



Dezember 2018

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

Das reale BIP-Wachstum ging im dritten Quartal 2018 unerwartet zurück. Grund hierfür waren unter anderem temporäre Produktionsengpässe in der Automobilindustrie. Wenngleich die jüngsten Daten schwächer als erwartet ausfallen, war bei den Autoherstellern in den letzten Monaten eine Erholung zu verzeichnen und die fundamentalen Faktoren, die das Wachstum im Euroraum unterstützen, sind im Großen und Ganzen weiterhin gegeben. Auf kurze Sicht wird daher mit einer Wachstumserholung gerechnet. In den projizierten Wachstumsaussichten spiegeln sich die Auswirkungen des sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurses, die sich aufhellende Arbeitsmarktlage, solidere Bilanzen und eine gewisse Lockerung des finanzpolitischen Kurses wider. Der Rückgang des realen BIP-Wachstums von 1,9 % im Jahr 2018 auf 1,5 % im Jahr 2021 erklärt sich hauptsächlich durch den zunehmenden Arbeitskräftemangel in einigen Ländern und die etwas weniger vorteilhaften Finanzierungsbedingungen über den Projektionszeitraum hinweg. Die HVPI-Inflation dürfte im dritten Quartal 2018 mit 2,1 % ihren Höchststand erreicht und bis Ende 2019 mit 1,4 % die Talsohle durchschritten haben, um dann bis zum Jahr 2021 allmählich auf 1,8 % zu steigen. In diesem Verlauf zeigt sich der kräftige Rückgang der gegenwärtig hohen HVPI-Energiepreis-inflation im Jahr 2019, der durch den nachlassenden Effekt von Ölpreissteigerungen in der Vergangenheit bedingt ist. Für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird angesichts der anhaltenden wirtschaftlichen Expansion und einer angespannteren Arbeitsmarktlage eine Erhöhung projiziert.

¹ Diese von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen fließen in die Beurteilung des EZB-Rats hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität ein. Die von Experten der EZB oder des Eurosystems erstellten Projektionen werden weder vom EZB-Rat verabschiedet, noch spiegeln sie notwendigerweise dessen Ansichten zum Ausblick für den Euroraum wider. Informationen zu den verwendeten Verfahren und Techniken finden sich in der EZB-Publikation *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* vom Juli 2016, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Redaktionsschluss für technische Annahmen, beispielsweise zu den Ölpreisen und Wechselkursen, war der 21. November 2018 (siehe Kasten 1). Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen sonstigen Daten war der 28. November 2018. Die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen beziehen sich auf den Zeitraum von 2018 bis 2021. 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.

1 Realwirtschaft

Das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal verlangsamte sich gegenüber der ersten Jahreshälfte 2018. Der Rückgang des realen BIP-Wachstums von 0,4 % in den ersten beiden Quartalen 2018 auf 0,2 % im dritten Quartal hängt zum Teil mit Verzögerungen bei einigen Autoherstellern in Bezug auf das neue Abgas-Testverfahren WLTP (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure) zusammen. Infolgedessen reduzierten die Autohersteller die Produktion drastisch, gerade auch in Deutschland, wo diese Drosselung erheblich zum Rückgang des realen BIP im dritten Quartal beitrug. In einigen anderen Ländern ging das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal angesichts einer nachlassenden Binnennachfrage ebenfalls merklich zurück.

Tabelle 1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet¹⁾

(Veränderung gegenüber Vorjahr in %)

	Dezember 2018				September 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Reales BIP	1,9 [1,8-2,0] ²⁾	1,7 [1,1-2,3] ²⁾	1,7 [0,8-2,6] ²⁾	1,5 [0,5-2,5] ²⁾	2,0 [1,8-2,2] ²⁾	1,8 [1,0-2,6] ²⁾	1,7 [0,6-2,8] ²⁾
Private Konsumausgaben	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	1,6
Konsumausgaben des Staates	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Bruttoanlageinvestitionen	3,5	3,3	2,6	2,1	4,0	3,2	2,9
Ausfuhren ³⁾	2,8	3,5	3,8	3,4	3,1	3,8	3,6
Einfuhren ³⁾	2,7	4,2	4,2	3,6	3,5	4,5	3,9
Beschäftigung	1,4	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,8
Arbeitslosenquote (in % der Erwerbsspersonen)	8,2	7,8	7,5	7,1	8,3	7,8	7,4
HVPI	1,8 [1,8-1,8] ²⁾	1,6 [1,1-2,1] ²⁾	1,7 [0,9-2,5] ²⁾	1,8 [0,9-2,7] ²⁾	1,7 [1,6-1,8] ²⁾	1,7 [1,1-2,3] ²⁾	1,7 [0,9-2,5] ²⁾
HVPI ohne Energie	1,3	1,5	1,7	1,8	1,3	1,6	1,8
HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel und Änderungen indirekter Steuern ⁴⁾	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
Lohnstückkosten	1,7	1,3	1,6	1,8	1,6	1,3	1,7
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,2	2,1	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7
Arbeitsproduktivität	0,5	0,8	0,9	0,9	0,6	0,9	1,0
Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5
Struktureller Haushaltssaldo (in % des BIP) ⁵⁾	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0
Öffentliche Schuldenquote (in % des BIP)	84,9	83,0	80,9	79,0	84,8	82,8	80,6
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	3,0	2,7	2,6	2,5	3,2	2,8	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 beinhaltet, wird in der EZB-Publikation *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* vom Dezember 2009 dargelegt, die auf der Website der EZB abrufbar ist.

3) Einschließlich des Handels der Euro-Länder untereinander.

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

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

In den Projektionen wird davon ausgegangen, dass die Abschwächung im dritten Quartal 2018 im Wesentlichen temporär ist und sich das Wachstum anschließend erholen wird. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie fiel im Oktober und November weiter. Die von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikatoren sind in den letzten Monaten ebenfalls zurückgegangen, sie liegen aber nach wie vor über ihren langfristigen Durchschnittswerten und deuten für das vierte Quartal auf ein lediglich moderates Wachstum hin. Gleichzeitig zeigen die jüngsten Daten zur Fahrzeugfertigung in Deutschland, dass die Verlangsamung zeitlich begrenzt ist. In den kommenden Monaten ist mit einer weiteren Erholung im Automobilbau hin zu einem normaleren Niveau zu rechnen. Insgesamt wird in den Projektionen davon ausgegangen, dass die Abschwächung im dritten Quartal 2018 im Wesentlichen temporär ist und sich das Wachstum anschließend erholen wird. Es ist anzumerken, dass dieser Ausblick mit Frühindikatoren wie dem EuroCOIN und dem Conference Board Leading Economic Index weitgehend im Einklang steht.

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. Der länderübergreifend breit angelegte Anstieg der Kreditvergabe an den privaten Sektor im Euroraum setzt sich fort und wird von den nach wie vor niedrigen – wenn auch leicht gestiegenen – Zinsen und den vorteilhaften Kreditvergabebedingungen sowohl für private Haushalte als auch für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gestützt. Zudem wird die nachlassende Notwendigkeit des Abbaus von Schulden in den einzelnen Sektoren zu einer dynamischen Entwicklung der privaten Ausgaben beitragen. Eine Lockerung der Finanzpolitik im Euroraum insgesamt dürfte sich leicht expansiv auswirken. Solide Arbeitsmarktbedingungen und ein zunehmendes reales Nettovermögen dürften außerdem dem Wachstum der privaten Konsumausgaben und den Wohnungsbauinvestitionen zugutekommen. Zugleich werden sich die Unternehmensinvestitionen vor dem Hintergrund steigender Gewinne, einer hohen Kapazitätsauslastung und voraussichtlicher arbeitskraftsparender Investitionen im Zusammenhang mit einem zunehmenden Arbeitskräftemangel weiter erhöhen. Die Ausfuhren des Euroraums dürften weiterhin vom anhaltenden Wachstum der Weltwirtschaft und dem damit verbundenen Anstieg der Auslandsnachfrage nach Produkten des Eurogebiets profitieren.

Den Projektionen zufolge wird sich das Wachstum des realen BIP im Projektionszeitraum dennoch geringfügig abschwächen, da einige wachstumsfördernde Faktoren in ihrer Wirkung allmählich nachlassen. Im Vergleich mit dem robusten Welthandelwachstum im Jahr 2017 und Anfang 2018 dürfte über den Projektionszeitraum hinweg die Unterstützung durch die Auslandsnachfrage schwächer und die Finanzierungsbedingungen etwas weniger günstig ausfallen. Das Beschäftigungswachstum dürfte im Projektionszeitraum vor allem aufgrund der zunehmend bremsenden Wirkung des Arbeitskräftemangels deutlich nachlassen. Vor dem Hintergrund einer geringeren Zunahme der Gesamtnachfrage, einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen, dem Auslaufen fiskalischer Anreize und struktureller Veränderungen, wie beispielsweise

ungünstiger demografischer Faktoren, wird für das Wachstum der Unternehmensinvestitionen eine Abschwächung projiziert. Demografische Faktoren werden sich ebenfalls negativ auf den Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen auswirken.

Das Wachstum des real verfügbaren Einkommens dürfte 2019 anziehen, bevor es sich infolge höherer Finanztransfers 2020 und darüber hinaus wieder abschwächt. Der Beitrag der Bruttolöhne und -gehälter zum Wachstum des nominal verfügbaren Einkommens dürfte 2019 aufgrund der Auswirkungen eines schwächeren Beschäftigungszuwachses etwas sinken. Nach 2019 wird der Beitrag der Bruttolöhne und -gehälter den Projektionen zufolge weitgehend unverändert bleiben, da ein erwarteter Anstieg des Wachstums der Nominallöhne den weiteren Rückgang beim Beschäftigungswachstum ausgleicht. Das Wachstum des Nichtarbeitseinkommens dürfte 2019 moderater ausfallen und im restlichen Verlauf des Projektionszeitraums im Einklang mit den Gewinnen an Stärke gewinnen. Vor dem Hintergrund der Senkung direkter Steuern bei einem gleichzeitigen Anstieg der Transferzahlungen an private Haushalte wird für 2019 erstmals seit 2010 wieder mit einem positiven Beitrag der Nettotransferleistungen in den großen Ländern des Euroraums gerechnet. Angesichts geringerer Transferzahlungen an private Haushalte und allmählich steigender direkter Steuern dürfte der Beitrag 2020 weitgehend neutral und 2021 leicht negativ ausfallen. Insgesamt gesehen dürfte das Wachstum des real verfügbaren Einkommens 2019 anziehen, aber 2020 bis 2021 auch aufgrund einer projizierten Verstärkung des Preisauftriebs auf der Verbraucherstufe zurückgehen. Darüber hinaus dürfte sich seine Zusammensetzung weniger vorteilhaft für die Ausgaben der privaten Haushalte entwickeln, da das verfügbare Einkommen stärker von den Löhnen als von der Beschäftigung getragen wird und Konsumausgaben typischerweise stärker auf Veränderungen der Beschäftigungslage reagieren.

Für die privaten Konsumausgaben wird auf kurze Sicht eine etwas dynamischere Entwicklung projiziert. Den Schätzungen zufolge haben sich die beträchtlichen Engpässe bei der Fahrzeugfertigung und die daraus resultierenden Lieferverzögerungen im dritten Jahresviertel 2018 dämpfend auf die privaten Konsumausgaben ausgewirkt. Ein nach wie vor starkes Verbrauchervertrauen, eine erwartete weitere Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt sowie steigende Reallöhne je Arbeitnehmer deuten auf ein kräftigeres Konsumwachstum in den nächsten Quartalen hin, verstärkt durch den positiven Effekt einer finanzpolitischen Lockerung in einigen Ländern.

Die vorteilhaften Kreditvergabebedingungen der Banken, die durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB verstärkt werden, und der beim Schuldenabbau erzielte Fortschritt dürften dem Wachstum der privaten Konsumausgaben förderlich sein. Für die Bankkreditzinsen wird über den Projektionszeitraum hinweg ein mäßiger Anstieg projiziert. Aufgrund der langen Laufzeiten der Kredite an private Haushalte und des relativ geringen Anteils variabel verzinslicher Schuldtitel in den Bilanzen der privaten Haushalte dürften die Auswirkungen von steigenden Bankkreditzinsen auf Bruttozinszahlungen jedoch begrenzt sein. Die Bruttozinszahlungen dürften trotz höherer Bankkreditzinsen auf

einem niedrigen Niveau bleiben und somit weiterhin die privaten Konsumausgaben stützen. Außerdem nimmt das reale Nettovermögen den Projektionen zufolge weiterhin zu, wenn auch etwas langsamer als in den Vorjahren. Zusammen mit den beim Verschuldungsabbau erzielten Fortschritten sollte das steigende reale Nettovermögen also ebenfalls die Konsumausgaben stützen, auch wenn die Bruttoverschuldung der privaten Haushalte weiterhin das vor der globalen Finanzkrise herrschende Niveau aufweist.

Die Sparquote der privaten Haushalte dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg allmählich auf ein im historischen Vergleich normales Niveau erhöhen. Diese Normalisierung spiegelt den derzeitigen Konjunkturaufschwung und die wechselnde Zusammensetzung des Einkommenswachstums wider. Zudem wird davon ausgegangen, dass die Senkung direkter Steuern und ein vorübergehender Anstieg öffentlicher Transferleistungen zu einer höheren Sparquote der privaten Haushalte führen wird.

Kasten 1

Technische Annahmen im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise

Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2018 enthalten die technischen Annahmen einen schwächeren effektiven Wechselkurs des Euro, niedrigere Ölpreise in US-Dollar und leicht höhere langfristige Zinssätze. Die technischen Annahmen zu den Zinssätzen und Rohstoffpreisen beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss war der 21. November 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 2019, 0,0 % für 2020 und 0,3 % für 2021. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 1,4 % im Jahr 2019, 1,7 % im Jahr 2020 und 1,9 % im Jahr 2021.² Gegenüber den Projektionen vom September 2018 wurden die Markterwartungen hinsichtlich des Niveaus der Kurzfristzinsen für 2019 und 2020 um 4 Basispunkte nach unten korrigiert, während die Langfristzinsen für 2019 um 13 Basispunkte und für 2020 um 15 Basispunkte nach oben korrigiert wurden.

Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird anhand der von den Terminmärkten nach dem Durchschnitt der zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss am 21. November 2018 abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass der Preis pro Barrel für Rohöl der Sorte Brent von 71,8 USD im Jahr 2018 auf 67,5 USD im Jahr 2019 sinkt und in der Folge weiter auf 65,9 USD im Jahr 2021 zurückgeht. Somit wären die auf US-Dollar lautenden Ölpreise gegenüber den Projektionen vom September 2018 im laufenden Jahr 0,4 % höher, 2019 5,8 % niedriger und 2020 3,2 % niedriger. Den Annahmen zufolge werden die in US-Dollar gerechneten Preise für Rohstoffe ohne Energie im

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

kommenden Jahr etwas niedrigerer ausfallen als im Jahr 2018 und im verbleibenden Projektionszeitraum wieder ansteigen.³

Es wird angenommen, dass die bilateralen Wechselkurse über den Projektionshorizont hinweg unverändert auf dem durchschnittlichen Niveau bleiben, das im Zweiwochenzeitraum bis zum Redaktionsschluss am 21. November 2018 vorherrschte. Dies impliziert einen durchschnittlichen USD/EUR-Wechselkurs von 1,18 im Jahr 2018 und 1,14 in den Jahren 2019 bis 2021 (weitgehend unverändert gegenüber den Projektionen vom September 2018). Der effektive Wechselkurs des Euro (gegenüber 38 Handelspartnern) ist 0,5 % niedriger als in den Projektionen vom September 2018 angenommen.

Technische Annahmen

	Dezember 2018				September 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.)	-0,3	-0,3	0,0	0,3	-0,3	-0,2	0,0
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.)	1,1	1,4	1,7	1,9	1,1	1,3	1,6
Ölpreis (in USD/Barrel)	71,8	67,5	66,8	65,9	71,5	71,7	69,0
Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	3,0	-1,4	4,4	4,3	1,9	-2,6	4,2
USD/EUR-Wechselkurs	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14
Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-38) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	5,2	0,0	0,0	0,0	5,1	0,6	0,0

Das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen dürfte anhalten, aber ein moderateres Tempo einschlagen. Das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen scheint Anfang 2018 seinen Höhepunkt erreicht und in den folgenden Quartalen an Dynamik verloren zu haben. Diese Abschwächung spiegelt im Vergleich zu dem Boom am Wohnimmobilienmarkt in den Jahren 2016 und 2017 vor allem die Auswirkungen von zunehmenden angebotsseitigen Engpässen – vor allem einem Arbeitskräftemangel – in einigen Ländern wider. Die wichtigsten Voraussetzungen für weiterhin zunehmende Wohnungsbauinvestitionen sind über den Projektionszeitraum hinweg nach wie vor gegeben. Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass eine steigende Anzahl privater Haushalte in den nächsten zwei Jahren den Erwerb oder Bau einer Wohnimmobilie oder die Umsetzung von Modernisierungsmaßnahmen plant. Im Einklang mit der erwarteten allmählichen Verlangsamung der Zuwächse beim real verfügbaren Einkommen und angesichts der voraussichtlichen leichten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen dürfte die Dynamik dieser Expansion jedoch nachlassen. Auch durch die zunehmend bremsende Wirkung von Kapazitätsengpässen im Baugewerbe und durch ungünstige demografische Trends in einigen Ländern könnte es zu einer solchen Abschwächung kommen.

³ Die Annahmen bezüglich der Öl- und Nahrungsmittelpreise beruhen auf den Terminkontraktpreisen bis zum Ende des Projektionszeitraums. Für die übrigen harten Rohstoffe ohne Energie wird davon ausgegangen, dass deren Preise bis zum Schlussquartal 2019 den Terminkontraktpreisen folgen und sich anschließend der globalen Konjunktur entsprechend entwickeln werden.

Die Unternehmensinvestitionen dürften sich über den Projektionszeitraum hinweg weiter erhöhen, ab 2019 allerdings in einem allmählich abnehmenden Tempo. Den Schätzungen zufolge haben sich die Unternehmensinvestitionen im Jahresverlauf 2018 rasch ausgeweitet, wodurch ihr Anteil am realen BIP im Eurogebiet auf die vor der Krise verzeichneten Höchststände gestiegen ist. Neben den insgesamt günstigen Nachfrageaussichten dürften mehrere Faktoren die Unternehmensinvestitionen weiter stützen: Das Unternehmerv Vertrauen ist zwar etwas schwächer als Anfang 2018, liegt aber angesichts positiver Produktionserwartungen und einer günstigen Auftragslage nach wie vor über den Durchschnittswerten. Die Kapazitätsauslastung bleibt deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt und der Ausrüstungsmangel wird von vielen Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes als produktionshemmender Faktor angeführt. Die Finanzierungsbedingungen dürften trotz einer allmählichen Verschärfung über den Projektionszeitraum hinweg vorteilhaft bleiben. Die Gewinne dürften angesichts eines bereits liquiditätsstarken Sektors nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften steigen und Unternehmen könnten ihre Investitionen erhöhen, um arbeitsbezogene angebotsseitige Beschränkungen zu kompensieren. Darüber hinaus ist die Verschuldungsquote im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den letzten Jahren aufgrund der Erholung der Aktienkurse, des anhaltenden Vermögensaufbaus und des moderaten Wachstums der Fremdfinanzierung zurückgegangen. Die konsolidierte Bruttoverschuldung allerdings liegt nach wie vor über dem Vorkrisenniveau. Die allmählich nachlassende Dynamik bei den Unternehmensinvestitionen über den Projektionszeitraum hinweg spiegelt die insgesamt rückläufige Binnen- und Auslandsnachfrage sowie höhere Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften wider. Darüber hinaus dürften das erwartete Auslaufen spezieller fiskalischer Anreize und die nachteiligen Auswirkungen von bestimmten strukturellen Veränderungen (wie beispielsweise ungünstige demografische Faktoren) die Unternehmensinvestitionen auf mittlere Sicht hemmen.

Kasten 2

Das außenwirtschaftliche Umfeld

Die weltwirtschaftliche Aktivität ist zwar bislang robust geblieben, es gibt aber erste Anzeichen für eine Konjunkturertrübung. Im zweiten Quartal 2018 setzte sich die Expansion der Weltwirtschaft in stetigem Tempo fort. Die für das dritte Quartal vorliegenden Wachstumsdaten für die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich deuten trotz eines Produktionsrückgangs in Japan, der vor allem temporären Faktoren im Zusammenhang mit Naturkatastrophen geschuldet ist, nach wie vor auf eine robuste Wirtschaftstätigkeit hin. Was die aufstrebenden Volkswirtschaften betrifft, entwickelte sich die Konjunktur in China weiterhin robust, während eine Stabilisierung der Stimmungslage und eine damit verbundene Aufwertung der Lira auf eine etwas weniger ausgeprägte Abkühlung in der Türkei hindeuten als zuvor erwartet.

Den Erwartungen zufolge wird die globale Konjunkturdynamik die weltwirtschaftliche Aktivität auf kurze Sicht unterstützen. Die fortgeschrittenen Volkswirtschaften profitieren weiterhin von einer akkommodierenden Geldpolitik und den umfangreichen fiskalpolitischen Impulsen in den Vereinigten Staaten. Zudem hat der zuletzt verzeichnete Anstieg der Ölpreise zu einer Stabilisierung der Investitionen in zahlreichen ölexportierenden Ländern beigetragen. Die

Handelsstreitigkeiten zwischen den Vereinigten Staaten und China haben sich jedoch zugespitzt und die Unsicherheit in Bezug auf künftige Handelsbeziehungen ist nach wie vor erhöht, was die weltwirtschaftliche Aktivität belastet. Die Bedenken in Bezug auf den Welthandel, die allmähliche Normalisierung der Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und politische Unsicherheiten haben über die Sommermonate, insbesondere in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften, zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen geführt. Während sich die Risiken auf globaler Ebene in jüngster Zeit stabilisiert zu haben scheinen, meiden Finanzanleger weiterhin aufstrebende Volkswirtschaften mit großen Ungleichgewichten, einem hohen Außenfinanzierungsbedarf und begrenztem Spielraum für die Politik.

Auf längere Sicht ist den Projektionen zufolge mit einem weiterhin stetigen Weltwirtschaftswachstum zu rechnen. Einerseits spiegelt dies die projizierte Konjunkturerholung in fortgeschrittenen Volkswirtschaften und den Übergang zu einer langsameren Wachstumsentwicklung in China wider. Die negativen Produktionslücken sind in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften bereits geschlossen oder schließen sich gerade, und öffentliche Stützungsmaßnahmen werden allmählich reduziert. Darüber hinaus wird zwar angenommen, dass die derzeitigen Handelsbeziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und den 27 EU-Ländern bis Ende 2020 bestehen bleiben, aber der erwartete Übergang zu neuen Handelsbeziehungen ab 2021 wird das Wachstum im Vereinigten Königreich etwas dämpfen. Andererseits spiegeln die Aussichten für die globale Wirtschaftsentwicklung auch die projizierte Konjunkturerholung in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften über den Projektionszeitraum hinweg wider, insbesondere in Ländern, die durch die jüngsten Finanzmarkturbulenzen beeinträchtigt wurden. Insgesamt wird sich das globale Wirtschaftswachstum (ohne Euro-Währungsgebiet) den Projektionen zufolge 2018 auf 3,8 % belaufen und 2021 auf 3,6 % verlangsamen.

Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2018 wurde das Wachstum des weltweiten BIP nach unten korrigiert. Diese Abwärtskorrekturen spiegeln den schwächeren Ausblick in aufstrebenden Volkswirtschaften wider, während der Konjunkturausblick in fortgeschrittenen Volkswirtschaften weitgehend unverändert bleibt.

Das außenwirtschaftliche Umfeld

(Veränderung gegenüber Vorjahr in %)

	Dezember 2018				September 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Globales reales BIP (ohne Euro-Währungsgebiet)	3,8	3,5	3,6	3,6	3,9	3,7	3,7
Welthandel (ohne Euro-Währungsgebiet) ¹⁾	5,1	3,5	3,6	3,6	4,6	3,9	3,8
Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets ²⁾	4,3	3,1	3,5	3,4	4,1	3,6	3,6

1) Berechnet als gewichteter Durchschnitt der Importe.

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

Den Projektionen zufolge wird sich die globale Handelsdynamik 2019 abschwächen, da der Konjunkturzyklus weltweit an Reife gewinnt und neue Zölle den Handel insbesondere in den Vereinigten Staaten und China belasten. Auf mittlere Sicht basieren die Projektionen zur Entwicklung des Handels auf der Annahme, dass die weltweiten Einfuhren weitgehend im Einklang mit der globalen Konjunktur zunehmen werden. Insgesamt dürfte sich die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets 2018 um 4,3% erhöhen und bis 2021 auf 3,4% zurückgehen. Gegenüber den Projektionen von September 2018 wurde die Auslandsnachfrage nach Produkten

des Euro-Währungsgebiets für 2018 aufgrund der in der ersten Jahreshälfte verzeichneten stärkeren Dynamik nach oben korrigiert. In den für 2019 und 2020 vorgenommenen Korrekturen nach unten spiegeln sich zum Teil die technischen Auswirkungen der höheren bilateralen Zölle zwischen den Vereinigten Staaten und China und – in geringerem Umfang – die etwas schwächere weltwirtschaftliche Aktivität wider.

Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets werden den Projektionen zufolge auf kurze Sicht über der Auslandsnachfrage liegen und danach in gleichem Maße zunehmen. Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets dürften 2019 etwas stärker wachsen als die Auslandsnachfrage. Dies impliziert auf kurze Sicht gewisse Zugewinne bei den Marktanteilen, die auf eine sich verbessernde preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Euro-Länder zurückzuführen sind (vor dem Hintergrund eines weniger starken Anstiegs der Exportpreise als bei Wettbewerbern). Mittelfristig dürften die Ausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets in gleichem Maße wachsen wie die Auslandsnachfrage. Die Einfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets dürften von der positiven Entwicklung der Nachfrage und in den kommenden Quartalen vom stärkeren Euro profitieren. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels wird den Projektionen zufolge im Projektionszeitraum weitgehend neutral ausfallen, nachdem er 2018 einen leicht positiven Beitrag geleistet hatte.

Das Beschäftigungswachstum wird voraussichtlich nachlassen, da sich die Wirtschaftstätigkeit verlangsamt und mit einer zunehmend hemmenden Wirkung des Arbeitskräftemangels in einigen Ländern gerechnet wird. Nach vierteljährlichen Wachstumsraten von 0,4 % im ersten Halbjahr verlangsamte sich das Wachstum der Beschäftigtenzahl im dritten Quartal 2018, worin sich die seit Anfang des Jahres zu verzeichnende konjunkturelle Abkühlung widerspiegelt. Zukunftsgerichtete Umfragen lassen auf kurze Sicht ein anhaltendes Beschäftigungswachstum erwarten, das allerdings 2019 durch einen Stellenabbau im öffentlichen Sektor, die erwartete Einführung einer Vorruhestandsregelung und erwartete Entlassungen im Zuge der Anhebung des Mindestlohns in einigen Ländern gedämpft wird. Grundsätzlich wird erwartet, dass das Beschäftigungswachstum über den Projektionszeitraum hinweg etwas an Dynamik einbüßt, im Wesentlichen analog zur konjunkturellen Abkühlung.

Über den Projektionszeitraum hinweg wird die Zahl der Erwerbspersonen ansteigen, wenn auch mit abnehmendem Tempo. Dies spiegelt die projizierte Nettozuwanderung von Arbeitskräften, die erwartete Integration von Flüchtlingen und einen anhaltenden Anstieg der Erwerbsbeteiligung wider. Die Auswirkungen dieser Faktoren werden allerdings den Projektionen zufolge im Projektionszeitraum allmählich nachlassen, während der nachteilige Effekt der Bevölkerungsalterung – mehr ältere Arbeitnehmer scheiden aus der Erwerbsbevölkerung aus als junge nachrücken – sich verstärken dürfte.

Im Jahr 2021 dürfte die Arbeitslosenquote auf 7,1 % zurückgehen. Im dritten Quartal 2018 sank sie auf 8,1 %, den niedrigsten Stand seit Ende 2008. Auf längere

Sicht wird die Zahl der Arbeitslosen den Projektionen zufolge weiter merklich abnehmen und sich ihrem Tiefstand vor der Krise nähern.

Das Arbeitsproduktivitätswachstum wird den Projektionen zufolge entsprechend seinem zyklischen Verlaufsmuster über den Projektionszeitraum hinweg wieder anziehen. Nach der starken Dynamik 2017 stagnierte die vierteljährliche Arbeitsproduktivität in den ersten drei Quartalen 2018. Verantwortlich hierfür war die unerwartete Konjunkturabschwächung. Mit Blick auf die Zukunft deuten die zuvor erwähnte Verlangsamung des Beschäftigungswachstums, die zunehmende Auslastung des Faktors Kapital vor dem Hintergrund der nachlassenden Kapazitätsunterauslastung, ein Anstieg der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen und ein leichtes Plus bei der Gesamtfaktorproduktivität darauf hin, dass das Arbeitsproduktivitätswachstum über den Projektionszeitraum hinweg anziehen wird, wenn auch auf einen Wert, der leicht unter dem vor der Krise verzeichneten Durchschnitt von 1,0 % liegen wird.

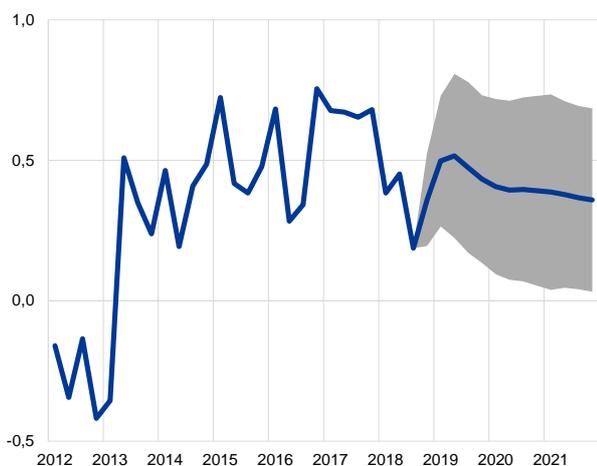
Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2018 wurde das Wachstum des realen BIP für 2018 und 2019 leicht nach unten korrigiert. Hierin spiegeln sich die schwächeren Zahlen im dritten Quartal 2018 und der damit zusammenhängende geringere Überhang für das Jahr 2019 wider. Obwohl etwas höhere langfristige Kreditzinssätze, niedrigere Aktienkurse und ein geringeres Wachstum der Auslandsnachfrage die Konjunktur dämpfen werden, dürften diese Effekte 2019 und 2020 durch die positiven Auswirkungen geringerer Ölpreise, einen schwächeren effektiven Wechselkurs des Euro und eine gewisse zusätzliche finanzpolitische Lockerung ausgeglichen werden.

Abbildung 1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen¹⁾

(Quartalswerte)

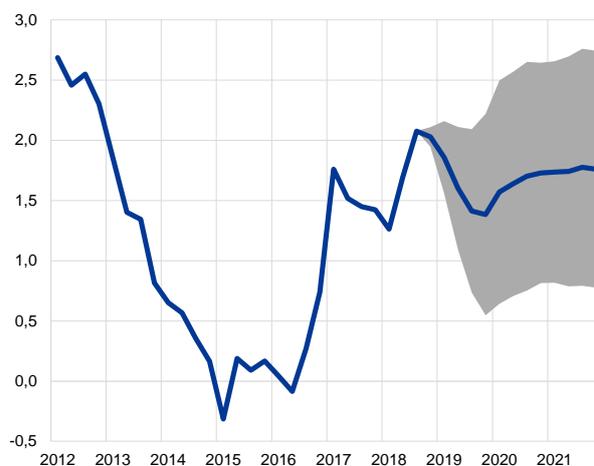
Reales BIP des Euro-Währungsgebiets²⁾

(Veränderungen gegenüber Vorquartal in %)



HVPI des Euro-Währungsgebiets

(Veränderungen gegenüber 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.
<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Arbeitstäglich bereinigte Daten.

Es wird erwartet, dass die Inflationsrate nach dem HVPI im dritten Quartal 2018 ihren Höchststand erreicht hat und sich bis Ende 2019 rückläufig entwickelt, bevor sie über den restlichen Projektionszeitraum hinweg wieder allmählich anzieht. Die derzeitigen hohen Inflationsraten der Energiekomponente des HVPI, die mit dem starken Anstieg der Ölpreise in der Vergangenheit zusammenhängen, dürften über den Projektionszeitraum hinweg angesichts des leicht abwärts gerichteten Profils der Terminpreiskurve für Öl deutlich zurückgehen. Die am HVPI gemessene Teuerung bei Nahrungsmitteln dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg relativ unverändert auf 1,9 % belaufen. Vor dem Hintergrund einer verbesserten konjunkturellen Lage und dem damit zusammenhängenden Anstieg des Lohnwachstums wird den Projektionen zufolge der zugrunde liegende Preisdruck allmählich anziehen. Insbesondere dürften zunehmende Engpässe beim Arbeitskräfteangebot in einigen Ländern dem Lohnwachstum Auftrieb geben. Unter anderem infolge der externen Preisentwicklung wird mit einem gewissen weiteren Aufwärtsdruck in Bezug auf die zugrunde liegende Inflation gerechnet, da sich vergangene Ölpreissteigerungen indirekt auf die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel auswirken. Insgesamt wird die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel den Projektionen zufolge auf 1,8 % im Jahr 2021 ansteigen.

Das Lohnwachstum dürfte im Projektionszeitraum deutlich anziehen, da sich die Lage an den Arbeitsmärkten weiter verschärft und die Auswirkungen von Faktoren, die das Lohnwachstum in den vergangenen Jahren in einigen Ländern gedämpft haben, nachlassen. Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer wird den Projektionen zufolge deutlich zulegen, von 2,2 % im Jahr 2018 auf 2,7 % im Jahr 2021.⁴ Die Haupttriebfeder für die Lohnsteigerungen ist die erwartete weitere Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen im Eurogebiet angesichts der zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten und der ausgeprägten Verknappung des Arbeitskräfteangebots in einigen Teilen des Euroraums. Im Einklang mit der zyklischen Position der Wirtschaft, dürfte die Wachstumsbeschleunigung beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer durch ein stärkeres Wachstum der Tariflöhne unterstützt werden. Über diese Konjunkturdynamik hinaus ist davon auszugehen, dass der jüngst beobachtete signifikante Anstieg der Gesamtinflation ebenfalls zu einem stärkeren Lohnwachstum in den Euro-Ländern beiträgt, in denen der Lohnbildungsprozess vergangenheitsbezogene Elemente beinhaltet. Des Weiteren dürften die lohndämpfenden Effekte krisenbedingter Faktoren wie die Notwendigkeit einer Lohnzurückhaltung zur Wiedererlangung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in einigen Ländern und die aufgestaute Lohnzurückhaltung angesichts der während der Krise nach unten hin starren Nominallöhne im Zuge der in den Euro-Ländern

⁴ Die Ursache einer zeitweiligen Wachstumsverlangsamung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Jahr 2019 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. Da der Rückgang der Zuwachsrates 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.

anhaltenden und an Breite gewinnenden wirtschaftlichen Expansion allmählich nachlassen. Darüber hinaus dürften einige staatliche Maßnahmen, die das Lohnwachstum in der Vergangenheit begrenzten, an Relevanz einbüßen. Zudem haben einige Länder Mindestlohnerhöhungen beschlossen, die auf die Lohnverteilung durchwirken könnten.

Die Gewinnmargen dürften sich über den Projektionszeitraum hinweg besser entwickeln als 2018. Die schwächere Entwicklung der Gewinnmargen im Jahr 2018 spiegelt insbesondere die jüngste Verschlechterung der Terms of Trade wider, jedoch auch eine gewisse Abschwächung der konjunkturellen Dynamik. Die günstigeren Aussichten für die Gewinnmargen nach 2018 spiegeln die positiven Entwicklungen bei der Preissetzungsmacht der Unternehmen wider.

Der externe Preisdruck dürfte weiter im positiven Bereich liegen, aber über den Projektionszeitraum hinweg etwas nachlassen. Die jährliche Wachstumsrate des Importdeflators dürfte sich nach 2018 abschwächen. Dies ist auf gewisse dämpfende Effekte durch die Annahme eines leicht abwärts gerichteten Profils der Ölpreiskurve zurückzuführen, während mit Blick auf die Preise für Rohstoffe ohne Öl sowie den zugrunde liegenden globalen Preisdruck über den Projektionszeitraum hinweg von einem Anstieg ausgegangen wird.

Gegenüber den Projektionen vom September 2018 wurde der Ausblick für die HVPI-Inflation im Jahr 2019 nach unten korrigiert. Angesichts leicht schwächerer Wachstums- und Lohnaussichten ist die HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie etwas niedriger. Was die am HVPI gemessene Gesamtinflation betrifft, wird die Korrektur der HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie durch die Abwärtskorrekturen der Energiekomponente für 2019 verstärkt, durch die Aufwärtskorrekturen der Energiekomponente für 2020 jedoch ausgeglichen. Diese Korrekturen der Energiekomponente folgen im Wesentlichen den Änderungen der Ölpreisannahmen, die auf kurze Sicht nach unten korrigiert wurden, nun aber ein weniger stark abwärts gerichtetes Profil aufweisen als in den vorherigen Projektionen.

3 Haushaltsaussichten

Der finanzpolitische Kurs im Eurogebiet dürfte 2018 weitgehend neutral, 2019 und 2020 etwas lockerer und 2021 wieder neutral ausfallen. Die Messgröße für den finanzpolitischen Kurs ist die Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos nach Abzug der staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor. Im Jahr 2019 war die Lockerung des finanzpolitischen Kurses in erster Linie auf Senkungen von direkten Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen sowie auf höhere Transferzahlungen in einigen Ländern zurückzuführen. Im Jahr 2020 leisten weitere Senkungen von direkten Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen sowie ein nach wie vor recht starkes Wachstum der Ausgaben in einigen Ländern einen Beitrag zu dieser Lockerung, wenngleich in geringerem Maße als 2019.

Nach einer Verbesserung im Jahr 2018 wird sich der Finanzierungssaldo des Euroraums den Projektionen zufolge in den Jahren 2019 bis 2021 etwas

verschlechtern. Die Schuldenquote setzt indes ihre Abwärtsentwicklung fort.

Die Ausweitung des Defizits der öffentlichen Haushalte ist auf einen Rückgang des konjunkturbereinigten Primärsaldos zurückzuführen. Dies wird teilweise durch einen leichten Rückgang der Zinsausgaben ausgeglichen, der auf eine Substitution alter kostenintensiver Schulden durch neue Schulden zu niedrigeren Zinsen zurückzuführen ist, während die zyklische Komponente weitgehend unverändert bleibt. Der Rückgang der öffentlichen Schuldenquote wird von positiven Primärsalden und einem günstigen Zins-Wachstums-Differenzial unterstützt. Gegenüber den Projektionen vom September 2018 haben sich die Aussichten für das Defizit aufgrund eines weniger vorteilhaften Primärsaldos eingetrübt, während die Schuldenquote dank niedrigerer Primärsalden und einer Aufwärtskorrektur historischer Daten geringfügig nach oben korrigiert wurde.

Kasten 3

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 Entwicklungen des Ölpreises

Mit der Sensitivitätsanalyse sollen die Implikationen divergierender Entwicklungen des Ölpreises beurteilt werden.

Die den Basisprojektionen zugrunde liegenden technischen Annahmen für die Ölpreisentwicklung prognostizieren auf Basis der Ölterminmärkte einen leichten Abwärtstrend der Ölpreise. Demnach dürfte der Preis für Rohöl der Sorte Brent am Ende des Jahres 2021 bei rund 66 USD pro Barrel liegen. Zwei divergierende Entwicklungen des Ölpreises werden analysiert. Die erste basiert auf dem unteren 25. Perzentil der Verteilung der Dichten, die aus Optionen für den Ölpreis am 21. November 2018 gewonnen wurde. Diese Entwicklung impliziert einen allmählichen Rückgang des Ölpreises auf 48,8 USD pro Barrel im Jahr 2021, was 25,9 % unter der im Basisszenario für jenes Jahr geltenden Annahme liegt. Verwendet man den Durchschnitt der Ergebnisse einer Reihe von makroökonomischen Modellen, die von Experten entwickelt wurden, hätte diese Entwicklung positive Auswirkungen auf das Wachstum des realen BIP, während die am HVPI gemessene Inflation 0,5 Prozentpunkte (2019), 0,4 Prozentpunkte (2020) und 0,2 Prozentpunkte (2021) niedriger ausfiele. Die zweite Entwicklung basiert auf dem oberen 25. Perzentil derselben Verteilung und impliziert einen Anstieg des Ölpreises auf rund 83 USD pro Barrel im Jahr 2021, was 25,9 % über der im Basisszenario für jenes Jahr geltenden Annahme liegt. Diese Entwicklung wäre mit einem rascheren Anstieg der HVPI-Inflation verbunden. Sie fiel um 0,5 Prozentpunkte (2019), 0,4 Prozentpunkte (2020) bzw. 0,2 Prozentpunkte (2021) höher aus, während das reale BIP-Wachstum im Zeitraum von 2019 bis 2021 etwas niedriger wäre.

2) Divergierende Entwicklung des Wechselkurses

Diese Sensitivitätsanalyse untersucht die Auswirkungen eines Anstiegs des Euro-

Wechselkurses. Dieses Szenario entspricht der Verteilung der risikoneutralen Dichten, die aus Optionen für den USD/EUR-Wechselkurs am 21. November 2018 gewonnen wurde und eine starke Schiefe in Richtung einer Aufwertung des Euro aufweist. Das 75. Perzentil dieser Verteilung impliziert eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar auf einen Wechselkurs von 1,34 USD/EUR im Jahr 2021, was 18,5 % über der im Basisszenario für jenes Jahr geltenden Annahme liegt. 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 deuten die Ergebnisse einer Reihe von Experten erstellter makroökonomischer Modelle im Durchschnitt auf ein 0,3 Prozentpunkte (2019), 0,6 Prozentpunkte (2020) und 0,2 Prozentpunkte (2021) niedrigeres Wachstum des realen BIP hin. Die HVPI-Inflation läge demnach 2019 0,3 Prozentpunkte und 2020 und 2021 0,6 bis 0,7 Prozentpunkte unter den Annahmen im Basisszenario.

Kasten 4

Prognosen anderer Institutionen

Sowohl von internationalen als auch von privatwirtschaftlichen Organisationen liegt eine

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

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

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

(Veränderung gegenüber Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	BIP-Wachstum				HVPI-Inflation			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen/Eurosystem-Projektionen	Dezember 2018	1,9	1,7	1,7	1,5	1,8	1,6	1,7	1,8
		[1,8-2,0]	[1,1-2,3]	[0,8-2,6]	[0,5-2,5]	[1,8-1,8]	[1,1-2,1]	[0,9-2,5]	[0,9-2,7]
Europäische Kommission	November 2018	2,1	1,9	1,7	–	1,8	1,8	1,6	–
OECD	November 2018	1,9	1,8	1,6	–	1,8	1,9	1,9	–
Euro Zone Barometer	November 2018	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7
Consensus Economics Forecasts	November 2018	2,0	1,7	1,4	1,4	1,8	1,7	1,7	1,8
Survey of Professional Forecasters	Oktober 2018	2,0	1,8	1,6	–	1,7	1,7	1,7	–
IWF	Oktober 2018	2,0	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9

Quellen: Herbstprognose 2018 der Europäischen Kommission; IWF, World Economic Outlook, Oktober 2018; OECD, Wirtschaftsausblick, November 2018; Prognosen von Consensus Economics, November 2018; die Werte für 2020 und 2021 für Consensus Economics stammen aus der langfristigen Prognose vom Oktober 2018; MJEconomics, Euro Zone Barometer, November 2018; die Werte für 2020 und 2021 für das Euro Zone Barometer stammen aus der langfristigen Prognose vom Oktober 2018; EZB, Survey of Professional Forecasters, Oktober 2018.

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

© Europäische Zentralbank, 2018

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

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

ISSN 2529-4652 (pdf)
 EU-Katalognummer QB-CF-18-002-DE-N (pdf)