



# VON EXPERTEN DES EUROSISTEMS ERSTELLTE GESAMTWIRTSCHAFTLICHE PROJEKTIONEN FÜR DAS EURO- WÄHRUNGSGEBIET VOM DEZEMBER 2015<sup>1</sup>

## 1. AUSSICHTEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET: ÜBERSICHT UND WESENTLICHE ASPEKTE

*Die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet dürfte sich fortsetzen. Das reale BIP wird den Projektionen zufolge 2015 um 1,5 %, 2016 um 1,7 % und 2017 um 1,9 % steigen. Die Gesamtaussichten sind gegenüber den vorangegangenen Projektionen weitgehend unverändert, wobei die Aussichten für die Inlandsnachfrage stärker, die für die Auslandsnachfrage hingegen schwächer sind. Es wird damit gerechnet, dass die Inflation über den Projektionszeitraum auf 1,6 % im Jahr 2017 ansteigt. Die Aussichten für die Teuerungsrate wurden leicht nach unten korrigiert, was hauptsächlich auf den Ölpreisrückgang zurückzuführen ist.*

**Eine Reihe begünstigender Faktoren dürften die von der Binnennachfrage getragene Erholung in den Jahren 2016 und 2017 weiter stützen.** Der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB wirkt weiterhin auf die Wirtschaft durch. Dies zeigt sich an einer weiteren leichten Entspannung bei den Kreditangebotsbedingungen, der jüngsten Trendwende beim Kreditvolumen und der Abschwächung des effektiven Wechselkurses des Euro. Niedrige Ölpreise dürften sowohl den Verbrauch als auch die Investitionen stützen; darüber hinaus wird die Binnennachfrage von einer leichten fiskalpolitischen Lockerung profitieren – auch aufgrund des jüngsten Zustroms von Flüchtlingen, da dieser voraussichtlich zu zusätzlichen staatlichen Konsumausgaben und Transferzahlungen an private Haushalte führen wird. Da die Notwendigkeit zum Schuldenabbau im Privatsektor nachlassen dürfte, wird in den nächsten Jahren mit einem Anziehen der Binnennachfrage über den Akzeleratoreffekt der Investitionen gerechnet. Zudem sollten anhaltende Verbesserungen am Arbeitsmarkt den Konsum stützen. Demgegenüber dürften von der globalen Erholung ausgehende Impulse für die Konjunktur des Eurogebiets eher gedämpft bleiben, was weitgehend Ausdruck eines schwachen Wachstums in den Schwellenländern ist.

**Den Projektionen zufolge wird die HVPI-Inflation 2016 auf 1,0 % und 2017 weiter auf 1,6 % steigen.** Die Entwicklung der Energiepreiskomponente des HVPI dürfte das Profil der HVPI-Inflation über den Projektionszeitraum hinweg wesentlich beeinflussen. Den Projektionen zufolge werden kräftige aufwärtsgerichtete Basiseffekte zum Jahreswechsel sowie in der zweiten Jahreshälfte 2016 zusammen mit den angenommenen Ölpreissteigerungen (im Einklang mit den Preisen für Terminkontrakte) bis 2017 die Energiepreiskomponente der HVPI-Inflationsrate kräftig ansteigen lassen, ausgehend von den derzeit negativen Teuerungsrate. Darüber hinaus dürfte die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel über den Projektionszeitraum hinweg allmählich zunehmen. Es wird damit gerechnet, dass der Anstieg der Löhne und Gewinnmargen die Kerninflation nach oben treibt, da die Konjunkturerholung an Dynamik gewinnt. Außerdem dürfte der deutliche Rückgang des Euro-Wechselkurses weiterhin auf die Teuerung nach dem HVPI durchwirken.

---

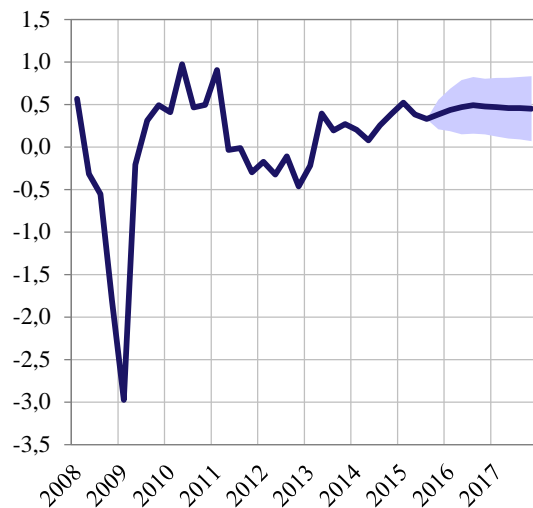
<sup>1</sup> Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen fließen in die Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat ein. Informationen zu den verwendeten Verfahren und Techniken finden sich in der EZB-Publikation *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises* vom Juni 2001, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Redaktionsschluss für technische Annahmen beispielsweise zu den Ölpreisen und Wechselkursen war der 12. November 2015 (siehe Kasten 3); Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen sonstigen Daten war der 19. November 2015. Die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen beziehen sich auf den Zeitraum von 2015 bis 2017. 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.

## Abbildung 1 Gesamtwirtschaftliche Projektionen<sup>1)</sup>

(Quartalswerte)

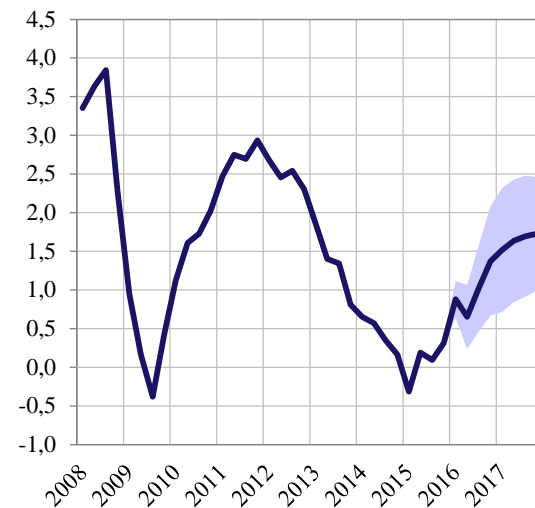
### Reales BIP des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>

(Veränderungen gegen Vorquartal in %)



### HVPI des Euro-Währungsgebiets

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)



1) Die dargestellten, den zentralen Projektionspfad umgebenden 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 Korrektur für 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. REALWIRTSCHAFT

**Die konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet dürfte sich fortsetzen und über den Projektionszeitraum hinweg zunehmend von der Binnennachfrage gestützt werden.** Das reale BIP stieg im dritten Quartal 2015 um 0,3 %. Mit Blick auf die Zukunft lag das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen in den letzten Monaten weiterhin auf erhöhtem Niveau, was auf kurze Sicht auf ein stetiges Wachstum hindeutet. Darüber hinausgehend dürften eine Reihe günstiger Faktoren das Wachstum des realen BIP über den Projektionszeitraum hinweg stützen, vor allem der akkommodierende geldpolitische Kurs, eine leichte fiskalpolitische Lockerung, niedrige Ölpreise und sich allmählich verbessernde Aussichten für die globale Nachfrage in Verbindung mit einer Ausdehnung der Exportmarktanteile aufgrund des vergleichsweise schwachen effektiven Euro-Wechselkurses.

**Die privaten Konsumausgaben bleiben voraussichtlich die Haupttriebfeder für die konjunkturelle Erholung.** Das Wachstum der nominalen verfügbaren Einkommen dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg beschleunigen. Gestützt wird es durch steigende Lohneinkommen vor dem Hintergrund eines robusten Beschäftigungswachstums und eines anziehenden Wachstums des nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sowie durch einen kräftigeren Anstieg der sonstigen privaten Einkünfte. Zudem werden höhere Transferleistungen und niedrigere direkte Steuern das Einkommen der privaten Haushalte im Jahr 2016 ansteigen lassen. Es wird damit gerechnet, dass das Wachstum des real verfügbaren Einkommens 2016 robust bleibt, bevor es 2017 aufgrund steigender Verbraucherpreise an Schwung verliert. Niedrige Finanzierungskosten und das steigende Reinvermögen der privaten Haushalte dürften – beide gestärkt durch das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten – den privaten Konsum stützen, wenngleich das verfügbare Einkommen im Niedrigzinsumfeld aufgrund niedrigerer Zinseinnahmen auch belastet wird. Insgesamt dürfte das jährliche Wachstum des privaten Verbrauchs in den Jahren 2015 bis 2017 bei durchschnittlich 1,7 % liegen (nach einem Anstieg von 0,8 % im Jahr 2014).

**Die Sparquote dürfte auf kurze Sicht weitgehend stabil bleiben und 2017 dann etwas zurückgehen.**

Den Projektionen zufolge steigt die Sparquote 2015 etwas an, was eine gewisse Trägheit bei der Anpassung des Konsums an die mit dem Ölpreis zusammenhängenden Zuwächse des real verfügbaren Einkommens widerspiegelt. Im Jahr 2016 dürfte sie weitgehend konstant bleiben und 2017 dann etwas zurückgehen. In bestimmten Ländern dürften eine hohe Arbeitslosigkeit und eine erhöhte Bruttoverschuldung weiterhin einen leichten Aufwärtsdruck auf die Ersparnisse ausüben, während das sehr niedrige Zinsniveau in manchen Ländern eine zusätzliche Ersparnisbildung erfordern könnte. Im Zeitverlauf dürfte jedoch ein mehrfacher Abwärtsdruck auf die Ersparnisse überwiegen. Zum einen sollte der private Verbrauch nach und nach mit dem aus dem Ölpreisrückgang resultierenden Anstieg der verfügbaren Einkommen gleichziehen. Zum anderen sollte die allmählich sinkende Arbeitslosigkeit das Vorsichtssparen dämpfen und es so privaten Haushalten ermöglichen, größere Anschaffungen zu tätigen, die möglicherweise zuvor aufgeschoben wurden. Und schließlich wirken sich sehr niedrige Zinserträge durch einen intertemporalen Substitutionseffekt negativ auf das Sparverhalten aus.

**Die Wohnungsbauinvestitionen im Eurogebiet dürften anziehen – wenn auch ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau.**

Revidierte Daten lassen auf etwas stärkere Investitionen in der ersten Jahreshälfte 2015 schließen. Mit Blick auf die Zukunft ist davon auszugehen, dass die Investitionen in den Wohnungsbau über den Projektionszeitraum hinweg an Fahrt gewinnen werden. Gründe hierfür sind das anhaltende Wachstum des verfügbaren Realeinkommens, sehr niedrige Hypothekenzinsen und günstigere Finanzierungsbedingungen, die vom Programm zum Ankauf von Vermögenswerten zusätzlich gestützt werden. In der Folge dürfte das Wachstum der Kredite an private Haushalte zunehmen, was den Wohnungsbauinvestitionen zugutekommt. Jedoch werden die hohe Verschuldung der privaten Haushalte und ungünstige demografische Effekte in einigen Ländern des Eurogebiets wahrscheinlich einen stärkeren Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen bremsen.

**Bei den Unternehmensinvestitionen ist mit einer allmählichen Zunahme der Dynamik zu rechnen, die von einer Verbesserung der Finanzierungsbedingungen und der konjunkturellen Belebung getragen ist.**

Mit dem akkommodierenden geldpolitischen Kurs, Akzeleratoreffekten im Zusammenhang mit der projizierten Zunahme der Inlands- und Auslandsnachfrage, der Notwendigkeit zur Modernisierung des Kapitalstocks nach Jahren verhaltener Investitionen, finanzpolitischen Maßnahmen in einigen Ländern und steigenden Gewinnaufschlägen vor dem Hintergrund eines bereits sehr liquiden Sektors nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften werden den Projektionen zufolge die Investitionsausgaben zunehmen. Des Weiteren dürfte sich der Druck durch das Deleveraging der Unternehmen im Eurogebiet über den Projektionszeitraum hinweg insgesamt weniger hemmend auf die Unternehmensinvestitionen auswirken als in der Vergangenheit. In den meisten Ländern ist der Verschuldungsgrad in der Tat gegenüber den während der Krise beobachteten Höchstständen erheblich zurückgegangen und befindet sich jetzt auf einem historischen Tiefstand. Die Erholung der Unternehmensinvestitionen wird jedoch noch durch verbleibende Finanzengpässe und eine hohe Verschuldung in einigen Ländern sowie durch Erwartungen eines schwächeren Produktionspotenzials als in der Vergangenheit gebremst.

**Der finanzpolitische Kurs, gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos nach Abzug der Staatshilfen für den Finanzsektor, dürfte über den Projektionszeitraum hinweg einen leicht positiven Nachfrageimpuls geben.**

Nach einer leichten Verschärfung der diskretionären Fiskalmaßnahmen im Jahr 2015 wird für das Jahr 2016 eine diskretionäre Lockerung angenommen, während für 2017 von neutralen Fiskalmaßnahmen ausgegangen wird.<sup>2</sup> Das Wachstum der realen staatlichen Investitionsausgaben dürfte 2016 etwas an Fahrt gewinnen und sich 2017 weiter beschleunigen, während die staatlichen Konsumausgaben vergleichsweise rasch wachsen dürften. Der Zustrom von Flüchtlingen wird den Erwartungen zufolge zu einer Lockerung des finanzpolitischen Kurses im Eurogebiet beitragen (siehe Kasten 2).

---

<sup>2</sup> Die finanzpolitischen Annahmen beruhen auf den Haushaltsgesetzen für 2016 sowie weiteren einschlägigen Informationen, die zum 19. November 2015 verfügbar waren. Sie umfassen alle politischen Maßnahmen, die bereits von den nationalen Parlamenten gebilligt oder von den Regierungen hinreichend detailliert festgelegt worden sind und den Gesetzgebungsprozess aller Wahrscheinlichkeit nach erfolgreich durchlaufen werden.

**Die Auslandsnachfrage des Eurogebiets dürfte durch schwaches Wachstum in Schwellenländern und eine geringe Handelsintensität des globalen Wachstums gedämpft werden; den Projektionen zufolge wird sie sich aber über den Projektionszeitraum hinweg nach und nach erholen (siehe Kasten 1).** Die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets dürfte zwar über den Projektionszeitraum hinweg allmählich anziehen, aufgrund des schwachen Importwachstums in aufstrebenden Volkswirtschaften allerdings in geringem Tempo. Den Projektionen zufolge wird sie deutlich hinter dem Vorkrisenniveau zurückbleiben, was auf eine eher gedämpfte globale Wirtschaftstätigkeit und eine geringere Welthandelselastizität gegenüber dem globalen Wirtschaftswachstum, insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften, zurückzuführen ist.

**Das Wachstum der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums sollte über den Projektionszeitraum hinweg ansteigen.** Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets dürften über den Projektionszeitraum hinweg weiterhin schneller zunehmen als die Auslandsnachfrage, wobei den Exporten die verzögerten Auswirkungen des Rückgangs des effektiven Euro-Wechselkurses sowie Verbesserungen der Wettbewerbsfähigkeit zugutekommen. Das Wachstum der Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums wird den Erwartungen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg verhältnismäßig moderat bleiben. Grund hierfür ist die Zusammensetzung der Gesamtnachfrage, die von Verwendungskomponenten mit niedrigem Importgehalt, wie beispielsweise der öffentliche und der private Konsum, dominiert wird. Es wird mit einem Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses von 2,4 % des BIP im Jahr 2014 auf 3,0 % im Jahr 2015 gerechnet. 2016 dürfte der Leistungsbilanzüberschuss dann auf 2,9 % und 2017 weiter auf 2,7 % zurückgehen.

**Die negative Produktionslücke dürfte sich vor dem Hintergrund eines moderaten Potenzialwachstums verringern.** Das Wachstum des Produktionspotenzials wird über den Projektionszeitraum hinweg auf lediglich rund 1 % geschätzt und fällt somit deutlich geringer aus als vor der Krise. Da das projizierte Wachstum des realen BIP über dem Potenzialwachstum liegt, dürfte sich die negative Produktionslücke bis zum Ende des Projektionszeitraums deutlich verringern.

#### Kasten 1

##### DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

**Die globale Wirtschaft setzt ihre allmähliche Erholung fort, das Tempo der wirtschaftlichen Expansion bleibt jedoch moderat.** Die Indikatoren für die globale Wirtschaftstätigkeit und die verfügbaren Länderangaben lassen auf ein weiterhin moderates weltweites Wachstum im dritten Quartal 2015 schließen. Mit Blick auf die Zukunft ist zu erwarten, dass die globale Konjunktur ihre allmähliche, wenngleich uneinheitliche Erholung fortsetzt. Grund hierfür sind die Aussichten auf ein robustes Wachstum in den meisten entwickelten Volkswirtschaften. Der Ausblick für die Schwellenländer ist hingegen im historischen Vergleich weiterhin gedämpft. Niedrige Ölpreise, günstige Finanzierungsbedingungen, eine sich verbessernde Arbeitsmarktlage und zunehmendes Vertrauen sowie nachlassende negative Auswirkungen des Schuldenabbaus im privaten Sektor und der Haushaltskonsolidierung sollten die Aussichten für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften stützen. Für die aufstrebenden Volkswirtschaften sind die mittelfristigen Aussichten jedoch eher gemischt. Während die gestärkte Nachfrage in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften einen Konjunkturaufschwung stützen dürfte, bremsen strukturelle Hindernisse und makroökonomische Ungleichgewichte in einigen großen Schwellenländern nach wie vor das Wachstum in diesen Volkswirtschaften. Gleichzeitig passen sich einige dieser Volkswirtschaften an niedrigere Rohstoffpreise und verschärfte Außenfinanzierungsbedingungen im Vorfeld der Normalisierung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten an, während die politische Unsicherheit in einigen dieser Länder hoch bleibt. Das globale Wachstum (ohne Euro-Währungsgebiet) wird den Projektionen zufolge allmählich steigen, und zwar von 3,1 % im Jahr 2015 auf 3,6 % im Jahr 2016 und weiter auf nahe 3,9 % im Jahr 2017. Dies bedeutet eine Abwärtskorrektur gegenüber den im September veröffentlichten Projektionen um 0,1 Prozentpunkt für das Jahr 2015 und um 0,2 Prozentpunkte für das Jahr 2016.

**In der ersten Jahreshälfte 2015 war der Welthandel extrem schwach, den Erwartungen zufolge dürfte er jedoch allmählich anziehen.** Die Angaben zum Welthandel in der ersten Jahreshälfte 2015 wurden stark nach unten korrigiert und zeigen jetzt eine deutlichere Kontraktion. Die erhebliche Abnahme der Importe in Russland und Brasilien über diesen Zeitraum hinweg kann teilweise durch die sinkende Inlandsnachfrage und den Rückgang des Wechselkurses erklärt werden, Entwicklungen in anderen Volkswirtschaften (darunter das Vereinigte Königreich, Japan und China) scheinen jedoch hauptsächlich ein Rauschen in den Handelsdaten widerzuspiegeln. Die jüngsten Handelsindikatoren lassen auf eine Stabilisierung im dritten Quartal 2015 schließen, aber insgesamt dürfte auf kurze Sicht wahrscheinlich die verhaltene Dynamik überwiegen. Was die weitere Zukunft betrifft, dürfte der Welthandel – im Einklang mit der globalen Konjunkturerholung – allmählich zunehmen, wobei er sicherlich nicht die Dynamik wiedererlangen wird, die vor der Finanzkrise zu beobachten war. Insgesamt dürfte das Profil der globalen Einfuhren und der Auslandsnachfrage des Eurogebiets im Vergleich zum globalen BIP über den Projektionszeitraum hinweg relativ schwach sein. Es wird damit gerechnet, dass das Wachstum der Auslandsnachfrage des Eurogebiets von -0,1 % im Jahr 2015 auf 2,7 % im Jahr 2016 und schließlich auf 3,8 % im Jahr 2017 ansteigt. Gegenüber den Projektionen vom September bedeutet dies eine Abwärtskorrektur um 1,6 Prozentpunkte für das Jahr 2015, 0,7 Prozentpunkte für 2016 sowie um 0,3 Prozentpunkte für 2017.

#### Das außenwirtschaftliche Umfeld

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Dezember 2015				September 2015			Korrekturen seit September 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Globales reales BIP (ohne Euro-Währungsgebiet)	3,7	3,1	3,6	3,9	3,2	3,8	4,0	-0,1	-0,2	0,0
Welthandel (ohne Euro-Währungsgebiet) <sup>1)</sup>	3,2	0,5	2,9	3,8	1,4	3,3	4,1	-0,9	-0,5	-0,3
Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets <sup>2)</sup>	3,3	-0,1	2,7	3,8	1,5	3,3	4,1	-1,6	-0,7	-0,3

Anmerkung: Die Korrekturen wurden auf Basis nicht gerundeter Zahlen berechnet.

1) Berechnet als gewichteter Durchschnitt der Importe.

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

**Die Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen im Eurogebiet dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg fortsetzen.** Die Beschäftigtenzahl wird den Erwartungen zufolge in der zweiten Jahreshälfte 2015 weiterhin durch eine starke Dynamik geprägt sein und sollte 2016 und 2017 weiter zunehmen. Treibende Faktoren dieser Entwicklung dürften in erster Linie die konjunkturelle Erholung, steuerliche Anreize in einigen Ländern, Lohnzurückhaltung, Arbeitsmarktreflexionen und die allmähliche Integration von Flüchtlingen in den Arbeitsmarkt sein. Die Zahl der Arbeitsstunden pro Arbeitnehmer wird den Projektionen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg leicht steigen, jedoch weit hinter dem Vorkrisenniveau zurückbleiben. Diese Beschäftigungsentwicklung impliziert eine Beschleunigung des Arbeitsproduktivitätswachstums im Einklang mit dem traditionellen prozyklischen Verlaufsmuster – von 0,3 % im Jahr 2014 auf 0,9 % im Jahr 2017. Die Zahl der Erwerbspersonen dürfte stärker als zuvor erwartet zunehmen, und zwar um jeweils 0,5 % in den Jahren 2016 und 2017 nach 0,2 % p. a. in den Jahren 2014 und 2015. Grund hierfür sind der anhaltende Zustrom von Flüchtlingen (siehe Kasten 2) und nachlassende Entmutigungseffekte. Es wird erwartet, dass die Arbeitslosenquote im Jahr 2017 auf 10,1 % sinkt, jedoch weiterhin deutlich über dem Vorkrisenniveau liegt (7,5 % im Jahr 2007).

**Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2015 bleiben die Projektionen für das reale BIP-Wachstum weitgehend unverändert.** Die geringfügige Aufwärtskorrektur ist vornehmlich auf das stärkere Ergebnis im zweiten Quartal 2015 zurückzuführen. Der weitgehend unveränderte Ausblick für 2016 und 2017 spiegelt zwei sich ausgleichende Faktoren wider: einerseits robustere Aussichten für den privaten Verbrauch und höhere staatliche Ausgaben, unter anderem bedingt durch finanzpolitische Maßnahmen in Reaktion auf den

Flüchtlingszustrom, und andererseits gedämpftere Aussichten für die Ausfuhren infolge einer geringeren Auslandsnachfrage.

## Kasten 2

### DIE AUSWIRKUNGEN DES FLÜCHTLINGSZUSTROMS AUF DIE WIRTSCHAFT DES EUROGEBIETS

**Das Euro-Währungsgebiet erlebt gegenwärtig einen beispiellosen Zustrom von Flüchtlingen.** Nach Angaben des Hochkommissars der Vereinten Nationen für Flüchtlinge haben bis Ende November 2015 rund 850 000 Flüchtlinge das Mittelmeer überquert. Damit liegt der Zustrom deutlich über den während der Balkankrise Anfang der 1990er Jahre verzeichneten Zahlen. In den aktuellen Projektionen wird davon ausgegangen, dass gegenüber den im Juni 2015 veröffentlichten Projektionen bis 2017 voraussichtlich weitere 2,4 Mio Flüchtlinge (weniger als 1 % der Bevölkerung des Euro-Währungsgebiets) in das Eurogebiet kommen werden.

**Die Einschätzung der Auswirkungen des Flüchtlingszustroms auf die Realwirtschaft und die öffentlichen Finanzen ist mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet.** Sowohl die Zahl der Flüchtlinge als auch ihr Qualifikationsprofil ist noch sehr ungewiss, und auch die Zahl der nachziehenden Familienmitglieder lässt sich kaum vorhersagen. Ebenfalls noch unklar ist die Verteilung der Ankommenden auf die Länder des Euro-Währungsgebiets. Hinzu kommt, dass gegenwärtig Anpassungen in den nationalen Asylpolitiken vorgenommen werden, die gesamtwirtschaftliche und finanzpolitische Auswirkungen haben werden.

**Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen auf die Angebotsseite dürften entscheidend von der Erwerbsbeteiligung und der Schnelligkeit des Zugangs zum Arbeitsmarkt abhängen.** Es ist grundsätzlich ein langwieriger Prozess, bis Flüchtlinge den Eintritt in den regulären Arbeitsmarkt des Aufnahmelandes schaffen. Sie müssen zunächst Asyl und bisweilen eine Arbeitserlaubnis erhalten. Darüber hinaus müssen sie Sprachkenntnisse erwerben, und ihre Berufsqualifikation muss anerkannt werden. Aufgrund von rechtlichen Beschränkungen und Sachzwängen vergehen im Durchschnitt mindestens sechs Monate, bis Flüchtlinge im Eurogebiet in den Arbeitsmarkt einsteigen können. Die Unterschiede von Land zu Land sind allerdings beträchtlich, sodass es bei vielen Flüchtlingen de facto mehrere Jahre dauern könnte, bis sie einen stabilen Arbeitsplatz finden. Im Basisszenario für das Euro-Währungsgebiet wird angenommen, dass die ankommenden Flüchtlinge überwiegend jung sind und im unteren Bereich der Qualifikations- und Lohnverteilung mit den ansässigen Arbeitskräften konkurrieren. Darüber hinaus wird davon ausgegangen, dass nur etwa ein Viertel aller Flüchtlinge bis zum Ende des Projektionszeitraums Zugang zum Arbeitsmarkt finden.

**Die kurz- bis mittelfristigen Folgen des Flüchtlingszustroms wirken sowohl über die Nachfrage- als auch über die Angebotskanäle durch.** Anfänglich dürfte ein positiver Nachfrageschock über höhere private und staatliche Konsumausgaben, gestützt durch eine relativ geringe Sparquote und hohe Konsumneigung der Flüchtlinge, zu einem Preis- und Produktionsanstieg führen. Dabei könnte das Ausmaß dieses Schocks auch davon abhängen, in welcher Höhe die Flüchtlinge Geldbeträge in ihre Heimatländer überweisen. Gleichzeitig könnte in einigen Ländern ein sinkendes Verbraucher- und Unternehmerv Vertrauen die Wirtschaft beeinträchtigen. Darin könnten Befürchtungen zum Ausdruck kommen, dass die Integration – in dem Maße, wie Flüchtlinge nicht unbesetzte offene Stellen annehmen – zulasten der Arbeitsmarktaussichten ansässiger Arbeitskräfte erfolgt und dass der Tourismussektor in südeuropäischen Ländern mit hohen Flüchtlingszahlen negativ beeinflusst wird. Da ein Teil der Flüchtlinge auf den Arbeitsmarkt drängt, könnte sich dies aufgrund der wachsenden Anzahl geringer qualifizierter Arbeitskräfte in den unteren Lohngruppen in einem sinkenden Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und einem Produktivitätsrückgang niederschlagen. Auf kurze Sicht ist jedoch durchaus ein Anstieg der Inflation gegenüber einem Basisszenario möglich – d. h. einem Szenario, das die Auswirkungen zusätzlicher Flüchtlinge, die eine höhere Binnennachfrage, einen Produktivitätsrückgang und einen Anstieg der Wohnungsmieten bedingen, ausklammert. In der Folge könnte der Aufwärtstrend beim Arbeitskräfteangebot und der Beschäftigung über einen kräftigeren privaten Konsum und einen

Anstieg der Wohnungsbauminvestitionen das Wachstum weiter ankurbeln. Auf längere Sicht könnte außerdem das Potenzialwachstum profitieren.

**Die Auswirkungen auf die Beschäftigung, Produktion und Preise sind von Land zu Land unterschiedlich zu bewerten und dürften dem Basisszenario für das Euro-Währungsgebiet zufolge insgesamt moderat ausfallen. Die Haushaltseffekte werden allerdings beträchtlich sein.** Der Flüchtlingszustrom wird sich den Erwartungen zufolge im Haushalt in Form von öffentlichen Ausgaben für Nahrungsmittel und Unterbringung sowie von Bargeldtransfers an Flüchtlinge niederschlagen – und in geringerem Umfang auch über höhere Konsumausgaben des Staates unter anderem für Bildung, Gesundheit und Integration allgemein. Die erwarteten kurzfristigen Haushaltseffekte spiegeln die Tatsache wider, dass trotz Hinweisen auf einen erhöhten Wohnungsbedarf nichts auf zusätzliche staatliche Investitionen in beträchtlicher Größenordnung hindeutet. Der Flüchtlingszustrom dürfte zu einem lockereren finanzpolitischen Kurs beitragen, als in den vorangegangenen Projektionen erwartet. Für die am stärksten betroffenen Länder wird erwartet, dass der Haushaltseffekt über den gesamten Projektionszeitraum hinweg anhält. Mit Ausnahme weniger Länder, die ihre (begrenzten) Kosten im Zusammenhang mit der Aufnahme von Flüchtlingen voraussichtlich durch eine Neuordnung der Ausgabenprioritäten oder den Rückgriff auf Reserven decken, dürften die genannten Ausgaben die öffentlichen Defizite erhöhen – nicht zuletzt, da der Stabilitäts- und Wachstumspakt in dieser Hinsicht eine gewisse Flexibilität gewährt. Auf längere Sicht könnten sich die Auswirkungen auf die öffentlichen Haushalte günstiger entwickeln. Dies wird jedoch entscheidend davon abhängen, wann und in welchem Umfang die Flüchtlinge Zugang zum Arbeitsmarkt finden.

### Kasten 3

#### TECHNISCHE ANNAHMEN IM HINBLICK AUF ZINSSÄTZE, WECHSELKURSE UND ROHSTOFFPREISE

**Gegenüber den Projektionen vom September beziehen sich die Änderungen der technischen Annahmen unter anderem auf niedrigere auf US-Dollar lautende Öl- und Rohstoffpreise (ohne Energie), einen geringfügigen Anstieg des effektiven Euro-Wechselkurses sowie niedrigere Zinsen im Euro-Währungsgebiet.**

**Die technischen Annahmen bezüglich der Zinssätze und der Rohstoffpreise beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss war der 12. November 2015.** 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 0,0 % für 2015, von -0,2 % für 2016 und von -0,1 % für 2017. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 1,2 % im Jahr 2015, 1,4 % im Jahr 2016 und 1,7 % im Jahr 2017.<sup>1</sup> Aufgrund der Entwicklung der Terminzinsen und des allmählichen Durchschlagens von Marktzensänderungen auf die Kreditzinsen wird erwartet, dass die zusammengefassten Bankzinsen für Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Euroraum 2016 weitgehend stabil bleiben und 2017 wieder moderat ansteigen. Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird anhand der von den Terminmärkten in den zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss am 12. November 2015 abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass der Preis für Rohöl der Sorte Brent vom dem damals verzeichneten Stand von 45 USD auf 52,2 USD im Jahr 2016 und 57,5 USD im Jahr 2017 ansteigen wird (jeweils pro Barrel). Den Annahmen zufolge werden die in US-Dollar gerechneten Preise für Rohstoffe ohne Energie einem Aufwärtstrend folgen.<sup>2</sup> Es wird erwartet, dass die bilateralen Wechselkurse über den Projektionshorizont hinweg unverändert auf dem durchschnittlichen Niveau bleiben, das im Zweiwochenzeitraum bis zum Redaktionsschluss am 12. November 2015 vorherrschte. Dies impliziert einen USD/EUR-Wechselkurs von 1,09 über den Projektionszeitraum.

## Technische Annahmen

	Dezember 2015				September 2015			Korrekturen seit September 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Ölpreise (in USD/Barrel)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
USD/EUR-Wechselkurs	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-38) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	0,0

1) Korrekturen wurden auf Basis nicht gerundeter Zahlen berechnet und sind bei Niveauunterschieden in Prozent, bei Wachstumsraten als Differenzen und bei Zinssätzen und Renditen in Prozentpunkten angegeben.

- Die Annahme im Hinblick auf die nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum beruht auf dem gewichteten Durchschnitt der als Richtwert geltenden Renditen zehnjähriger Anleihen der betreffenden Länder, gewichtet mit den jährlichen BIP-Zahlen und fortgeschrieben anhand eines Zukunftsprofils, das aus der Zinsstrukturkurve der EZB für die Pari-Rendite aller zehnjährigen Anleihen des Euroraums abgeleitet wird, wobei die anfängliche Diskrepanz zwischen den beiden Reihen über den Projektionszeitraum hinweg konstant gehalten wird. Die Abstände zwischen länderspezifischen Staatsanleihenrenditen und dem entsprechenden Euroraum-Durchschnitt werden über den Projektionszeitraum hinweg als konstant angenommen.
- Die Annahmen bezüglich der Öl- und Nahrungsmittelpreise beruhen auf den Terminkontraktpreisen bis Ende des Projektionszeitraums. Für die übrigen Rohstoffe wird davon ausgegangen, dass deren Preise bis zum Schlussquartal 2016 den Terminkontraktpreisen folgen und sich anschließend der globalen Konjunktur entsprechend entwickeln werden.

### 3. PREISE UND KOSTEN

**Die HVPI-Inflation lag über die letzten Monate weiterhin nahe null.** Das niedrige Niveau der Gesamtinflation spiegelt den von den Energiepreisen ausgehenden verstärkten Abwärtsdruck im Zusammenhang mit dem jüngsten Rückgang der Ölpreise wider. Zugleich nahm die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie in den vergangenen Monaten leicht zu. Dies resultierte aus einem Anziehen der Inflationsrate sowohl bei Nahrungsmitteln als auch bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie. Die Preissteigerungsrate bei Letzteren wurde durch die starke Abwertung des Euro nach oben gedrückt. Demgegenüber blieb der Preisanstieg bei Dienstleistungen über die letzten Monate ungeachtet einer gewissen Volatilität praktisch stabil, was auf einen moderaten inländischen Kostendruck zurückzuführen ist.

**Die am HVPI gemessene Inflation wird den Projektionen zufolge 2015 im Durchschnitt 0,1 % betragen, 2016 dürfte sie auf 1,0% und 2017 auf 1,6% steigen.** Es wird erwartet, dass die Energiepreiskomponente des HVPI das Profil der HVPI-Inflation über den Projektionszeitraum stark beeinflussen wird. Erhebliche aufwärtsgerichtete Basiseffekte und die angenommenen Ölpreissteigerungen (gemäß den Terminmärkten) dürften bis 2017 zu einem beträchtlichen Anstieg der Energiepreiskomponente des HVPI führen. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie sollte im Zuge eines wachsenden inländischen Kostendrucks allmählich steigen, wenn sich die negative Produktionslücke immer mehr verringert. Aufwärtseffekte auf die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie sind auch durch die signifikante Euro-Abwertung zu erwarten; zudem ist mit indirekten Effekten des über den Projektionszeitraum erwarteten Preisanstiegs bei Rohstoffen zu rechnen. Gleichzeitig dürften sich die administrierten Preise und Veränderungen bei den indirekten Steuern nur begrenzt auf die Inflation auswirken.



**Die Abwertung des Euro, aufwärtsgerichtete ölpreisbedingte Basiseffekte und der angenommene Preisanstieg bei Rohstoffen werden den Erwartungen zufolge die wichtigsten Faktoren für den wachsenden Preisauftrieb über den Projektionszeitraum sein.** Nach Jahren eines abwärtsgerichteten externen Preisdrucks wird von einer Verteuerung der Importpreise ausgegangen, was den Anstieg der HVPI-Inflationsrate über den Projektionszeitraum beschleunigen sollte. Die Jahreszuwachsrate des Importdeflators dürfte den Projektionen zufolge von -2,0 % im Jahr 2015 auf 0,4 % im Jahr 2016 und schließlich auf 1,8 % im Jahr 2017 steigen. Ein Hauptgrund für diese Entwicklung ist die deutliche Abschwächung des Euro-Wechselkurses, die typischerweise erst langsam über die Einfuhrpreise auf die inländischen Preise durchwirkt und diese 2016 und 2017 ebenfalls beeinflussen dürfte. Außerdem werden die Preise für Energie und sonstige Rohstoffe die Einfuhr- und Verbraucherpreisinflation im Euro-Währungsgebiet über den Projektionszeitraum nach oben treiben.

**Vor allem gegen Ende des Projektionszeitraums dürfte auch ein wachsender inländischer Preisdruck zum Anstieg der Teuerungsrate nach dem HVPI beitragen.** Die erwartete anhaltende Konjunkturerholung und die Nachfragebelebung sollten dazu führen, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter verbessert und die Preissetzungsmacht der Unternehmen wächst. In einem solchen Umfeld ist damit zu rechnen, dass sowohl die Löhne als auch die Gewinnmargen steigen und der inländische Preisdruck zunimmt.

**Die nachlassende Flaute am Arbeitsmarkt wird den Projektionen zufolge den Anstieg des nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer verstärken.** Allerdings dürfte der Lohnzuwachs relativ moderat ausfallen. Zu den Faktoren, die das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer während der aktuellen Konjunkturerholung bremsen, zählen die noch bestehende Unterauslastung am Arbeitsmarkt und die gegenwärtige niedrige Inflation. Dämpfend dürften sich auch die laufenden Anpassungsprozesse in einigen Ländern des Eurogebiets auswirken, die auf Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit abzielen. Ein zusätzlicher Faktor, der einen Anstieg des Lohnwachstums in der gegenwärtigen Erholungsphase abschwächen könnte, sind Stukturenreformen am Arbeitsmarkt, die während der Krise umgesetzt wurden. Hinzu kommt möglicherweise auch eine aufgestaute Lohnzurückhaltung, weil Nominallöhne in der Krise nach unten starr waren. Bis Anfang 2017 wird sich die Zunahme der Lohnstückkosten voraussichtlich weiterhin auf dem gegenwärtigen niedrigen Niveau bewegen, da der erwartete konjunkturbedingte Anstieg des Produktivitätswachstums das allmählich anziehende Lohnwachstum ausgleicht. In der Folge impliziert eine Stabilisierung des Produktivitätswachstums in Verbindung mit einer weiteren Beschleunigung des Lohnwachstums, dass die Lohnstückkosten im Verlauf des Jahres 2017 kräftiger steigen.

**Die Gewinnmargen dürften sich mit fortschreitender Konjunkturerholung ausweiten.** Eine weitere Belebung der Nachfrage und ein Rückgang der wirtschaftlichen Unterauslastung sollten die Preissetzungsmacht der Unternehmen stärken und eine Fortsetzung der zuletzt beobachteten Erholung der Gewinnmargen über den Projektionszeitraum stützen. Unerwartete Mehreinnahmen im Zusammenhang mit dem vergangenen massiven Rückgang der Öl- und Rohstoffpreise sowie der Abwertung des Euro aufgrund von Pricing-to-Market-Strategien der Exporteure haben zur jüngsten Erholung der Gewinne beigetragen. Ein dämpfender Effekt könnte hingegen von Strukturreformen an den Gütermärkten ausgehen, die während und nach der Krise umgesetzt wurden und den Wettbewerb in einigen Märkten verschärft haben dürften. Insgesamt wird erwartet, dass sich die Gewinnmargen nach einer anhaltend schwachen Entwicklung in den vergangenen Jahren über den Projektionszeitraum erholen und von 2015 bis 2017 im Durchschnitt um rund 0,5 % pro Jahr wachsen.

**Gegenüber den Projektionen vom September 2015 wurden die Aussichten für die HVPI-Teuerungsrate leicht nach unten korrigiert.** Ausschlaggebend hierfür war vor allem der schwächere externe Preisdruck aufgrund der Ölpreise, die niedriger waren als angenommen.

#### 4. HAUSHALTAUSSICHTEN

**Der öffentliche Finanzierungssaldo wird sich den Projektionen zufolge verbessern.** Die allmähliche Verbesserung des gesamtstaatlichen Haushaltssaldos im Verhältnis zum BIP ist zum Teil auf die Konjunkturaufhellung und zum Teil auf die sinkenden Zinsausgaben zurückzuführen, während sich der

strukturelle Primärsaldo den Projektionen zufolge im Jahr 2016 etwas verschlechtert und 2017 stabil entwickelt. Die öffentliche Schuldenquote dürfte sich ab 2015 verringern, nachdem bis 2014 eine ansteigende Entwicklung zu verzeichnen war.

**Im Vergleich zu den Projektionen vom September sind die Haushaltsaussichten weitgehend unverändert geblieben.** Der öffentliche Finanzierungssaldo wurde für 2015 geringfügig nach oben korrigiert und für 2017 leicht nach unten, was Veränderungen im Umfang der Haushaltskonsolidierung widerspiegelt. Für die Staatsverschuldung wird über den Projektionszeitraum hinweg aufgrund eines günstigeren Zins-Wachstums-Differenzials und positiver Effekte des „Deficit-Debt-Adjustment“ eine vorteilhaftere Entwicklung erwartet.

**Tabelle 1 Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Dezember 2015				September 2015			Korrekturen seit September 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reales BIP <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,7	1,9	1,4	1,7	1,8	0,1	0,0	0,0
		[1,4–1,6] <sup>4)</sup>	[1,1–2,3] <sup>4)</sup>	[0,9–2,9] <sup>4)</sup>	[1,3–1,5] <sup>4)</sup>	[0,8–2,6] <sup>4)</sup>	[0,6–3,0] <sup>4)</sup>			
Private Konsumausgaben	0,8	1,6	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	-0,1	0,2	0,0
Konsumausgaben des Staates	0,8	1,4	1,2	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,4	0,3
Bruttoanlageinvestitionen	1,3	2,3	2,8	3,8	2,1	3,4	3,9	0,2	-0,7	-0,1
Ausfuhren <sup>5)</sup>	4,1	4,8	4,0	4,8	4,5	4,9	5,2	0,4	-0,8	-0,4
Einfuhren <sup>5)</sup>	4,5	5,3	4,8	5,3	4,7	5,4	5,7	0,6	-0,7	-0,4
Beschäftigung	0,6	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	0,2	0,3	0,1
Arbeitslosenquote (in % der Erwerbspersonen)	11,6	11,0	10,5	10,1	11,0	10,6	10,1	-0,1	-0,1	0,0
HVPI	0,4	0,1	1,0	1,6	0,1	1,1	1,7	0,0	-0,2	0,0
		[0,1–0,1] <sup>4)</sup>	[0,5–1,5] <sup>4)</sup>	[0,9–2,3] <sup>4)</sup>	[0,0–0,2] <sup>4)</sup>	[0,5–1,7] <sup>4)</sup>	[0,9–2,5] <sup>4)</sup>			
HVPI ohne Energie	0,7	0,9	1,3	1,5	0,9	1,3	1,6	0,0	-0,1	-0,1
HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie	0,8	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	-0,1	-0,1	0,0
HVPI ohne Nahrungsmittel, Energie und Änderungen indirekter Steuern <sup>6)</sup>	0,7	0,8	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	0,0	-0,1	0,0
Lohnstückkosten	1,1	0,9	0,9	1,2	1,0	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,1
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,4	1,4	1,5	2,1	1,6	1,6	2,1	-0,2	0,0	0,0
Arbeitsproduktivität	0,3	0,5	0,7	0,9	0,7	1,0	1,0	-0,1	-0,3	-0,1
Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-2,0	-1,7	0,1	0,0	-0,1
Struktureller Haushaltssaldo (in % des BIP) <sup>7)</sup>	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	0,1	0,0	-0,2
Öffentliche Schuldenquote (in % des BIP)	92,1	91,1	90,1	88,9	91,6	90,7	89,4	-0,5	-0,7	-0,5
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	2,4	3,0	2,9	2,7	3,0	2,9	2,7	0,0	0,0	0,0

1) Mit Ausnahme der HVPI-Daten für 2014 beziehen sich die Angaben auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich Litauen. Die durchschnittlichen prozentualen Veränderungen des HVPI im Jahr 2015 gegenüber dem Vorjahr beruhen auf einer Zusammensetzung des Euro-Währungsgebiets für 2014, in der Litauen bereits enthalten ist.

2) Die Korrekturen wurden auf Basis nicht gerundeter Zahlen berechnet.

3) Arbeitstäglich bereinigte Daten.

4) 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 Korrektur für 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.

5) Einschließlich des Handels der Euro-Länder untereinander.

6) 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.

7) 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

### 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. Dieser Kasten enthält Überlegungen zu den Unwägbarkeiten hinsichtlich der Ölpreise und Wechselkurse sowie zur Sensitivität der Projektionen in Bezug auf diese Variablen.

#### 1) Divergierende Entwicklung des Ölpreises

**Alternative Ölpreismodelle weisen für die Jahre 2016 und 2017 auf etwas höhere Ölpreise hin als in Terminkontrakten impliziert.** Die den Basisprojektionen zugrunde liegenden technischen Annahmen für die Ölpreisentwicklung prognostizieren, auf Basis der Terminmärkte, einen Anstieg der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg (siehe Kasten 3). Diese Entwicklung steht im Einklang mit einer gewissen Erholung der weltweiten Ölnachfrage im Zuge der Belebung der Weltwirtschaft und einem leichten Rückgang des Ölangebots. Alternative von Experten der EZB verwendete Modelle<sup>1)</sup> zur Projektion der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg deuten derzeit auf einen etwas höheren Ölpreis in diesem Zeitraum hin als in den technischen Annahmen unterstellt. Dies stünde im Einklang mit einer auf mittlere Sicht noch robusteren Erholung der weltweiten Ölnachfrage und/oder einer stärkeren Abschwächung der Ausweitung des Ölangebots aufgrund geringerer Investitionen im Ölsektor und einer damit einhergehenden Verringerung der Ölförderkapazitäten in einigen Ländern im Zusammenhang mit dem jüngsten Ölpreistrückgang. Die Auswirkungen dieser divergierenden Entwicklung, bei der die Ölpreise etwas schneller steigen würden und die entsprechenden Annahmen im Basisszenario bis 2017 um 5,8 % überträfen, würden das Wachstum des realen BIP leicht dämpfen (um 0,1 Prozentpunkte im Jahr 2017); sie würden gleichzeitig eine etwas raschere Zunahme der HVPI-Inflation in den Jahren 2016 und 2017 mit sich bringen (um jeweils rund 0,1 Prozentpunkt in den Jahren 2016 und 2017).

#### 2) Divergierende Entwicklung des Wechselkurses

**Es bestehen sowohl Auf- als auch Abwärtsrisiken für die Entwicklung des effektiven Wechselkurses des Euro.** Abwärtsrisiken ergeben sich hauptsächlich aus der zunehmenden Divergenz der geldpolitischen Kurse beiderseits des Atlantiks. Insbesondere könnten eine weitere Lockerung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet und eine Anhebung des Zielzinssatzes für Tagesgeld in den Vereinigten Staaten weiteren Abwärtsdruck auf den Euro ausüben. Aufwärtsrisiken für den Euro-Wechselkurs könnten sich demgegenüber aus zunehmenden Bedenken hinsichtlich der Wachstumsaussichten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und insbesondere in China ergeben. Die daraus resultierende erhöhte Marktvolatilität kann zu einer Aufwertung des Euro bedingt durch die Auflösung umfangreicher Carry-Trade-Positionen führen.

**Um die damit verbundenen Risiken für die Projektionen zu illustrieren, umfasst diese Sensitivitätsanalyse zwei divergierende Entwicklungen für den Wechselkurs des Euro.** Die erste basiert auf dem 25. Perzentil der Verteilung der risikoneutralen Dichten, die aus Optionen für den USD/EUR-Wechselkurs am 12. November 2015 gewonnen wurde. Dieser Annahme zufolge wird der Euro gegenüber dem US-Dollar allmählich auf einen Wechselkurs von 0,99 USD/EUR im Jahr 2017 abwerten. Damit läge er 8,1 % unter der im Basisszenario für dieses Jahr geltenden Annahme. Die zweite

Entwicklung basiert auf dem 75. Perzentil der gleichen Verteilung und impliziert eine allmähliche Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar auf einen Wechselkurs von 1,18 USD/EUR im Jahr 2017. Damit läge der Euro 8,9 % über der im Basisszenario für dieses Jahr geltenden Annahme. Die entsprechenden Annahmen für den nominalen effektiven Wechselkurs (NEWK-38) spiegeln historische Regelmäßigkeiten wider. Danach kommen in Änderungen des USD/EUR-Wechselkurses Änderungen des effektiven Wechselkurses mit einer Elastizität von rund 52 % zum Ausdruck. Im Falle der Abwertung führt dies dazu, dass sich der NEWK-38 allmählich nach unten vom Basisszenario entfernt und 2017 schließlich 4,3 % unter dem Wert im Basisszenario liegt. Im Falle einer Aufwertung führt die implizite Abweichung des NEWK-38 nach oben dazu, dass er 2017 schließlich 4,5 % über dem Basisszenario liegt.

**In beiden Szenarien deuten die Ergebnisse einer Reihe makroökonomischer Modelle, die von Experten des Eurosystems erstellt wurden, darauf hin, dass die Auswirkungen auf das reale BIP-Wachstum und die HVPI-Inflation in den Jahren 2016 und 2017 relativ stark ausfallen könnten.**

Die Ergebnisse für die Abwertung des Euro lassen ein höheres Wachstum des realen BIP (um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte im Jahr 2016 und um 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte im Jahr 2017) und eine höhere Teuerung nach dem HVPI (um 0,1 bis 0,3 Prozentpunkte im Jahr 2016 und um 0,3 bis 0,5 Prozentpunkte im Jahr 2017) erwarten. Ähnlich, nur mit umgekehrten Vorzeichen, fallen die Ergebnisse für eine Aufwertung des Euro aus.

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

## Kasten 5

### PROGNOSEN ANDERER INSTITUTIONEN

**Von internationalen und privatwirtschaftlichen Organisationen liegen 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 sonstigen Rohstoffpreisen). Schließlich werden bei den verschiedenen Prognosen auch unterschiedliche Methoden der Kalenderbereinigung angewandt (siehe nachfolgende Tabelle). Wie aus der Tabelle hervorgeht, unterscheiden sich die derzeit verfügbaren Prognosen anderer Institutionen nur geringfügig von den Punktprognosen der von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember und liegen eindeutig innerhalb der Bandbreiten dieser 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		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen	Dezember 2015	1,5 [1,4–1,6]	1,7 [1,1–2,3]	1,9 [0,9–2,9]	0,1 [0,1–0,1]	1,0 [0,5–1,5]	1,6 [0,9–2,3]
Europäische Kommission	November 2015	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OECD	November 2015	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Euro Zone Barometer	November 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Consensus Economics Forecasts	November 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	November 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
IWF	Oktober 2015	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

Quellen: Herbstprognose 2015 der Europäischen Kommission; IWF, World Economic Outlook, Oktober 2015; OECD, Wirtschaftsausblick, November 2015; Prognosen von Consensus Economics, MJEconomics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

Anmerkung: Die von Experten des Eurosystems und der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen 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, 2015

Postanschrift: 60640 Frankfurt am Main, Deutschland

Telefon: +49 69 1344 0

Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Alle Rechte vorbehalten.

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