strukturreformen steigen. Dennoch wird dieser Beitrag aufgrund der Bevölkerungsalterung etwas unter dem vor der Krise verzeichneten Durchschnitt bleiben. Der Beitrag der totalen Faktorproduktivität dürfte nur geringfügig unter seinem Vorkrisenniveau liegen.

Die Bedingungen an den Arbeitsmärkten des Eurogebiets dürften sich über den Projektionszeitraum hinweg weiter verbessern. Für die Beschäftigung wird über den Projektionszeitraum hinweg ein weiterer Anstieg erwartet, der allerdings allmählich etwas an Dynamik einbüßt. Kurzfristig betrachtet ist dies darauf zurückzuführen, dass einige temporäre Faktoren wegfallen, die sich positiv auf das Beschäftigungswachstum auswirken. Über den restlichen Projektionszeitraum dürfte der Mangel an qualifizierten Arbeitskräften in einigen Ländern in zunehmenden Maße eine Einschränkung darstellen, die sich in einer Abschwächung des Beschäftigungswachstums und einem Anstieg der pro Arbeitnehmer geleisteten Arbeitsstunden niederschlägt. Diese Beschäftigungsentwicklung impliziert eine Beschleunigung des Arbeitsproduktivitätswachstums von 0,4 % im Jahr 2016 auf 0,8 % im Jahr 2019 und spiegelt ein prozyklisches Verlaufsmuster mit einer zunehmenden Auslastung der Faktoren Kapital und Arbeit wider. Die Arbeitslosenquote wird den Erwartungen zufolge weiter zurückgehen, wenn auch langsamer als zuletzt, da das Beschäftigungswachstum stärker an Fahrt verliert als das Wachstum der Erwerbsbevölkerung.

Im Vergleich zu den Projektionen vom Dezember 2016 wurde das Wachstum des realen BIP 2017 und 2018 leicht nach oben korrigiert. Eine auf kurze Sicht etwas stärkere Auslandsnachfrage, der schwächere Euro-Wechselkurs und das günstigere Wirtschaftsklima dürften die nachteiligen Auswirkungen der höheren Ölpreise auf die Wirtschaftstätigkeit mehr als ausgleichen.

2 Preise und Kosten

Die kurzfristigen Aussichten für die Gesamtinflation wurden im Zuge des jüngsten Ölpreisanstiegs deutlich nach oben korrigiert, und es wird nun mit einer Teuerung von durchschnittlich 1,7 % in den Jahren 2017 bis 2019 gerechnet. Die Entwicklung der Energiekomponente und der sonstigen Komponenten verläuft jedoch unterschiedlich. Für den Zeitraum von 2016 bis 2017 wird erwartet, dass die Energiepreise mit 1,2 Prozentpunkten zum Anstieg der HVPI-Inflation beitragen. Ursächlich für die drastische Kehrtwende beim Preisauftrieb für Energie – von stark negativen hin zu deutlich positiven Raten – sind aufwärtsgerichtete Basiseffekte und der jüngste beträchtliche Ölpreisanstieg. Das über den Projektionszeitraum weitgehend flache Profil der Terminkurve für Ölpreise bedeutet jedoch, dass die Energiekomponente 2018 und 2019 einen geringeren positiven Beitrag zur Gesamtinflation leisten wird.

Im Gegensatz hierzu wird damit gerechnet, dass die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel über den Projektionszeitraum hinweg wesentlich langsamer ansteigt. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird 2017 voraussichtlich im Schnitt bei 1,1 % liegen und 2018 sowie 2019 auf 1,5 % bzw. 1,8 % ansteigen. Ein wichtiger Grund für diese allmähliche Zunahme ist der projizierte Anstieg der Lohnstückkosten vor dem Hintergrund der fortschreitenden und sich konsolidierenden Erholung. Eine geringere Unterauslastung am Arbeitsmarkt und eine nachlassende Wirkung krisenbedingter Faktoren, die das Lohnwachstum in den vergangenen Jahren begrenzt haben, dürften zu einem erneuten Anziehen des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und – bei einem voraussichtlich moderateren Produktivitätsanstieg – der Lohnstückkosten führen. Außerdem dürfte die Erholung der Ölpreise indirekt durch höhere Produktionskosten und Auswirkungen auf die Nominallöhne zu diesem aufwärtsgerichteten Kostendruck beitragen. Die Gewinnmargen dürften kontinuierlich zulegen, werden aber durch die höheren Arbeitskosten und die jüngste Verschlechterung der Preisrelation im Außenhandel etwas gedämpft.

Steigende Öl- und Rohstoffpreise (ohne Energie) sind die wichtigsten Bestimmungsfaktoren des Umschwungs beim außenwirtschaftlichen Preisdruck. Vier Jahre lang waren vor allem aufgrund des vergangenen drastischen Einbruchs bei den Rohstoffpreisen rückläufige Einfuhrpreise zu verzeichnen. Im Jahr 2017 dürfte sich die Jahreswachstumsrate der Einfuhrpreise ins Positive kehren. Der Umschwung bei den Einfuhrpreisen liegt vor allem in der Erholung der Öl- und Rohstoffpreise (ohne Energie) begründet. Mit der Zeit dürfte der sukzessiv steigende weltweite Inflationsdruck diese Entwicklung zusätzlich stützen. Neben den Auswirkungen der Rohstoffpreise dürfte eine nachlassende weltweite Kapazitätsunterauslastung zu einem allmählichen Anstieg der globalen Produktionskosten beitragen. Der internationale Preisdruck wird jedoch den Projektionen zufolge aufgrund der weltweit nach wie vor hohen Kapazitätsreserven und des starken Wettbewerbs mit Niedriglohnländern moderat bleiben.

Eine Aufhellung an den Arbeitsmärkten dürfte sich im Projektionszeitraum zunehmend in steigenden Arbeitskosten niederschlagen. Den Projektionen zufolge wird das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer 2016 auf 1,3 % steigen und sich 2019 auf 2,4 % belaufen. Ein wichtiger Faktor für diesen deutlichen Anstieg ist die projizierte Verbesserung der Lage an den Arbeitsmärkten bei zunehmender Verknappung des Arbeitskräfteangebots in einigen Teilen des Euroraums. Darüber hinaus reduziert die zuletzt deutlich gestiegene Inflation, aus der ein drastischer Rückgang des Wachstums der realen Löhne resultierte, in der näheren Zukunft das Risiko negativer Zweitrundeneffekte. In einigen Ländern könnte sich eine höhere Teuerung außerdem im Zeitverlauf positiv auf die Entwicklung der nominalen Löhne auswirken, wenn die Tarifverhandlungen ein wesentliches vergangenheitsorientiertes Element umfassen. Dem Spielraum für aufwärtsgerichtete Effekte einer höheren Inflation auf die Tariflöhne sind 2017 Grenzen gesetzt, da die Tariflöhne für dieses Jahr in mehreren Ländern größtenteils bereits festgeschrieben worden sind. Ferner ist zu berücksichtigen, dass sich in einigen Ländern der Grad der Inflationsindexierung der Löhne in der jüngeren Vergangenheit deutlich verringert hat. Außerdem richten sich die verbleibenden Lohnindexierungssysteme in einigen

Euro-Ländern nach der Inflation ohne Preise für Energieimporte, die bislang nicht nennenswert angezogen hat. Neben den inflationsbedingten Faktoren dürften im Projektionszeitraum in einigen Ländern auch die Notwendigkeit der Lohnzurückhaltung zur Wiedererlangung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit oder die aufgestaute Lohnzurückhaltung allmählich nachlassen und so das Lohnwachstum unterstützen. Angesichts einer voranschreitenden und umfassenderen Konjunkturerholung ist es zudem möglich, dass sich die dämpfenden Effekte der Arbeitsmarktreflexionen, die während der Krise in einigen Ländern des Eurogebiets durchgeführt wurden, abschwächen. Auch sollten die das Lohnwachstum dämpfenden Kompositionseffekte vor dem Hintergrund der fortschreitenden Konjunkturerholung nachlassen, da sich Beschäftigungszuwächse besser auf die Sektoren verteilen dürften, d. h. sie dürften sich weniger auf Sektoren mit geringer Produktivität und daher mit niedrigen Löhnen konzentrieren, als dies in den vergangenen Jahren der Fall war.

Es wird damit gerechnet, dass sich die Gewinnmargen im Projektionszeitraum erneut in ähnlichem oder etwas geringerem Tempo als zuletzt ausweiten. Über den Projektionszeitraum hinweg dürften sie von der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung profitieren. Auf kurze Sicht könnten sich die jüngsten Ölpreisanstiege jedoch dämpfend auf die Gewinnmargen auswirken, da Unternehmen die höheren Kosten womöglich nicht vollständig weitergeben, vor allem weil die Gewinnmargen offenbar auch von dem vorangegangenen Ölpreirückgang profitiert haben. Darüber hinaus wird die Ausweitung der Gewinnmargen im Projektionszeitraum durch den erwarteten Anstieg der Lohnstückkosten abgeschwächt.

Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2016 wurden die Aussichten für die HVPI-Inflation für 2017 deutlich und für 2018 leicht nach oben korrigiert. Grund für die beträchtliche Aufwärtskorrektur des HVPI-Energiepreisauftriebs für 2017 sind höhere als im Dezember 2016 angenommene Ölpreise. Aus einer deutlich flacheren Terminkurve für Ölpreise als in den Projektionen vom Dezember 2016 ergibt sich ab 2018 eine geringfügige Abwärtskorrektur der Energiekomponente. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel hingegen wird für 2018 und 2019 leicht nach oben korrigiert. Ausschlaggebend hierfür sind einige indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte aufgrund höherer Ölpreise sowie einige aufwärtsgerichtete Effekte aufgrund des niedrigeren Wechselkurses des Euro. Diese aufwärtsgerichteten Effekte dürften etwas stärker ausfallen als die Effekte der Abwärtskorrektur der HVPI-Energiepreis-inflation für 2018, und sie dürften die Abwärtskorrektur der Energiekomponente für 2019 weitgehend ausgleichen.

3 Haushaltsaussichten

Der finanzpolitische Kurs dürfte von 2017 bis 2019 weitgehend neutral ausfallen. Die Messgröße für den finanzpolitischen Kurs ist die Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos nach Abzug der staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor. Ausschlaggebend für den leicht expansiven finanzpolitischen Kurs im Jahr 2016 waren diskretionäre finanzpolitische

Maßnahmen. Nicht diskretionäre Faktoren wie etwas geringere nichtsteuerliche Einnahmen spielten eine weniger bedeutende Rolle.

Die öffentlichen Finanzierungsdefizite und Schuldenquoten werden den Projektionen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg zurückgehen.

Weiter sinkende Zinsausgaben sowie die Verbesserung der Konjunkturkomponente werden im Zeitraum von 2017 bis 2018 einen erneuten Rückgang des Haushaltsdefizits nach sich ziehen. Es ist davon auszugehen, dass der konjunkturbereinigte Primärsaldo weitgehend unverändert bleibt. Der allmähliche Abbau des öffentlichen Schuldenstands über den Projektionszeitraum hinweg wird vor allem durch das günstige Zins-Wachstumsdifferenzial gestützt. Auch der projizierte Primärüberschuss dürfte sich günstig auf die erwartete Entwicklung der Verschuldung auswirken.

Gegenüber den im Dezember 2016 veröffentlichten Projektionen sind die Aussichten für die Defizitquote positiver und die Entwicklung der Schuldenquote wurde nach unten korrigiert.

Die besseren Aussichten für das Defizit im Zeitraum von 2017 bis 2019 sind zum Teil auf einen statistischen Überhang aus dem Jahr 2016 zurückzuführen und teilweise auf geringer als erwartet ausfallende Primärausgaben. Grund für die Abwärtskorrektur der Verschuldung im Verhältnis zum BIP sind die oben genannten besseren Haushaltsaussichten und ein größerer Beitrag des Zins-Wachstumsdifferenzials zum Schuldenabbau, vor allem im Jahr 2017, infolge besserer Aussichten für das nominale BIP des Euroraums.

Tabelle 1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet¹⁾

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	März 2017				Dezember 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reales BIP¹⁾	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5-2,1] ²⁾	[0,7-2,7] ²⁾	[0,5-2,7] ²⁾	[1,6-1,8] ²⁾	[1,1-2,3] ²⁾	[0,6-2,6] ²⁾	[0,4-2,8] ²⁾
Private Konsumausgaben	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
Konsumausgaben des Staates	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
Bruttoanlageinvestitionen	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
Ausfuhren³⁾	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
Einfuhren³⁾	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
Beschäftigung	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
Arbeitslosenquote (in % der Erwerbspersonen)	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
HVPI	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4-2,0] ²⁾	[0,9-2,3] ²⁾	[0,8-2,6] ²⁾	[0,2-0,2] ²⁾	[0,8-1,8] ²⁾	[0,7-2,3] ²⁾	[0,9-2,5] ²⁾
HVPI ohne Energie	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
HVPI ohne Nahrungsmittel, Energie und Änderungen indirekter Steuern⁴⁾	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
Lohnstückkosten	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
Arbeitsproduktivität	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Struktureller Haushaltssaldo (in % des BIP)⁵⁾	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Öffentliche Schuldenquote (in % des BIP)	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

1) 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 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.

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 des Monatsberichts vom März 2012 und in Kasten 6 des Monatsberichts vom September 2014.

Kasten 4

Sensitivitäts- und Szenarioanalysen

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. Außerdem werden die Auswirkungen möglicher politischer Maßnahmen der neuen US-Regierung auf die Aussichten für die USA, die Welt und das Euro-Währungsgebiet betrachtet.

1) Divergierende Entwicklung des Ölpreises

Alternative Ölpreismodelle weisen darauf hin, dass die Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg rascher ansteigen könnten als in Terminkontrakten impliziert.

Die den Basisprojektionen zugrunde liegenden technischen Annahmen für die Ölpreisentwicklung prognostizieren auf Basis der Terminmärkte ein vergleichsweise flaches Profil der Ölpreise. Danach dürfte sich der Preis für Rohöl der Sorte Brent bis Ende des Jahres 2019 um eine Marke von 56 USD pro Barrel bewegen. Diese Entwicklung steht im Einklang mit einer moderaten Erholung der weltweiten Ölnachfrage als Folge der Belebung der Weltwirtschaft. Die Terminpreise für Öl scheinen dennoch keine langfristigen Aufwärtseffekte aufgrund der OPEC-Vereinbarung zu enthalten, was mit einem hohen Niveau der Ölreserven in der Nähe ihres Allzeithochs und möglichen Produktionssteigerungen im Bereich der Schieferölförderung zusammenhängen dürfte. Eine Kombination alternativer, von Experten der EZB verwendeter Modelle⁹ zur Projektion der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg deutet aktuell für diesen Zeitraum auf höhere Ölpreise hin als in den technischen Annahmen unterstellt. Das Eintreten einer divergierenden Entwicklung, bei der die Ölpreise die entsprechenden Annahmen im Basisszenario bis 2019 um 12,4 % überträfen, würde das Wachstum des realen BIP leicht dämpfen und eine etwas raschere Zunahme der HVPI-Inflation mit sich bringen (um 0,1 Prozentpunkte im Jahr 2017 und um 0,2 Prozentpunkte in den Jahren 2018 und 2019).

2) Divergierende Entwicklung des Wechselkurses

Diese Sensitivitätsanalyse veranschaulicht die Auswirkungen einer schwächeren Entwicklung des Euro-Wechselkurses im Vergleich zum Basisszenario. Abwärtsrisiken für den Wechselkurs des Euro ergeben sich hauptsächlich daraus, dass die Divergenz der geldpolitischen Kurse beiderseits des Atlantiks stärker ausfallen könnte als derzeit erwartet. Insbesondere wenn der Zielzinssatz für Tagesgeld in den Vereinigten Staaten in größeren Schritten angehoben würde als erwartet, könnte der Euro unter weiteren Abwärtsdruck geraten. Auslöser für solche Zinsschritte könnten vor allem steigende Inflationserwartungen in den USA vor dem Hintergrund einer expansiven Fiskalpolitik und eine angespannte Arbeitsmarktlage sein. Die divergierende Entwicklung des Euro-Wechselkurses basiert auf dem 25. Perzentil der Verteilung der risikoneutralen Dichten, die aus Optionen für den USD/EUR-Wechselkurs am 14. Februar 2017 gewonnen wurde. Dieser Annahme zufolge wird der Euro gegenüber dem US-Dollar allmählich auf

⁹ Siehe die im Aufsatz „Ölpreisprognosen“ vorgestellte Vier-Modelle-Kombination (EZB, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 4, 2015).

einen Wechselkurs von 0,98 USD/EUR im Jahr 2019 abwerten. Damit läge er 7,6 % unter der im Basisszenario für dieses Jahr geltenden Annahme. Die entsprechenden Annahmen für den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro spiegeln historische Regelmäßigkeiten wider. Danach kommen in Änderungen des USD/EUR-Wechselkurses Änderungen des effektiven Wechselkurses mit einer Elastizität von rund 52 % zum Ausdruck. Diese Annahme führt dazu, dass sich der effektive Wechselkurs des Euro allmählich vom Basisszenario entfernt und 2019 schließlich 4 % unter dem Wert im Basisszenario liegt. In diesem Szenario deuten die Ergebnisse einiger makroökonomischer Modelle, die von Experten entwickelt wurden, im Durchschnitt auf ein höheres Wachstum des realen BIP (0,1 bis 0,3 Prozentpunkte pro Jahr) und eine höhere Teuerung nach dem HVPI (0,1 Prozentpunkte im Jahr 2017 und 0,3 bis 0,4 Prozentpunkte in den Jahren 2018 und 2019) hin.

3) Szenarien bezüglich der Politik der neuen US-Regierung – Auswirkungen auf die Aussichten in den USA, weltweit und im Euro-Währungsgebiet

Der Vorschlag der US-Republikaner zur Einführung einer Cashflow-Steuer auf Basis des Bestimmungslandprinzips mit steuerlichem Grenzausgleich (Destination-based Border-adjusted Cash Flow Tax – DBCFT) käme einer grundlegenden Überarbeitung der US-amerikanischen Unternehmensbesteuerung gleich, was weitreichende Folgen für die Aussichten in den USA sowie Ansteckungseffekte weltweit und im Euroraum hätte.¹⁰ Dieses Szenario beschäftigt sich mit den potenziellen Auswirkungen der vorgeschlagenen Steuerreform in den USA, weltweit und in den Volkswirtschaften des Eurogebiets.

Der Vorschlag setzt sich im Wesentlichen aus vier Komponenten zusammen: a) einem Grenzausgleich, d. h. der Steuerabzugsfähigkeit der Ausfuhrerlöse, bei gleichzeitiger Abschaffung der Steuerabzugsfähigkeit der Kosten von Importen; b) einer Abkehr vom Ursprungslandprinzip (bei dem die Unternehmensbesteuerung auf dem Herkunftsland des Unternehmens basiert, bei dem also Unternehmen besteuert werden, deren Vermögen sich in den USA befindet) und der Einführung des Bestimmungslandprinzips (bei dem sich die Unternehmensbesteuerung ausschließlich auf Gewinne aus Veräußerungen in den USA bezieht). Gewinne aus Veräußerungen außerhalb der USA werden also nicht mehr besteuert, unabhängig davon, wo sich das Vermögen des Unternehmens befindet. Diese Änderung würde die Anreize zur Verlagerung von Gewinnen in Steueroasen verringern und die Anreize zur Verlagerung des ausländischen zu versteuernden Einkommens von Unternehmen in die USA erhöhen; c) einer Senkung der Körperschaftsteuer von 35 % auf 20 % und d) steuerlichen Anreizen zu neuen Investitionen in den USA. Dies ermöglicht den vollständigen Abzug von Investitionsausgaben und die Beseitigung der Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen bei der Berechnung der Bemessungsgrundlage für die Körperschaftsteuer.

Durch die Subventionierung von Ausfuhren und die Besteuerung von Einfuhren würde sich die Wettbewerbsfähigkeit der USA deutlich verbessern und die Importnachfrage würde sich verringern, was zu einem Anstieg des BIP der Vereinigten Staaten beitragen könnte.

Allerdings dürfte eine Aufwertung des US-Dollar diese Wirkung teilweise wieder aufheben. Gleichzeitig würde die Inflation in den USA anziehen, da Importeure einen Teil der Zusatzkosten aufgrund der höheren Besteuerung über die inländischen Preise an ihre Kunden weitergeben würden und eine konjunkturelle Belebung sowie eine höhere Beschäftigung den inländischen

¹⁰ Siehe „A better way – our vision for a confident America“, abgerufen am 24. Juni 2016 unter https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf.

Löhnen Auftrieb verleihen würden. Eine höhere Teuerung könnte jedoch zu einem Rückgang der realen privaten Konsumausgaben führen. Insgesamt könnte die Steuerreform eine Neuausrichtung der US-amerikanischen Wirtschaft herbeiführen: Das US-Handelsbilanzdefizit könnte sinken, während das Verbraucherwohl in den USA bei geringerem Konsum der privaten Haushalte zurückginge.

Die Ansteckungseffekte des steuerlichen Grenzausgleichs in der übrigen Welt wären negativ. Zwei entgegengesetzte Effekte, die sich auf die Importnachfrage der USA auswirken würden, kämen zum Tragen. Zum einen würde der konjunkturpolitische Impuls aufgrund des niedrigeren Steuersatzes die US-Nachfrage beleben und folglich auch die Importe erhöhen. Zum anderen würde sich im Zuge der neuen Besteuerung von Einfuhren in die USA die Wettbewerbsfähigkeit von im Ausland produzierten Waren und Dienstleistungen in den USA verringern. Insgesamt dürften die Handelsverzerrungen infolge des steuerlichen Grenzausgleichs die positiven Auswirkungen des konjunkturpolitischen Impulses auf die US-Importe mehr als ausgleichen, wenn sie nicht durch Wechselkursänderungen vollständig aufgehoben werden.

In einem Szenario, das von koordinierten Gegenmaßnahmen als Reaktion auf den steuerlichen Grenzausgleich der USA ausgeht, wäre ein deutlich stärkerer Rückgang des Welthandels zu verzeichnen und der positive Effekt auf die US-amerikanische Wirtschaft würde sich verringern. Angesichts der beträchtlich negativen Auswirkungen der Einführung des steuerlichen Grenzausgleichs auf die Weltwirtschaft lägen Vergeltungsmaßnahmen gegen die Vereinigten Staaten im Bereich des Möglichen. Würden beispielsweise in der übrigen Welt Zölle auf US-amerikanische Güter erhoben, so hätte dies aufgrund eines Verlusts der preislichen Wettbewerbsfähigkeit einen nachteiligen Effekt auf das BIP der USA. Allerdings könnten die negativen Effekte handelspolitischer Vergeltungsmaßnahmen durch den positiven konjunkturpolitischen Einfluss der Senkung des inländischen Steuersatzes in den USA wieder ausgeglichen werden. In diesem Szenario würde es dennoch zu einem deutlich stärkeren Rückgang des Welthandels kommen.

Was die Ansteckungseffekte im Euro-Währungsgebiet betrifft, so würde der wirtschaftliche Nettoeffekt von der Stärke der Transmissionskanäle des von der US-Politik ausgehenden Schocks, den weltweiten Ansteckungseffekten und der politischen Reaktion außerhalb der Vereinigten Staaten abhängen. Blieben Vergeltungsmaßnahmen aus, so hätte dies deutlich negative Folgen für das BIP des Euroraums. Die Preisrelation im Außenhandel würde sich für alle Handelspartner der USA, einschließlich des Eurogebiets, verschlechtern. Insgesamt käme es zu einer geringeren Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Euroraums und niedrigeren Preisen der Konkurrenz, was die Nachfrage nach Exporten des Eurogebiets in Mitleidenschaft ziehen würde.

Bei Vergeltungsmaßnahmen gegen die Vereinigten Staaten fielen die negativen Auswirkungen auf das BIP des Euroraums geringer aus. Der Wettbewerbseffekt der Ausfuhrsubvention auf die US-amerikanische Wirtschaft könnte bis zu einem gewissen Grad durch bilaterale Einfuhrzölle anderer Länder aufgehoben werden. Der unmittelbare negative Effekt infolge der geringeren US-Nachfrage nach Einfuhren dürfte dennoch im Zusammenspiel mit den negativen Wachstumseffekten in der übrigen Welt zu einem Rückgang der Auslandsnachfrage nach Gütern des Eurogebiets und einer Schwächung des BIPs im Euroraum führen.

Weltweite Ansteckungseffekte könnten sich verstärken, wenn es infolge ausgeprägter Wechselkursschwankungen gegenüber dem US-Dollar und restriktiverer

Finanzierungsbedingungen zu gravierenden finanziellen Spannungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften käme. Den zuvor genannten Szenarien liegt die Annahme einer begrenzten Stärkung des US-Dollar und eines Ausbleibens weiterer finanzieller Ansteckungseffekte in den aufstrebenden Volkswirtschaften zugrunde. Sollten sich infolge einer Aufwertung des US-Dollar in diesen Ländern gravierende finanzielle Spannungen ergeben, könnten die weltweiten Ansteckungseffekte deutlich negativer ausfallen.

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 der EZB 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 insgesamt innerhalb der Bandbreiten der von Experten der EZB erstellten Projektionen (siehe Klammern in der Tabelle).

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	BIP-Wachstum			HVPI-Inflation		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Von Experten der EZB erstellte Projektionen	März 2017	1,8	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7
		[1,5-2,1]	[0,7-2,7]	[0,5-2,7]	[1,4-2,0]	[0,9-2,3]	[0,8-2,6]
Europäische Kommission	Februar 2017	1,6	1,8	–	1,7	1,4	–
OECD	März 2017/ November 2016	1,6	1,6	–	1,2	1,4	–
Euro Zone Barometer	Februar 2017	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
Consensus Economics Forecasts	Februar 2017	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
Survey of Professional Forecasters	Januar 2017	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
IWF	Januar 2017/ Oktober 2016	1,6	1,6	–	1,1	1,3	1,5

Quellen: EU-Winterprognose 2017 der Europäischen Kommission; World Economic Outlook des IWF, Aktualisierung vom Januar 2017 (reales BIP); World Economic Outlook des IWF vom Oktober 2016 (HVPI); Zwischenbericht zum Wirtschaftsausblick der OECD vom März 2017 (reales BIP); Wirtschaftsausblick der OECD vom November 2016 (HVPI); Prognosen von Consensus Economics, Februar 2017; Euro Zone Barometer von MJEconomics; Survey of Professional Forecasters der EZB, Januar 2017.

Anmerkung: 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 wurden. 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 2529-4431 (pdf)
 EU-Katalognummer QB-CE-17-001-DE-N (pdf)