



März 2018

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

Das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet bleibt den Projektionen zufolge weiterhin robust, wobei die Zuwachsraten nach wie vor über der Potenzialwachstumsrate liegen. Das Wachstum des realen BIP dürfte sich von 2,5 % im Jahr 2017 auf 1,7 % im Jahr 2020 verlangsamen², da einige wachstumsfördernde Faktoren langsam in ihrer Wirkung nachlassen. Die HVPI-Inflation dürfte 2020 – getragen von einem allmählichen Anstieg der zugrunde liegenden Inflation – auf 1,7 % steigen, da sich Kapazitätsengpässe stärker einschränkend auswirken.

1 Realwirtschaft

Sehr positive Indikatoren deuten kurzfristig auf ein anhaltend kräftiges

Wachstum des realen BIP hin. Laut der jüngsten Eurostat-Veröffentlichung stieg das reale BIP im vierten Quartal 2017 aufgrund der positiven Beiträge der Binnennachfrage – insbesondere der Anlageinvestitionen – und des Außenhandels um 0,6 %. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich weiter verbessert: Die Arbeitslosenquote sank im Januar 2018 auf 8,6 %, den niedrigsten Stand seit Ende 2008. Das reale BIP wird den Projektionen zufolge in der ersten Jahreshälfte 2018 weiter kräftig wachsen. Dies steht im Einklang mit der sehr guten Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern.

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 weder vom EZB-Rat verabschiedet, noch spiegeln sie notwendigerweise dessen Ansichten zum Ausblick für den Euroraum wider. Informationen zu den verwendeten Verfahren und Techniken finden sich in der EZB-Publikation *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* vom Juli 2016, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Redaktionsschluss für technische Annahmen, beispielsweise zu den Ölpreisen und Wechselkursen, war der 13. Februar 2018 (siehe Kasten 1). Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen sonstigen Daten war der 19. Februar 2018. Die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen beziehen sich auf den Zeitraum von 2018 bis 2020. Bei ihrer Interpretation ist zu berücksichtigen, dass Projektionen für einen so langen Zeitraum mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet sind. Siehe EZB, „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet – eine Bewertung“, Monatsbericht Mai 2013.

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

² Die Zahlen beziehen sich auf arbeitstäglich bereinigte Daten.

Auf mittlere Sicht bleiben die grundlegenden Bedingungen für einen anhaltenden Aufschwung bestehen. Einige positive Faktoren dürften die Binnennachfrage weiter begünstigen. Der sehr akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB wirkt weiterhin auf die Wirtschaft durch. Das Wachstum bei den Ausleihungen an den privaten Sektor nimmt weiter zu, beflügelt durch niedrige Zinsen und günstige Kreditvergabebedingungen. Ein geringerer Entschuldungsbedarf wird ebenfalls zur Dynamik der privaten Ausgaben beitragen. Zusätzlich dürfte das Wachstum der privaten Konsumausgaben und der Wohnungsbauinvestitionen von einer weiteren Verbesserung der Lage an den Arbeitsmärkten und einer Zunahme des Nettovermögens der privaten Haushalte profitieren. Gleichzeitig werden die Unternehmensinvestitionen ihren Erholungskurs fortsetzen, was auch den Anstieg der Gewinnaufschläge vor dem Hintergrund eines zunehmenden Nachfragedrucks widerspiegelt. Die Ausfuhren des Euroraums dürften weiterhin robust bleiben. Sie profitieren vom anhaltenden Wachstum der Weltwirtschaft und dem damit verbundenen Anstieg der Auslandsnachfrage nach Produkten des Eurogebiets.

Tabelle 1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet¹⁾

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	März 2018				Dezember 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reales BIP	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1-2,7] ²⁾	[0,9-2,9] ²⁾	[0,7-2,7] ²⁾	[2,3-2,5] ²⁾	[1,7-2,9] ²⁾	[0,9-2,9] ²⁾	[0,6-2,8] ²⁾
Private Konsumausgaben	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Konsumausgaben des Staates	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Bruttoanlageinvestitionen	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Ausfuhren ³⁾	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Einfuhren ³⁾	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Beschäftigung	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Arbeitslosenquote (in % der Erwerbspersonen)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
HVPI	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1-1,7] ²⁾	[0,6-2,2] ²⁾	[0,8-2,6] ²⁾	[1,5-1,5] ²⁾	[0,9-1,9] ²⁾	[0,7-2,3] ²⁾	[0,8-2,6] ²⁾
HVPI ohne Energie	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel und Änderungen indirekter Steuern ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Lohnstückkosten	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Arbeitsproduktivität	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Struktureller Haushaltssaldo (in % des BIP) ⁵⁾	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Öffentliche Schuldenquote (in % des BIP)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	2,8

1) Das reale BIP und seine Komponenten beziehen sich auf arbeitstäglich bereinigte Daten.

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

3) Einschließlich des Handels der Euro-Länder untereinander.

4) Der Teilindex basiert auf Schätzungen tatsächlicher Auswirkungen indirekter Steuern. Es könnten sich hier Unterschiede zu Eurostat-Daten ergeben, da diese auf der Annahme beruhen, dass steuerliche Effekte vollständig und unmittelbar auf den HVPI durchwirken.

5) Berechnet als öffentlicher Finanzierungssaldo, bereinigt um vorübergehende Effekte des Konjunkturzyklus und befristete staatliche Maßnahmen (Details zum Ansatz des ESZB finden sich in *Working Paper Series* der EZB, Nr. 77, September 2001, und *Working Paper Series* der EZB, Nr. 579, Januar 2007). Die Projektion des strukturellen Saldos leitet sich nicht von einer aggregierten Messgröße der Produktionslücke ab. Gemäß der Methodik des ESZB werden die Konjunkturkomponenten für verschiedene Einnahmen und Ausgaben separat berechnet. Eine detailliertere Darstellung findet sich in Kasten 13 (Konjunkturberichtigung des öffentlichen Finanzierungssaldos) des EZB-Monatsberichts vom März 2012 und in Kasten 6 (Zum strukturellen Finanzierungssaldo als Indikator der zugrunde liegenden Haushaltsposition) des EZB-Monatsberichts vom September 2014.

Den Projektionen zufolge wird sich das Wachstum des realen BIP im Projektionszeitraum jedoch etwas abschwächen, da zahlreiche begünstigende Faktoren allmählich wegfallen. Die Wirkung von in der Vergangenheit beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen dürfte über den Projektionszeitraum hinweg langsam nachlassen. Ein Anstieg beim Vorsichtssparen und ein Rückgang des Beschäftigungswachstums – teilweise infolge eines zunehmend hemmend wirkenden Arbeitskräftemangels in einigen Ländern – könnte die Entwicklung der privaten Konsumausgaben abschwächen. Die starke Aufwertung des Euro seit April 2017 und ein Wachstumsrückgang der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums dürften das Exportwachstum dämpfen.

Das Wachstum des real verfügbaren Einkommens bleibt stabil. Der Beitrag der Bruttolöhne und -gehälter zum Wachstum des nominal verfügbaren Einkommens dürfte über den Projektionszeitraum weitgehend unverändert bleiben, da die stärkere Nominallohnsteigerung die Folgen der Verlangsamung des Beschäftigungswachstums ausgleicht. Das Wachstum der sonstigen privaten Einkünfte wird den Projektionen zufolge anziehen, was die positive Entwicklung der Gewinne und des Vermögenseinkommens widerspiegelt. Das Wachstum des real verfügbaren Einkommens dürfte 2018 und 2019 an Stärke gewinnen, bevor es sich 2020 aufgrund des sich festigenden Anstiegs der Verbraucherpreise abschwächt.

Der Anstieg der privaten Konsumausgaben bleibt positiv. Ein sehr hohes Niveau des Verbrauchervertrauens, eine erwartete weitere Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt sowie steigende Reallöhne je Arbeitnehmer deuten auf ein robustes Konsumwachstum in den nächsten Quartalen hin. Mittelfristig dürften die privaten Konsumausgaben jedoch etwas hinter das Wachstum des real verfügbaren Einkommens zurückfallen, weil die privaten Haushalte ihre Einkünfte voraussichtlich zunehmend ansparen werden.

Auch die vorteilhaften Kreditvergabebedingungen der Banken, die durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB begünstigt werden, und der beim Schuldenabbau erzielte Fortschritt sind dem Wachstum des privaten Konsums förderlich. Da sich das niedrige Zinsniveau sowohl in den Zinserträgen als auch in den Zinszahlungen privater Haushalte niederschlägt, bewirkt es tendenziell eine Umverteilung der Ressourcen von Nettosparern zu Nettoschuldnern. Da die marginale Konsumneigung von Nettoschuldnern üblicherweise höher ist, sollten die aggregierten privaten Konsumausgaben durch diese Umverteilung gestützt werden. Zudem dürften das steigende Nettovermögen der privaten Haushalte und die beim Verschuldungsabbau erzielten Fortschritte die privaten Konsumausgaben ebenfalls begünstigen.

Die Sparquote der privaten Haushalte dürfte sich im Projektionszeitraum gegenüber den historischen Tiefstwerten allmählich erholen. Die Sparquote ist in der jüngsten Vergangenheit zurückgegangen, was in erster Linie die verbesserte wirtschaftliche und finanzielle Lage der Haushalte sowie die Auswirkungen der äußerst niedrigen Zinsen auf ihre Sparneigung widerspiegelt. Sie dürfte über den Projektionszeitraum hinweg wieder steigen. Die Gründe dafür liegen in der erwarteten Zunahme des Vorsichtssparens vor dem Hintergrund einer nachlassenden Konjunkturerholung und im höheren Beitrag der Selbstständigen-

und Vermögenseinkommen. Zudem wird erwartet, dass die Sparquote der privaten Haushalte infolge der Senkung direkter Steuern in einigen Ländern steigen wird.

Kasten 1

Technische Annahmen im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise

Im Vergleich zu den Projektionen vom Dezember 2017 enthalten die technischen Annahmen einen stärkeren Wechselkurs des Euro, vor allem gegenüber dem US-Dollar, höhere Ölpreise und höhere Zinssätze. Die technischen Annahmen zu den Zinssätzen und Rohstoffpreisen beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss war der 13. Februar 2018. 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 2018, von $-0,1\%$ für 2019 und von $0,4\%$ für 2020. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von $1,3\%$ im laufenden, $1,6\%$ im kommenden und $1,9\%$ im übernächsten Jahr.³ Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2017 sind die Markterwartungen hinsichtlich des Niveaus der Kurzfristzinsen für 2019 um 10 Basispunkte und für 2020 um 30 Basispunkte nach oben korrigiert worden, während die Langfristzinsen über den Projektionszeitraum hinweg um rund 20 Basispunkte nach oben korrigiert worden sind.

Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird anhand der von den Terminmärkten nach dem Durchschnitt der zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss am 13. Februar 2018 abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass der Preis pro Barrel für Rohöl der Sorte Brent von 54,4 USD im Jahr 2017 auf 65,0 USD im Jahr 2018 steigt und in der Folge auf 61,2 USD im Jahr 2019 und 58,3 USD im Jahr 2020 sinkt. Somit würden sich die auf US-Dollar lautenden Ölpreise gegenüber den Projektionen vom Dezember 2017 im laufenden Jahr um $5,5\%$, 2019 um $3,8\%$ und 2020 um $1,7\%$ erhöhen. Den Annahmen zufolge werden die Preise für Rohstoffe ohne Energie in US-Dollar 2018 weiter deutlich anziehen und danach in etwas geringerem Maße weiter steigen.⁴

Es wird angenommen, dass die bilateralen Wechselkurse über den Projektionshorizont hinweg unverändert auf dem durchschnittlichen Niveau bleiben, das im Zweiwochenzeitraum bis zum Redaktionsschluss am 13. Februar 2018 vorherrschte. Dies impliziert einen durchschnittlichen USD/EUR-Wechselkurs von 1,23 im Jahr 2018 und 1,24 in den Jahren 2019 und 2020 (gegenüber 1,17 in den Projektionen vom Dezember 2017). Der effektive Wechselkurs des Euro (gegenüber 38 Handelspartnern) ist $1,6\%$ höher als in den Projektionen vom Dezember 2017 angenommen.

³ Die Annahme im Hinblick auf die nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum beruht auf dem gewichteten Durchschnitt der Renditen der zehnjährigen Benchmark-Anleihen der Länder. Diese Renditen werden mit den jährlichen BIP-Zahlen gewichtet und anhand eines Zukunftsprofils fortgeschrieben, das aus der Zinsstrukturkurve der EZB für die Zehnjahres-Pari-Rendite aller Anleihen des Euroraums abgeleitet wird. Dabei wird die anfängliche Abweichung zwischen den beiden Reihen über den Projektionszeitraum hinweg konstant gehalten. Die Abstände zwischen länderspezifischen Staatsanleiherenditen und dem entsprechenden Euroraum-Durchschnitt werden über den Projektionszeitraum hinweg als konstant angenommen.

⁴ Die Annahmen bezüglich der Öl- und Nahrungsmittelpreise beruhen auf den Terminkontraktpreisen bis zum Ende des Projektionszeitraums. Für die übrigen Rohstoffe (ohne Energie) wird davon ausgegangen, dass deren Preise bis zum ersten Quartal 2019 den Terminkontraktpreisen folgen und sich anschließend der globalen Konjunktur entsprechend entwickeln werden.

Technische Annahmen

	März 2018				Dezember 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Ölpreis (in USD/Barrel)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
USD/EUR-Wechselkurs	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-38) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

Die Erholung der Wohnungsbauminvestitionen dürfte anhalten. Die Wohnungsbauminvestitionen haben in den letzten Quartalen stark zugelegt, getragen durch günstige Finanzierungsbedingungen und das mit der anhaltenden Schaffung von Arbeitsplätzen verbundene zunehmende Einkommenswachstum. Darüber hinaus scheinen die Abwärtskorrekturen an den Wohnimmobilienmärkten in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets beendet zu sein. Aus Umfragen geht hervor, dass private Haushalte verstärkt planen, innerhalb der kommenden zwei Jahre Wohnungen zu kaufen, zu bauen oder zu modernisieren. Die grundlegenden Bedingungen für eine weitere Erholung der Wohnungsbauminvestitionen sind über den Projektionszeitraum hinweg nach wie vor gegeben. Dennoch ist mit gewissen Dynamikeinbußen zu rechnen, in denen die reife Phase des Wohnimmobilienzyklus, die nachlassende Wirkung fiskalischer Anreize in einigen Ländern sowie negative demografische Trends zum Ausdruck kommen.

Die Unternehmensinvestitionen dürften über den Projektionszeitraum hinweg – wengleich mit geringerem Tempo – weiter ansteigen. Mehrere Faktoren werden die Unternehmensinvestitionen den Erwartungen zufolge weiter stützen: Das Unternehmerv Vertrauen ist angesichts sehr positiver Produktionserwartungen und einer äußerst günstigen Auftragslage nach wie vor sehr hoch, die Kapazitätsauslastung steigt weiter rasch an und nähert sich dem vor der Krise verzeichneten Höchststand, die Finanzierungsbedingungen dürften über den Projektionszeitraum hinweg sehr günstig bleiben und die Gewinnzuschläge dürften angesichts eines bereits liquiditätsstarken Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften steigen. Darüber hinaus ist die Verschuldungsquote (Verhältnis der Schulden zum Gesamtvermögen) im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aufgrund der deutlichen Erholung der Aktienkurse in den letzten Jahren (trotz der leichten Korrektur) und des moderaten Wachstums der Fremdfinanzierung fast auf ihren historischen Tiefstand gesunken. Allerdings ist die konsolidierte Bruttoverschuldung (Verhältnis der Schulden zum Einkommen) weit weniger stark zurückgegangen und hat inzwischen etwa das Vorkrisenniveau erreicht. In einem allmählichen Nachlassen der Dynamik der Unternehmensinvestitionen über den Projektionszeitraum hinweg spiegelt sich zudem die insgesamt rückläufige Binnen- und Auslandsnachfrage wider.

Kasten 2

Das außenwirtschaftliche Umfeld

Das Expansionstempo der Weltwirtschaft nahm in der zweiten Jahreshälfte 2017 zu, wobei das Wachstum von Wirtschaftstätigkeit und Handel an Breite gewann.

Daten und Umfrageindikatoren deuten auf ein nachhaltiges Wachstum der Weltwirtschaft auf kurze Sicht hin, der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) liegt nahe an seinem langfristigen Durchschnitt. Die globalen Finanzierungsbedingungen bleiben trotz der seit Anfang 2018 weltweit steigenden Zinssätze akkommodierend. Die langfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten und an den globalen Aktienmärkten gingen im Februar deutlich zurück und die Volatilität nahm zu. Für die Zukunft wird damit gerechnet, dass das Wachstum der Weltwirtschaft weitgehend stabil, jedoch unter dem Vorkrisenniveau des Potenzialwachstums bleibt. Die Aussichten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften stehen im Zeichen einer robusten Wachstumsdynamik, die sich aufgrund der jüngsten Steuerreform in den Vereinigten Staaten auf kurze Sicht noch steigern dürfte. Danach wird mit einem leichten Rückgang des Produktionswachstums gerechnet, wenn die Erholung ihre Reifephase erreicht und die Produktionslücken allmählich in den positiven Bereich übergehen. Die Aussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften werden durch die Erholung in den rohstoffexportierenden Ländern – vor allem Brasilien und Russland – sowie ein robustes Wachstum in Indien und China getragen. Die globale Wirtschaftstätigkeit (ohne Euro-Währungsgebiet) wird den Projektionen zufolge 2018 um 4,1 % zunehmen und sich 2020 allmählich auf 3,7 % verlangsamen. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2017 wird das weltweite BIP-Wachstum für den Zeitraum von 2017 bis 2019 nach oben korrigiert. Darin spiegelt sich vor allem der positive Effekt des finanzpolitischen Maßnahmenpakets der USA wider.

Das außenwirtschaftliche Umfeld

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

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

1) Berechnet als gewichteter Durchschnitt der Importe.

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

Der Welthandel hat in der ersten Jahreshälfte 2017 ein ungewöhnlich starkes Wachstum verzeichnet und dürfte in den nächsten Quartalen robust bleiben, was sich auch in positiven Indikatoren für den Welthandel widerspiegelt.

Auf mittlere Sicht dürften die Handelsaussichten den Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum stärker entsprechen (verankert bei einer Handelselastizität des globalen BIP-Wachstums von etwa 1). Die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums dürfte im laufenden Jahr um 5,5 % und 2018 um 4,7 % steigen. Für 2019 und 2020 wird ein Anstieg um 4,1 % bzw. 3,6 % erwartet. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2017 wurde die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums nach oben korrigiert. Darin spiegelt sich vor allem der positive Effekt der US-Steuerreform wider, die die Importnachfrage in den Vereinigten Staaten ankurbeln dürfte.

Kasten 3

Einflussfaktoren der Aussichten für den Welthandel

Nach einer längeren Phase verhaltenen Wachstums hat sich der Welthandel in den vergangenen 18 Monaten wieder belebt. Die weltweiten Einfuhren stiegen 2017 um 5,5 % – ein Zuwachs deutlich über dem Durchschnitt der Jahre 2012 bis 2016. Das Wachstum der weltweiten Einfuhren war zudem höher als das der Weltwirtschaft, was auf einen Anstieg der Einkommenselastizität des Welthandels hindeutet. Wenngleich sich in der jüngsten Belebung des Welthandels zum Teil auch einige spezifische Einmalfaktoren niederzuschlagen scheinen, insbesondere eine kräftige Ausweitung des Handels in einigen asiatischen Schwellenländern sowie die natürliche Volatilität der globalen Handelsdaten, so hat die Erholung des Welthandels im vergangenen Jahr doch offenbar alle Regionen erfasst. Alle bis auf fünf der 32 größten Volkswirtschaften der Welt verzeichneten 2017 einen Anstieg ihrer Importe gegenüber dem Durchschnitt der vorangegangenen fünf Jahre.

Die konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft und insbesondere der Investitionstätigkeit hat zur Belebung des Welthandels beigetragen. Nach der enttäuschenden Entwicklung der vergangenen Jahren sind inzwischen Anzeichen für eine konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft erkennbar. Von größerer Bedeutung für die Welthandel ist, dass die Investitionstätigkeit als relativ importintensive Nachfragekomponente nach Durchschreiten der Talsohle zu Beginn des Jahres 2016 (die den Tiefpunkt des Wachstums des Welthandels markierte) in den letzten Quartalen spürbar zugenommen und inzwischen fast den Vorkrisendurchschnitt erreicht hat. Im Aufschwung der Wirtschafts- und Investitionstätigkeit schlagen sich mehrere Faktoren nieder: die zunehmend förderliche Politik in den Industrieländern, die Lockerung finanzpolitischer Restriktionen und die nach wie vor äußerst akkommodierende Geldpolitik. Die günstigen Finanzierungsbedingungen und das hohe Vertrauen spielten ebenfalls eine Rolle. Darüber hinaus haben stabile oder steigende Rohstoffpreise die Investitionstätigkeit in rohstoffexportierenden Volkswirtschaften gestützt, die nach der erheblichen Verschlechterung ihrer Terms of Trade nach 2014 eingebrochen war.

Länderspezifische Importnachfragemodelle untermauern die Rolle der Investitionstätigkeit als Triebfeder der jüngsten Handelsentwicklungen. Schätzungen anhand von Standardmodellen der Importnachfrage für 19 Länder, auf die 75 % der weltweiten Einfuhren entfallen, bestätigen, dass der Aufschwung zum Teil durch die weltweit steigende Investitionsnachfrage gestützt wurde. Eine weitere, ebenfalls anhand der Modelle belegte Erklärung des zuletzt starken Wachstums des Handels ist die hohe Prozyklizität der Einkommenselastizität des Handels: In konjunkturellen Aufschwungsphasen, in denen das Wirtschaftswachstum höher als das Trendwachstum ist, steigt tendenziell auch die Einkommenselastizität des Handels. Diese Interpretation entspricht der bisherigen Erfahrung: Als sich die Weltwirtschaft von der in den Jahren 2015 und 2016 verzeichneten Schwäche erholte, wuchs der Welthandel noch schneller, d. h., die Einkommenselastizität des Handels nahm wieder zu.

Die den jüngsten Anstieg der Einkommenselastizität des Handels begünstigenden Faktoren dürften über den Projektionszeitraum hinweg abklingen. Den Projektionen zufolge dürfte die weltweite Investitionstätigkeit noch leicht weiter ansteigen, wenn die Erholung ihre Reifephase erreicht, die Kapazitätsreserven zurückgehen und sich das Wachstum der Weltwirtschaft verlangsamt. Zudem ist eine Abschwächung des weltweiten konjunkturellen Aufschwungs zu erwarten. Mit der Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums dürfte deshalb auch die Einkommenselastizität des Handels abnehmen, was auf das verhaltenere Investitionswachstum und auch auf ihre prozyklische Natur zurückzuführen ist. Gegen Ende des Projektionszeitraums

dürfte somit das Wachstum der Importe stärker dem Wirtschaftswachstum entsprechen. Dies deckt sich mit Anzeichen dafür, dass längerfristige strukturelle Faktoren – insbesondere die rasante Ausweitung der globalen Wertschöpfungsketten –, die bislang ursächlich dafür waren, dass der Welthandel schneller als die Weltwirtschaft wuchs, seit der Finanzkrise in ihrer Wirkung nachgelassen haben.⁵

Die jüngste Aufwertung des Euro wird den Projektionen zufolge das Wachstum der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums dämpfen. Nach dem robusten Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2017 dürften die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets aufgrund der jüngsten Aufwertung des Euro etwas langsamer wachsen als die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums, was voraussichtlich einen gewissen Rückgang der Exportmarktanteile mit sich bringen wird. Die Einfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets dürften von der positiven Entwicklung der Binnennachfrage und dem stärkeren Euro profitieren. Das Importwachstum wird sich den Projektionen zufolge weniger stark verlangsamen als das Exportwachstum. Dadurch wird der Beitrag des Außenhandels zum Wirtschaftswachstum im Jahresverlauf 2018 leicht negativ und danach neutral ausfallen.

Das Beschäftigungswachstum wird sich den Projektionen zufolge abschwächen. Die Zahl der Beschäftigten im Euro-Währungsgebiet ist im dritten Quartal 2017 um 0,4 % gestiegen und dürfte im vierten Quartal weiter zugelegt haben. In letzter Zeit ist länderübergreifend ein breit angelegtes Beschäftigungswachstum zu beobachten, und zukunftsorientierte Umfragen deuten auf kurze Sicht auf eine weitere robuste Dynamik hin. Danach dürfte das Beschäftigungswachstum etwas an Fahrt verlieren, weil der Einfluss einiger günstiger temporärer Faktoren (etwa finanzpolitischer Stimulierungsmaßnahmen in einigen Ländern) voraussichtlich allmählich nachlassen und die Beschäftigung im öffentlichen Sektor in einigen Ländern zurückgehen wird.

Das Wachstum der Erwerbsbevölkerung dürfte durch einen Arbeitskräftemangel zunehmend gedämpft werden. Es wird damit gerechnet, dass die Zahl der Erwerbspersonen im Projektionszeitraum durch die Nettozuwanderung von Arbeitskräften, die erwartete Integration von Flüchtlingen und einen weiteren Anstieg der Erwerbsbeteiligung weiter zunehmen wird. Gleichwohl dürften diese positiven Effekte im Projektionszeitraum durch die Auswirkungen einer zunehmend ungünstigen Bevölkerungsentwicklung allmählich ausgeglichen werden. Dies trägt ebenfalls zur Verlangsamung des Beschäftigungswachstums in den Jahren 2019 und 2020 bei.

Im Jahr 2020 dürfte die Arbeitslosenquote auf 7,2 % zurückgehen. Die Arbeitslosenquote sank im Januar 2018 auf 8,6 %, den niedrigsten Stand seit Ende

⁵ Siehe auch Europäisches System der Zentralbanken, Task Force des Ausschusses für internationale Beziehungen, Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?, *Occasional Paper Series* der EZB, Nr. 178, 2016.

2008. Mit Blick auf die Zukunft wird die Zahl der Arbeitslosen den Projektionen zufolge weiter merklich abnehmen und sich ihrem Vorkrisentiefstand nähern.

Das Arbeitsproduktivitätswachstum wird entsprechend seinem zyklischen Verlaufsmuster voraussichtlich höher sein als in den Vorjahren. Die Arbeitsproduktivität hat 2017 mit dem Nachlassen des oben erwähnten temporären Beschäftigungswachstums Fahrt aufgenommen. Mit Blick auf die Zukunft deuten die zunehmende Auslastung des Faktors Kapital vor dem Hintergrund der nachlassenden Kapazitätsunterauslastung, ein Anstieg der geleisteten Arbeitsstunden pro Erwerbstätigem und ein leichtes Plus bei der Gesamtfaktorproduktivität auf ein weitgehend anhaltendes Arbeitsproduktivitätswachstum über den Projektionszeitraum hin. Allerdings wird es von 2019 bis 2020 geringfügig unter seinem durchschnittlichen Vorkrisenniveau von 1,0 % liegen.

Das Wachstum des realen BIP dürfte bis 2020 über dem Potenzialwachstum bleiben. Schätzungen zufolge hat das Wachstum des Produktionspotenzials in den vergangenen Jahren aufgrund günstigerer Beiträge der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit sowie der totalen Faktorproduktivität etwas an Dynamik gewonnen. Gegen Ende des Projektionszeitraums dürfte das Potenzialwachstum zwar nach wie vor hinter dem Wachstum des realen BIP liegen, aber dennoch weitgehend die unmittelbar vor der Krise verzeichneten Wachstumsraten erreichen. Es ist jedoch zu beachten, dass das Potenzialwachstum und seine Bestimmungsfaktoren nicht beobachtbar sind und dass entsprechende Schätzungen mit einer erheblichen Unsicherheit behaftet sind.

Im Vergleich zu den Projektionen vom Dezember 2017 wurde das Wachstum des realen BIP für das laufende Jahr nach oben korrigiert, die Werte für die Jahre 2019 und 2020 bleiben unverändert. Hauptgründe der Aufwärtskorrektur für 2018 sind die unerwartet positive Entwicklung der Stimmungslage bei Unternehmen und Verbrauchern, die auf eine stärkere Wachstumsdynamik hindeutet, sowie Aufwärtskorrekturen der Auslandsnachfrage. Danach dürften die negativen Auswirkungen der jüngsten Aufwertung des Euro auf Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums und höhere Langfristzinsen den positiven Effekt der stärkeren Wachstumsdynamik weitgehend neutralisieren.

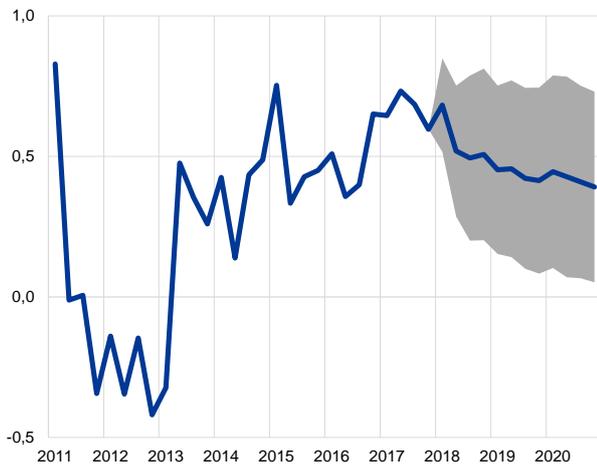
Abbildung 1

Gesamtwirtschaftliche Projektionen¹⁾

(Quartalswerte)

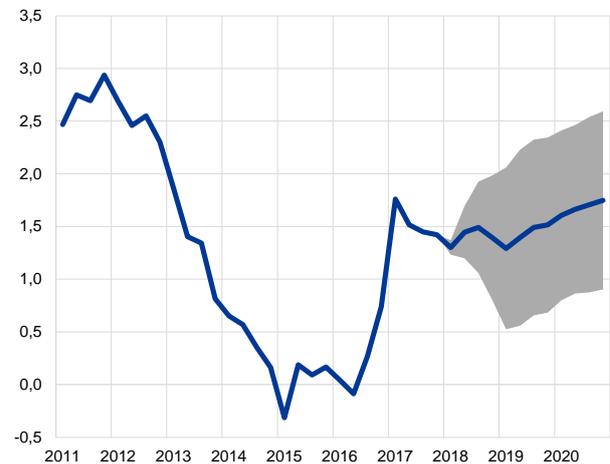
Reales BIP des Euro-Währungsgebiets²⁾

(Veränderungen gegen Vorquartal in %)



HVPI des Euro-Währungsgebiets

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)



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

2) Arbeitstäglich bereinigte Daten.

2

Preise und Kosten

Die am HVPI gemessene Teuerung dürfte erst gegen Ende des Projektionszeitraums steigen, da der Rückgang der HVPI-Energiepreisinflation in den Jahren 2018 und 2019 den Anstieg der Kerninflation voraussichtlich weitgehend ausgleichen wird. Die am HVPI gemessene Inflation wird den Projektionen zufolge 2018 und 2019 im Durchschnitt bei 1,4 % liegen und 2020 auf 1,7 % steigen. Eine Betrachtung der Komponenten zeigt, dass die HVPI-Energiepreisinflation in den kommenden Monaten zwar aufgrund der jüngsten Ölpreiserhöhungen und einiger aufwärtsgerichteter Basiseffekte steigen, aber ab Ende 2018 deutlich sinken und Mitte 2019 in etwa bei null liegen dürfte. Der flache Verlauf der HVPI-Energiepreise ab Mitte 2019 spiegelt das leicht abwärtsgerichtete Verlaufsmuster der Terminkurve für Ölpreise in Verbindung mit Aufwärtseffekten aus Energiesteuern und -abgaben wider. Die am HVPI gemessene Teuerung bei Nahrungsmitteln dürfte – gestützt durch das angenommene Anziehen der Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe und aufwärtsgerichtete Effekte aus steigenden Tabaksteuern – moderat zulegen. Der zugrunde liegende Preisdruck wird den Projektionen zufolge zunehmen, weil das Wirtschaftswachstum das Potenzialwachstum übersteigt und die positive Produktionslücke größer wird.

Insbesondere werden die zunehmend angespannte Lage am Arbeitsmarkt und der spürbare Arbeitskräftemangel in einigen Ländern dem Lohnwachstum neuen Schub verleihen. Diese Kostensteigerungen dürften sich im derzeit durch kräftiges Wachstum geprägten Umfeld in den Preisen niederschlagen. Die jüngsten Ölpreiserhöhungen und die angenommenen Preissteigerungen bei Rohstoffen ohne

Energie werden voraussichtlich temporäre aufwärtsgerichtete indirekte Auswirkungen auf die zugrunde liegende Inflation zur Folge haben. Obwohl die jüngste Aufwertung des Euro die Inflation dämpfen dürfte, sollte die aktuell starke Wachstumsdynamik im Eurogebiet in Anbetracht der damit verbundenen größeren Preissetzungsmacht von Unternehmen im Euroraum diesen Effekt bis zu einem gewissen Grad ausgleichen. Insgesamt wird die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel den Projektionen zufolge schrittweise auf 1,8 % im Jahr 2020 ansteigen.

Das Lohnwachstum dürfte im Projektionszeitraum deutlich anziehen, da sich die Lage an den Arbeitsmärkten verschärft und Maßnahmen, die das Lohnwachstum in den vergangenen Jahren in einigen Ländern gedämpft haben, auslaufen. Den Projektionen zufolge wird die Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 1,6 % im Jahr 2017 auf 2,7 % im Jahr 2020 steigen. Die Ursache einer für 2019 erwarteten Verlangsamung ist die Umsetzung einer finanzpolitischen Maßnahme in Frankreich, nämlich die Umwandlung einer Steuergutschrift (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE) in eine dauerhafte Senkung der Sozialbeiträge der Arbeitgeber.⁶ Das Wachstum der Lohnstückkosten dürfte angesichts des weitgehend unveränderten Tempos des Produktivitätswachstums über den Projektionszeitraum hinweg ähnlich stark anziehen wie die Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer (von 0,8 % im Jahr 2017 auf 1,8 % im Jahr 2020). Die Haupttriebfeder für die Lohnsteigerungen ist die erwartete weitere Verbesserung Arbeitsmarktbedingungen aufgrund der zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten und der deutlichen Verknappung des Arbeitskräfteangebots in einigen Teilen des Euroraums. Über diese Konjunkturdynamik hinaus ist davon auszugehen, dass der signifikante Anstieg der Gesamtinflation im Jahr 2017 gegenüber dem vorangegangenen Dreijahreszeitraum ebenfalls zu einem stärkeren Lohnwachstum in den Euro-Ländern beiträgt, in denen der Lohnbildungsprozess vergangenheitsbezogene Indexierungs- oder Erwartungselemente beinhaltet. Des Weiteren dürften krisenbedingte lohdämpfende Faktoren wie die Notwendigkeit einer Lohnzurückhaltung zur Wiedererlangung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in einigen Ländern und die aufgestaute Lohnzurückhaltung angesichts der nach unten hin starren Begrenzung der Nominallöhne während der Krise im Zuge der in den Euro-Ländern anhaltenden und an Breite gewinnenden wirtschaftlichen Erholung allmählich nachlassen. Schließlich werden in einigen Ländern die lohdämpfenden Effekte von Maßnahmen zur Verringerung der Sozialbeiträge nachlassen, da diese Maßnahmen in den kommenden Jahren allmählich auslaufen, und die Lohnstopps im öffentlichen Dienst voraussichtlich enden.

Es wird damit gerechnet, dass sich die Gewinnmargen im ersten Abschnitt des Projektionszeitraums etwas schneller ausweiten als im vergangenen Jahr. Die Gewinnmargen haben vor kurzem begonnen, sich stärker auszuweiten. Grund dafür sind weniger nachteilige Veränderungen der Terms of Trade sowie die

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

Konjunkturaufhellung. Diese Verbesserungen dürften sich im Zuge des anhaltenden Konjunkturaufschwungs fortsetzen. Allerdings wird der projizierte Anstieg der Lohnstückkosten und indirekten Steuern je BIP-Einheit (abzüglich Subventionen) das Wachstum der Gewinnmargen, insbesondere gegen Ende des Projektionszeitraums, voraussichtlich dämpfen.

Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise nahm 2017 wieder zu und dürfte über den Projektionszeitraum hinweg weiterhin im positiven Bereich liegen, wenn auch moderater ausfallen als zuletzt. Der recht robuste Anstieg der Einfuhrpreise im Jahr 2017 liegt insbesondere im Umschwung bei den Ölpreisen und in der Entwicklung der Rohstoffpreise (ohne Energie) begründet. Grund für die Verlangsamung des Importpreiswachstums nach 2017 sind die angenommenen gedämpften Aussichten für die Ölpreise, aber auch die eher moderate Entwicklung der Preise für andere Rohstoffe. Zudem hemmt die Aufwertung des Euro die Auswirkungen der Rohstoffpreisentwicklungen und des allmählich zunehmenden globalen Drucks auf die Einfuhrpreise im Euro-Währungsgebiet. Generell dürfte der zugrunde liegende weltweite Inflationsdruck über den Projektionszeitraum hinweg allmählich zunehmen, da die globalen Produktionskosten im Einklang mit der nachlassenden weltweiten Kapazitätsunterauslastung steigen.

Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2017 wurden die Aussichten für die HVPI-Inflation für 2019 leicht nach unten korrigiert. Während der angenommene Anstieg der in US-Dollar gerechneten Ölpreise die inflationsdämpfenden Effekte des höheren Euro-Wechselkurses im Jahr 2018 noch ausgleicht, dominieren 2019 die Effekte der Aufwertung des Euro und bedingen geringfügig schwächere Aussichten für die HVPI-Inflation.

3 Haushaltsaussichten

Der finanzpolitische Kurs im Euroraum dürfte über den Projektionszeitraum hinweg im Durchschnitt weitgehend neutral bleiben. Die Messgröße für den finanzpolitischen Kurs ist die Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos nach Abzug der staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor. Im Jahr 2017 wurden Senkungen direkter Steuern und höhere Transferzahlungen an private Haushalte durch höhere indirekte Steuern und ein verhalteneres Wachstum der staatlichen Konsumausgaben vollständig neutralisiert. 2018 wird der finanzpolitische Kurs vor allem durch Senkungen von direkten Steuern und Sozialbeiträgen und die Annahme eines dynamischeren Wachstums der öffentlichen Investitionen geprägt, wobei höhere indirekte Steuern und ein gedämpfter Anstieg der aktuellen öffentlichen Ausgaben nur teilweise neutralisierend wirken. Der finanzpolitische Kurs dürfte von 2019 bis 2020 im Durchschnitt ebenfalls neutral ausfallen, da weitere Senkungen der direkten Steuern und der Sozialbeiträge durch die fortgesetzte staatliche Ausgabenzurückhaltung ausgeglichen werden dürften.

Die Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte werden den Projektionen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg abnehmen. Der Projektion des finanzpolitischen Kurses zufolge wird sich das Defizit der öffentlichen

Haushalte über den Projektionszeitraum hinweg allmählich verringern, was in erster Linie einer Verbesserung der konjunkturellen Komponente sowie geringeren Zinszahlungen zuzuschreiben ist. Der konjunkturbereinigte Primärsaldo dürfte über den Projektionszeitraum hinweg stabil bleiben. Die öffentliche Schuldenquote wird im Projektionszeitraum angesichts eines günstigen Zins-Wachstums-Differenzials⁷ und des Primärüberschusses voraussichtlich weiter sinken. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2017 deuten die Haushaltsaussichten auf eine leichte Verringerung der Defizit- und Schuldenquoten hin. Grund dafür ist vor allem eine günstigere gesamtwirtschaftliche Entwicklung.

Kasten 4

Sensitivitätsanalysen

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

1) Divergierende Entwicklung des Ölpreises

Alternative Ölpreismodelle weisen darauf hin, dass die Ölpreise über den Projektionszeitraum höher sein könnten als in Öfterminkontrakten impliziert. Die den Basisprojektionen zugrunde liegenden technischen Annahmen für die Ölpreisentwicklung prognostizieren auf Basis der Öfterminmärkte einen Abwärtstrend der Ölpreise. Demnach dürfte der Preis für Rohöl der Sorte Brent bis Ende des Jahres 2020 bei rund 58 USD pro Barrel liegen. Diese in Öfterminkontrakten implizierte Entwicklung steht im Einklang mit einer robusten Zunahme der weltweiten Ölnachfrage im Zuge der Belebung der Weltwirtschaft. Auf der Angebotsseite dürften geopolitische Faktoren und die Vereinbarung zwischen OPEC- und einigen Nicht-OPEC-Produzenten über eine Drosselung der konventionellen Ölförderung durch den Ausbau der Schieferölförderung in den Vereinigten Staaten teilweise ausgeglichen werden. Eine Kombination alternativer, von Experten der EZB verwendeter Modelle⁸ zur Projektion der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg deutet auf höhere Ölpreise hin als in den technischen Annahmen unterstellt. Das Eintreten einer divergierenden Entwicklung der Ölpreise, bei der diese die entsprechenden Annahmen im Basisszenario bis 2020 um 13,5 % übertreffen, würde das Wachstum des realen BIP leicht dämpfen und einen rascheren Anstieg der HVPI-Inflation mit sich bringen (um 0,2 Prozentpunkte im Jahr 2019 und um 0,3 Prozentpunkte im Jahr 2020).

2) Divergierende Entwicklung des Wechselkurses

Diese Sensitivitätsanalyse untersucht die Auswirkungen eines weiteren Anstiegs des Euro-Wechselkurses aufgrund einer anhaltenden Zunahme des Anlegervertrauens der Anleger in

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

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

den Euro. Das Szenario basiert auf dem 75. Perzentil der Verteilung der risikoneutralen Dichten, die aus Optionen für den USD/EUR-Wechselkurs am 13. Februar 2018 gewonnen wurde. Der Annahme zufolge wird der Euro gegenüber dem US-Dollar allmählich auf einen Wechselkurs von 1,42 USD/EUR im Jahr 2020 aufwerten. Damit läge er rund 14,6 Prozentpunkte über der dem Basisszenario für 2020 zugrunde liegenden Annahme. Die entsprechende Annahme für den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro spiegelt historische Regelmäßigkeiten wider. Danach entsprechen Änderungen des USD/EUR-Wechselkurses Änderungen des effektiven Wechselkurses mit einer Elastizität von knapp über 50 %. In diesem Szenario eines exogenen Wechselkursschocks deuten die Ergebnisse einer Reihe von makroökonomischen Modellen, die von Experten entwickelt wurden, im Durchschnitt auf ein um 0,1 Prozentpunkte (2018), 0,5 Prozentpunkte (2019) bzw. 0,2 Prozentpunkte (2020) niedrigeres Wachstum des realen BIP hin. Die HVPI-Inflation läge demnach 2018 um 0,1 Prozentpunkte, 2019 um 0,5 Prozentpunkte und 2020 um 0,4 Prozentpunkte unter den Annahmen im Basisszenario. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Schätzungen der Auswirkungen auf Wachstum und Teuerung nur für den Fall eines rein exogenen Wechselkursschocks gelten.

Kasten 5

Prognosen anderer Institutionen

Sowohl von internationalen als auch von privatwirtschaftlichen Organisationen liegen 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 Kalendereinigung angewandt (siehe nachfolgende Tabelle).

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

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

(Veränderung gegenüber Vorjahr in %)

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

Quellen: Europäische Kommission, European Economic Forecast, Winter 2018 (Interim); IWF, World Economic Outlook, Aktualisierung vom Januar 2018 (reales BIP); IWF, World Economic Outlook, Oktober 2017 (HVPI); OECD, Wirtschaftsausblick, November 2017; Prognosen von Consensus Economics, Februar 2018; der Wert von Consensus Economics für 2020 wurde der langfristigen Prognose vom Oktober 2017 entnommen; MJEconomics, Euro Zone Barometer, Februar 2018; EZB, Survey of Professional Forecasters, Januar 2018.

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

© Europäische Zentralbank, 2018

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-18-001-DE-N (pdf)