



VON EXPERTEN DES EUROSYSTEMS ERSTELLTE GESAMTWIRTSCHAFTLICHE PROJEKTIONEN FÜR DAS EURO- WÄHRUNGSGEBIET VOM JUNI 2016¹

1 Aussichten für das Euro-Währungsgebiet: Übersicht und wesentliche Aspekte

Im Jahr 2016 dürfte sich die konjunkturelle Erholung im Euroraum angesichts des akkommodierenden geldpolitischen Kurses der EZB, niedriger Ölpreise, der sich verbessernden Lage am Arbeitsmarkt und einiger fiskalpolitischer Lockerungen weiter fortsetzen. Die beim sektorübergreifenden Schuldenabbau erzielten Fortschritte dürften die Belebung der Binnennachfrage im Projektionszeitraum ebenfalls stützen. Gleichzeitig wird den Projektionen zufolge der negative Einfluss des schwachen Exportwachstums dank der erwarteten schrittweisen Erholung des internationalen Handels nachlassen. Auf Jahressicht dürfte das reale BIP-Wachstum 2016 bei 1,6 % sowie 2017 und 2018 bei 1,7 % liegen. Die HVPI-Inflation wird durch den vergangenen Energiepreisrückgang stark gedämpft und den Projektionen zufolge 2016 mit 0,2 % sehr niedrig bleiben. Für 2017 wird ein deutlicher Anstieg der Gesamtteuerungsrate auf 1,3 % prognostiziert. Grund dafür sind aufwärtsgerichtete Basiseffekte bei der Energiekomponente. 2018 dürfte die abklingende wirtschaftliche Unterauslastung die Inflation etwas weiter auf 1,6 % ansteigen lassen.

Haupttriebfeder der Erholung ist die Binnennachfrage, die durch eine Reihe begünstigender Faktoren unterstützt werden dürfte. Insbesondere der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB wirkt weiterhin auf die Wirtschaft durch. Das Wachstum der privaten Konsumausgaben verlangsamt sich zwar leicht,

¹ Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen fließen in die Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat ein. Informationen zu den verwendeten Verfahren und Techniken finden sich in der EZB-Publikation *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises* vom Juni 2001, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Redaktionsschluss für technische Annahmen, beispielsweise zu den Ölpreisen und Wechselkursen, war der 10. Mai 2016 (siehe Kasten 1); Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen sonstigen Daten war der 18. Mai 2016. Die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen beziehen sich auf den Zeitraum von 2016 bis 2018. Bei der Interpretation ist zu berücksichtigen, dass Projektionen für einen so langen Zeitraum mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet sind. Siehe EZB, „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet – eine Bewertung“, Monatsbericht Mai 2013. Eine Tabelle mit den Projektionen für bestimmte Ländervariablen, die den in diesem Artikel vorgelegten Projektionen für die Aggregate des Euro-Währungsgebiets zugrunde liegen, wird zwei Wochen nach der Veröffentlichung dieses Artikels – im Anschluss an die Veröffentlichung der Projektionen der einzelnen Länder durch die nationalen Zentralbanken – auf der Website der EZB veröffentlicht.

wird aber vor allem 2016 voraussichtlich robust bleiben, weil zu erwarten ist, dass die privaten Haushalte in einem von der verbesserten Arbeitsmarktlage und aufgestauter Verbrauchernachfrage geprägten Umfeld die meisten ölpreisbedingten unerwarteten Mehreinkünfte ausgeben werden. Die erwartete Erholung wird ferner – teils bedingt durch Akzeleratoreffekte – zu einem fortgesetzten, wenn auch allmählichen Anstieg der Investitionen beitragen. Auch die leichte finanzpolitische Lockerung dürfte der Binnennachfrage zugutekommen.

Negative außenwirtschaftliche Einflüsse belasten die kurzfristigen Aussichten, dürften allerdings mittelfristig immer weniger zum Tragen kommen. Die Auslandsnachfrage des Euroraums wird sich in der ersten Jahreshälfte 2016 weiterhin nur leicht erholen, weil sie nach wie vor durch die schwache Nachfrage in Schwellenländern gedämpft wird. Dieser negative Effekt auf das Wachstum der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums wird durch verzögerte positive Auswirkungen der zuletzt starken Abwertung des Euro immer noch nur leicht abgeschwächt. Für die nähere Zukunft wird erwartet, dass die Weltwirtschaft außerhalb des Euro-Währungsgebiets über den Projektionszeitraum hinweg allmählich anzieht und damit die Auslandsnachfrage des Euroraums und folglich die Exporte in Länder außerhalb des Eurogebiets stützt.

Die Entwicklung der im HVPI enthaltenen Energiepreise bleibt der Hauptgrund sowohl für die niedrige Gesamtinflation im Jahr 2016 als auch für den voraussichtlichen deutlichen Anstieg zwischen 2016 und 2017. Der starke negative Einfluss der Energiepreise auf die HVPI-Inflation dürfte 2016 noch anhalten und die Gesamtinflation dämpfen. Erhebliche aufwärtsgerichtete Basiseffekte deuten für 2017 auf einen starken Anstieg der Energiepreiskomponente des HVPI in den positiven Bereich hin. Sobald diese aufwärtsgerichteten Basiseffekte abgeklungen sind, ist damit zu rechnen, dass die Energiepreiskomponente des HVPI über den restlichen Projektionszeitraum hinweg weitgehend stabil bleibt. Der Aufwärtsdruck auf die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte über den Projektionszeitraum hinweg allmählich zunehmen. Die Verbesserungen der Lage am Arbeitsmarkt und die erwartete weitere Konjunkturbelebung dürften sich positiv auf das Lohnwachstum und die Gewinnmargen auswirken. Angesichts der zu erwartenden Öl- und Rohstoffpreissteigerungen ist damit zu rechnen, dass daraus resultierende aufwärtsgerichtete indirekte Effekte auf die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel zunehmen und letztlich die nachlassenden dämpfenden Auswirkungen des vorangegangenen Rohstoffpreisrückgangs ausgleichen. Zudem dürfte im gesamten Jahr 2017 auch das anhaltende Durchwirken der vorangegangenen Euro-Schwäche für fortdauernde aufwärtsgerichtete Effekte sorgen.

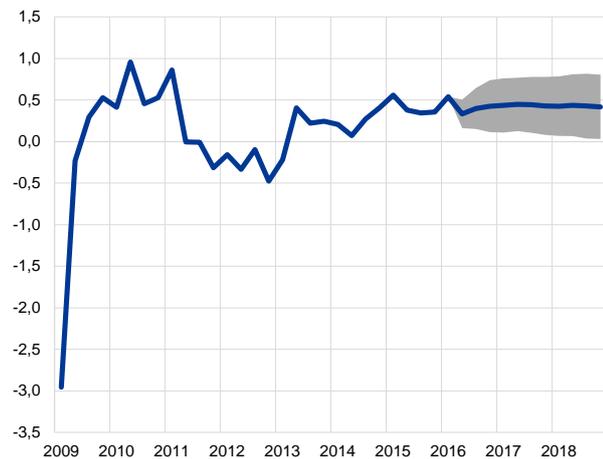
Abbildung 1

Gesamtwirtschaftliche Projektionen¹⁾

(Quartalswerte)

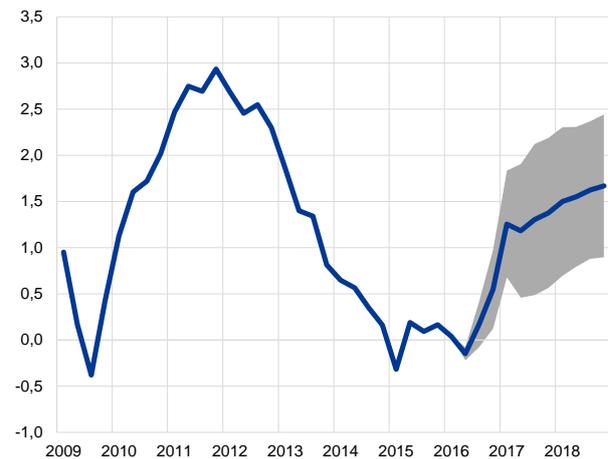
Reales BIP des Euro-Währungsgebiets²⁾

(Veränderungen gegen Vorquartal in %)



HVPI des Euro-Währungsgebiets

((Veränderungen gegen Vorjahr in %))



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

2) Arbeitstäglich bereinigte Daten.

2

Realwirtschaft

Die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet wird voraussichtlich robust bleiben.

Im ersten Quartal 2016 stieg das reale BIP-Wachstum auf 0,5 %. Aktuelle Umfrageergebnisse zeigen, dass sich die Stimmungslage der Unternehmen und Verbraucher auf einem Niveau über dem langjährigen Durchschnitt stabilisiert hat, was auf kurze Sicht auf ein stetiges Wirtschaftswachstum hindeutet.

Die privaten Konsumausgaben werden den Projektionen zufolge im Jahr 2016 stark steigen und darüber hinaus robust bleiben.

Das Wachstum des nominalen verfügbaren Einkommens dürfte sich angesichts des Beschäftigungswachstums und der stärkeren Zunahme des nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer über den Projektionszeitraum hinweg allmählich beschleunigen. Das Nichterwerbseinkommen wird – weitgehend im Einklang mit der Ertragsentwicklung – einen positiven Beitrag zum Wachstum des nominalen verfügbaren Einkommens leisten. Es wird damit gerechnet, dass sich das Wachstum des real verfügbaren Einkommens 2016 beschleunigt, bevor es 2017 und darüber hinaus – in erster Linie aufgrund der Entwicklung des Energiepreisauftriebs – an Schwung verliert. Niedrige Finanzierungskosten, eine verhaltene Erholung des Wachstums der Kreditvergabe und das moderat steigende Reinvermögen der privaten Haushalte dürften – jeweils gestärkt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB – den privaten Konsum stützen, während die Belastung des verfügbaren Einkommens durch niedrigere Nettozinseinnahmen dem wahrscheinlich nur teilweise entgegenwirken wird. Zudem

dürften die beim Verschuldungsabbau erzielten Fortschritte das Wachstum der privaten Konsumausgaben ebenfalls stützen. Insgesamt dürfte das jährliche Wachstum der privaten Konsumausgaben von 1,7 % im Jahr 2015 auf 1,9 % im Jahr 2016 steigen, bevor es 2017 auf 1,7 % und 2018 auf 1,5 % zurückgeht.

Kasten 1

Technische Annahmen im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise

Gegenüber den Projektionen vom März sind die wichtigsten Änderungen der technischen Annahmen bedeutend höhere auf US-Dollar lautende Öl- und Rohstoffpreise (ohne Energie), ein geringfügiger Rückgang des effektiven Euro-Wechselkurses sowie niedrigere langfristige Marktzinsen.

Technische Annahmen

	Juni 2016				März 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Ölpreise (in USD/Barrel)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
USD/EUR-Wechselkurs Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-38) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

Die technischen Annahmen bezüglich der Zinssätze und der Rohstoffpreise beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss war der 10. Mai 2016. 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 Jahre 2016, 2017 und 2018 ein Durchschnittsniveau der Kurzfristzinsen von -0,3 %. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 0,9 % im laufenden, 1,1 % im nächsten und 1,4 % im übernächsten Jahr.² Aufgrund der Entwicklung der Terminzinsen und des allmählichen Durchwirkens von Marktzinsänderungen auf die Kreditzinsen dürften die zusammengefassten Bankzinsen für Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Euroraum 2016 leicht rückläufig sein, 2017 weitgehend unverändert bleiben und 2018 moderat ansteigen. Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird anhand der von den Terminmärkten nach dem Durchschnitt der zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss am 10. Mai abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass der Preis für Rohöl der Sorte Brent von

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

52,4 USD im Jahr 2015 auf 43,4 USD im Jahr 2016 sinkt. 2017 dürfte er auf 49,1 USD bzw. 2018 auf 51,3 USD ansteigen (jeweils pro Barrel). Er liegt damit für die Jahre 2016 und 2017 um rund 8 USD und für das Jahr 2018 um ca. 6 USD über den Projektionen vom März. Den Annahmen zufolge werden die in US-Dollar gerechneten Preise für Rohstoffe ohne Energie 2016 leicht zurückgehen und 2017 und 2018 wieder anziehen.³ Es wird angenommen, dass die bilateralen Wechselkurse über den Projektionshorizont hinweg unverändert auf dem Durchschnittsniveau bleiben, das im Zweiwochenzeitraum bis zum Redaktionsschluss am 10. Mai vorherrschte. Dies impliziert einen durchschnittlichen USD/EUR-Wechselkurs von 1,13 im Jahr 2016 und 1,14 in den Jahren 2017 und 2018 gegenüber 1,11 für 2016 und 1,12 für 2017 und 2018 in der Projektion vom März. Den Annahmen zufolge wird der effektive Wechselkurs des Euro (gegenüber 38 Handelspartnern) über den Projektionszeitraum hinweg um 0,6 % niedriger ausfallen, als in der Projektion vom März angenommen.

Den Projektionen zufolge wird die Sparquote bis Mitte 2017 sinken und danach im Wesentlichen unverändert bleiben. Ein allmähliches Durchschlagen der ölpreisbedingten Zuwächse bei den Realeinkommen dürfte die Sparquote 2016 noch leicht stützen, bevor dieser Effekt 2017 nachlässt. Über den restlichen Projektionshorizont wird die Sparquote dann aufgrund gegenläufiger Faktoren voraussichtlich stagnieren. Grundsätzlich deuten der Rückgang der Arbeitslosigkeit, die Verbesserung der Kreditbedingungen und das niedrige Zinsniveau auf eine sinkende Sparquote hin. In einigen Ländern dürfte der notwendige Schuldenabbau dies jedoch ausgleichen und zu einem Anstieg der Sparquote führen.

Es wird erwartet, dass sich der Wohnungsbau im Euroraum leicht erholt. Vor dem Hintergrund der prognostizierten Beschleunigung des Wachstums des nominalen verfügbaren Einkommens und sehr niedriger Hypothekenzinsen dürften sich die Wohnungsbauinvestitionen nachhaltig erholen. Darüber hinaus scheinen die Anpassungsprozesse in den Wohnimmobilienmärkten vieler Länder beendet zu sein und die Wohnimmobilienpreise die Talsohle durchschritten zu haben. Nichtsdestotrotz dürften die hohe Arbeitslosigkeit und die starke Verschuldung der privaten Haushalte in einigen Ländern sowie ungünstige demografische Entwicklungen einen stärkeren Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen bremsen.

Die Erholung bei den Unternehmensinvestitionen dürfte sich fortsetzen. Die Investitionsausgaben werden den Projektionen zufolge durch eine Reihe von Faktoren gestützt, insbesondere durch den sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs (noch verstärkt durch die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der EZB), die projizierte Zunahme der Inlands- und Auslandsnachfrage, die Notwendigkeit zur Modernisierung des Kapitalstocks nach Jahren verhaltener Investitionen, den günstigen und auf breiter Basis verfügbaren Zugang zu Außenfinanzierungsmitteln,

³ Die Annahmen bezüglich der Öl- und Nahrungsmittelpreise beruhen auf den Terminkontraktpreisen bis Ende des Projektionszeitraums. Für die übrigen Rohstoffe wird davon ausgegangen, dass deren Preise bis zum zweiten Quartal 2017 den Terminkontraktpreisen folgen und sich anschließend der globalen Konjunktur entsprechend entwickeln werden.

finanzpolitische Maßnahmen in einigen Ländern und steigende Gewinnaufschläge vor dem Hintergrund eines bereits sehr liquiden Sektors nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Darüber hinaus ist die Verschuldungsquote (Verhältnis der Schulden zum Gesamtvermögen) im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aufgrund der deutlichen Erholung der Aktienkurse in den vergangenen Jahren und des moderaten Wachstums der Fremdfinanzierung fast auf ihren historischen Tiefstand gesunken. Allerdings wird die Erholung der Unternehmensinvestitionen durch starre Güter- und Arbeitsmärkte, Erwartungen eines niedrigeren Produktionspotenzials als in der Vergangenheit und die erhöhte geopolitische Unsicherheit gebremst.

Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums werden den Projektionen zufolge parallel zur Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets steigen.

Die Auslandsnachfrage dürfte im Einklang mit der stärkeren weltweiten Belegung ab der zweiten Jahreshälfte 2016 langsam an Fahrt gewinnen, jedoch deutlich unter ihrer Wachstumsentwicklung vor der Krise bleiben (siehe Kasten 2). Die Exportmarktanteile außerhalb des Euroraums dürften nach ihrem jüngsten Anstieg über den Projektionszeitraum hinweg weitgehend unverändert bleiben. Die Einfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets werden entsprechend ihrer historischen Elastizität in Relation zur Gesamtnachfrage voraussichtlich steigen, allerdings weiterhin schneller als die Ausfuhren, was für 2016 einen negativen und danach einen neutralen Wachstumsbeitrag des Außenhandels impliziert. Der Leistungsbilanzüberschuss dürfte von 3,2 % des BIP im Jahr 2015 auf 2,8 % im Jahr 2018 sinken.

Kasten 2

Das außenwirtschaftliche Umfeld

Die globale Konjunktur wird den Projektionen zufolge allmählich anziehen. Grund hierfür sind die nach wie vor robusten Wachstumsaussichten in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften und das stetige Nachlassen der tiefen Rezession in einigen großen Schwellenländern.

Angesichts günstiger Finanzierungsbedingungen und der Aufhellung am Arbeitsmarkt dürften die Aussichten für fortgeschrittene Volkswirtschaften freundlich bleiben. Der Wachstumskurs der chinesischen Wirtschaft mit allmählich sinkenden Zuwachsraten wird voraussichtlich das Wirtschaftswachstum in anderen Schwellenländern, vor allem in Asien, belasten. Wenngleich der kürzliche Wiederanstieg der Rohstoffpreise einige der akuten Belastungen abfedert, werden die Rohstoffexporteure ihre Anpassungen an niedrige Rohstoffpreise fortsetzen. Zudem sind die Schwellenländer trotz der jüngsten Belegung der Finanzmärkte mit einem Umfeld anziehender externer Finanzierungsbedingungen, die zum Teil mit einer Normalisierung der US-Geldpolitik einhergehen, konfrontiert. Politische Unsicherheit und geopolitische Spannungen belasten die Nachfrage in einigen Ländern ebenfalls.

Der Welthandel (ohne Euro-Währungsgebiet) verzeichnet nach der ausgeprägten Schwäche in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres seit der zweiten Jahreshälfte 2015 wieder positive Zuwachsraten.

Auf kurze Sicht werden die globalen Importe weiterhin durch die Schwäche in einigen Schwellenländern, insbesondere in Brasilien und Russland, beeinträchtigt.

Danach dürfte der Welthandel im Einklang mit der globalen Konjunkturerholung allmählich anziehen. Die Projektion geht weiter davon aus, dass die globale Wachstumselastizität des Handels mittelfristig bei etwa 1 und damit deutlich unter dem Vorkrisenniveau liegen wird. Insgesamt dürfte sich die Auslandsnachfrage des Euroraums ausgehend von einer Änderungsrate von 0,6 % im Jahr 2015 auf 2,0 % im laufenden Jahr, 3,5 % im Jahr 2017 und schließlich 4,0 % im Jahr 2018 erhöhen.

Verglichen mit den Projektionen vom März 2016 wurden die Prognosen für die Weltwirtschaft und die Auslandsnachfrage des Euroraums nach unten korrigiert.

Das außenwirtschaftliche Umfeld

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Juni 2016				März 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Globales reales BIP (ohne Euro-Währungsgebiet)	3,1	3,1	3,7	3,8	3,1	3,2	3,8	3,9
Welthandel (ohne Euro-Währungsgebiet) ¹⁾	0,7	1,8	3,5	4,0	0,7	2,2	3,8	4,1
Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets ²⁾	0,6	2,0	3,5	4,0	0,4	2,2	3,8	4,1

1) Berechnet als gewichteter Durchschnitt der Importe.

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

Insgesamt wird das reale BIP den Projektionen zufolge 2016 um 1,6 %, 2017 um 1,7 % und 2018 um 1,8% steigen.

Die negative Produktionslücke dürfte sich vor dem Hintergrund eines nur moderaten Potenzialwachstums über den Projektionszeitraum hinweg stetig verringern. Das Wachstum des Produktionspotenzials wird über den Projektionszeitraum hinweg voraussichtlich anziehen, aber weit unter seinem Vorkrisenniveau von rund 1,7 % bleiben. Die verhaltene Dynamik des Potenzialwachstums spiegelt nach einem längeren Zeitraum moderaten Investitionswachstums in erster Linie einen relativ niedrigen Beitrag des Produktionsfaktors Kapital wider. Die Beitrag des Produktionsfaktors Arbeit dürfte angesichts der wachsenden Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter vor dem Hintergrund einer zum Teil auf Strukturreformen zurückzuführenden steigenden Erwerbsbeteiligung, aber auch angesichts der anhaltenden Zuwanderung über den Projektionszeitraum hinweg steigen.

Die Bedingungen an den Arbeitsmärkten des Eurogebiets dürften sich über den Projektionszeitraum weiterhin verbessern, und zwar etwas schneller als bislang erwartet. Für die Beschäftigung wird über den Projektionszeitraum hinweg ein weiterer Anstieg erwartet. Die Zahl der Erwerbspersonen wird 2016 und 2017 voraussichtlich kräftig steigen. Gründe hierfür sind unter anderem der Zustrom von Flüchtlingen und der Ermutigungseffekt. Es wird erwartet, dass die Arbeitslosenquote sinkt, aber dennoch auf einem im historischen Vergleich erhöhten Niveau bleibt. Die Beschäftigungsentwicklung impliziert eine Beschleunigung des Arbeitsproduktivitätswachstums im Einklang mit dem üblichen prozyklischen Verlaufsmuster – von 0,6 % im Jahr 2015 auf 0,9 % im Jahr 2018.

Verglichen mit den Projektionen vom März 2016 wurden die Aussichten für das Wachstum des realen BIP im Jahr 2016 nach oben korrigiert.

In der Aufwärtskorrektur für 2016 schlagen sich unter anderem positivere Übertragungseffekte durch Korrekturen historischer Daten sowie ein unerwartet kräftiges Wachstum im ersten Quartal des Jahres und die nachlassende Unsicherheit aufgrund der niedrigeren Volatilität der Finanzmärkte nieder. Mittelfristig bleiben die Wachstumsaussichten im Wesentlichen unverändert. Grund hierfür sind Abwärtseffekte aus höheren Ölpreisen und eine schwächere Auslandsnachfrage, die durch den positiven Einfluss der geldpolitischen Maßnahmen vom März 2016 weitgehend kompensiert werden.

3 Preise und Kosten

Die jüngsten Entwicklungen der HVPI-Inflation sind geprägt durch niedrige Energiepreise und einen gedämpften Trend des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel.

Die HVPI-Teuerungsrate lag im Mai 2016 bei $-0,1\%$, wobei die Energiekomponente $-8,1\%$ und der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel $0,8\%$ ausmachten.

Der externe Preisdruck wird voraussichtlich im gesamten Projektionszeitraum zunehmen und wesentlich zu einem Anstieg der Gesamtinflation beitragen.

Aufwärtsgerichtete ölpreisbedingte Basiseffekte in der Energiepreiskomponente des HVPI und die von den Ölterminkursen abgeleiteten weiteren Steigerungen dürften 2016 und 2017 in großem Maße zum Anstieg der Gesamtinflation beitragen. Ferner wird erwartet, dass die starke Abwertung des Euro-Wechselkurses seit Mitte 2014 weiterhin auf den Aufwärtsdruck auf die Gesamtinflation durchwirkt. Mit der Aufhellung der Arbeitsmarktbedingungen und der voranschreitenden Konjunkturerholung dürfte die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel, gestützt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, allmählich Fahrt aufnehmen.

Der Lohnzuwachs ist derzeit moderat, wird jedoch den Projektionen zufolge etwas anziehen, wenn die Anspannung am Arbeitsmarkt allmählich zunimmt.

Der Lohnzuwachs wird gebremst durch die erhöhte Arbeitslosigkeit, niedrige Produktivitätszuwächse, länderübergreifende Anpassungsprozesse zur Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit und höhere Lohnflexibilität infolge struktureller Arbeitsmarktreformen, die während der Krise umgesetzt wurden. In diesem Zusammenhang dürften strukturbereinigende Maßnahmen das Lohnwachstum insgesamt weiterhin dämpfen, da neue Arbeitsplätze offenbar vor allem in Sektoren mit vergleichsweise niedriger Arbeitsproduktivität und dementsprechend niedrigem Lohnniveau entstehen. Insgesamt wird damit gerechnet, dass das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer schrittweise von durchschnittlich $1,3\%$ im Jahr 2016 auf $1,8\%$ im Jahr 2017 und schließlich auf $2,2\%$ im Jahr 2018 ansteigt.

Den Gewinnmargen dürfte die anhaltende Konjunkturerholung zugutekommen.

Die erwartete weitere Belebung der Nachfrage dürfte die Preissetzungsmacht und damit die Gewinnmargen der Unternehmen stärken. Noch vor kurzem profitierten die Gewinnmargen von den unerwarteten Mehreinnahmen aufgrund niedriger Ölpreise, doch dieser Effekt dürfte angesichts des jüngsten Ölpreisanstiegs und der auf den Preisen für Terminkontrakte basierenden Annahme weiter steigender Ölpreise demnächst abklingen. Zudem wird damit gerechnet, dass das absehbar über den Projektionszeitraum hinweg anziehende Wachstum der Lohnstückkosten vor allem 2018 dämpfend auf die Gewinnmargen wirkt.

Im Vergleich zu den Projektionen vom März wurden die Aussichten für die HVPI-Inflation für 2016 leicht nach oben korrigiert; für 2017 und 2018 blieben sie weitgehend unverändert.

Die durch angenommene Ölpreisänderungen bedingte Aufwärtskorrektur der Energiepreiskomponente des HVPI überwiegt geringfügig die Abwärtskorrekturen der nicht energiebezogenen Komponenten des HVPI für 2016. Für 2017 und 2018 werden die Aufwärtskorrekturen der Energie- und Nahrungsmittelkomponenten weitgehend durch Abwärtskorrekturen der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel kompensiert.

4 Haushaltsaussichten

Der finanzpolitische Kurs dürfte 2016 einen leicht positiven Beitrag zur Nachfrage leisten und 2017 und 2018 weitgehend neutral werden.

Die Messgröße für den finanzpolitischen Kurs ist die Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos nach Abzug der staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor. Ausschlaggebend für den expansiven finanzpolitischen Kurs im Jahr 2016 sind Senkungen von direkten Steuern und Sozialbeiträgen in mehreren Ländern sowie höhere Ausgaben infolge des Flüchtlingszustroms.

Über den Projektionszeitraum hinweg werden die Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte den Projektionen zufolge abnehmen.

Der Abbau des Defizits ist 2016 auf die sinkenden Zinsausgaben und die Steigerung der Konjunkturkomponente zurückzuführen, wobei der Einfluss dieser Faktoren durch eine Lockerung des finanzpolitischen Kurses teilweise ausgeglichen wird. Von 2017 bis 2018 werden sich die positiven Auswirkungen der niedrigeren Zinsausgaben voraussichtlich durch eine Verbesserung des Primärsaldos vor allem infolge der günstigeren Konjunkturentwicklung verstärken. Im Zeitraum von 2016 bis 2018 dürfte der allmähliche Abbau des öffentlichen Schuldenstands – vor dem Hintergrund der projizierten konjunkturellen Erholung und angenommener niedriger Zinssätze – insbesondere durch das günstige Wachstum/Zins-Differenzial unterstützt werden. Auch niedrige Primärüberschüsse dürften sich günstig auf die Verschuldung auswirken.

Im Vergleich zu den Projektionen vom März sind die Haushaltsaussichten günstiger.

Die Schuldenquote wurde über den Projektionszeitraum hinweg nach

oben hin korrigiert, gestützt durch die Annahme eines weniger dynamischen Anstiegs der staatlichen Konsumausgaben, einschließlich der Löhne im öffentlichen Sektor, bei nominal weitgehend unverändertem BIP-Wachstum in den Jahren von 2017 bis 2018. Die Schuldenquote dürfte über den Projektionszeitraum hinweg ebenfalls niedriger ausfallen. Grund hierfür sind höhere Primärüberschüsse und, insbesondere 2016, ein günstigeres Wachstum/Zins-Differenzial, das sich aus der Aufwärtskorrektur des nominalen BIP-Wachstums ergibt.

Tabelle 1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet¹⁾

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Juni 2016				März 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Reales BIP ¹⁾	1,6	1,6 [1,3–1,9] ²⁾	1,7 [0,7–2,7] ²⁾	1,7 [0,5–2,9] ²⁾	1,5	1,4 [1,0–1,8] ²⁾	1,7 [0,7–2,7] ²⁾	1,8 [0,6–3,0] ²⁾
Private Konsumausgaben	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Konsumausgaben des Staates	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Bruttoanlageinvestitionen	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Ausfuhren ³⁾	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Einfuhren ³⁾	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Beschäftigung	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Arbeitslosenquote (in % der Erwerbspersonen)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
HVPI	0,0	0,2 [0,1–0,3] ²⁾	1,3 [0,6–2,0] ²⁾	1,6 [0,7–2,5] ²⁾	0,0	0,1 [-0,2–0,4] ²⁾	1,3 [0,6–2,0] ²⁾	1,6 [0,8–2,4] ²⁾
HVPI ohne Energie	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel und Änderungen indirekter Steuern ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Lohnstückkosten	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Arbeitsproduktivität	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Struktureller Haushaltssaldo (in % des BIP) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Öffentliche Schuldenquote (in % des BIP)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

1) Arbeitstäglich bereinigte Daten.

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

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 Saldo leitet sich nicht von einer aggregierten Messgröße der Produktionslücke ab. Gemäß der Methodik des ESZB werden die Konjunkturkomponenten für verschiedene Einnahmen und Ausgaben separat berechnet. Eine detailliertere Darstellung findet sich in Kasten 13 des Monatsberichts vom März 2012 und in Kasten 6 des Monatsberichts vom September 2014.

Kasten 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 Entwicklung des Ölpreises

Alternative Ölpreismodelle weisen über den Projektionszeitraum hinweg auf das Risiko etwas rascher ansteigender Ölpreise hin als in Terminkontrakten impliziert. Die den Basisprojektionen zugrunde liegenden technischen Annahmen für die Ölpreisentwicklung prognostizieren, auf Basis der Terminmärkte, einen Anstieg der Ölpreise. Danach dürfte der Preis für Rohöl der Sorte Brent zum Ende des Jahres 2018 bei 52 USD pro Barrel liegen. Diese Entwicklung steht im Einklang mit einer gewissen Erholung der weltweiten Ölnachfrage als mögliche Folge der Belebung der Weltwirtschaft und eines leichten Rückgangs des Ölangebots. Eine Kombination alternativer von Experten des Eurosystems⁴ verwendeter Modelle zur Projektion der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg deuten derzeit für 2017 und 2018 auf einen höheren Ölpreis hin als in den technischen Annahmen unterstellt. Hierzu könnte es im Zuge einer robusteren Erholung der weltweiten Ölnachfrage durch eine die Erwartungen übertreffende weltweite Belebung und/oder ein stärker sinkendes Ölangebot aufgrund geringerer Investitionen in den Ölsektor und damit einhergehender Verringerungen der Kapazitäten zur Ölgewinnung in einigen Ländern kommen. Das Eintreten einer divergierenden Entwicklung, bei der die Ölpreise die entsprechenden Annahmen im Basisszenario bis 2018 um 10 % überträfen, würde das Wachstum des realen BIP leicht dämpfen und eine etwas raschere Zunahme der HVPI-Inflation mit sich bringen (um rund 0,1 bzw. 0,2 Prozentpunkte in den Jahren 2017 und 2018).

2) Divergierende Entwicklung des Wechselkurses

Diese Sensitivitätsanalyse untersucht die Auswirkungen eines niedrigeren Pfads des Euro-Wechselkurses im Vergleich zum Basisszenario. Abwärtsrisiken für den Wechselkurs des Euro ergeben sich hauptsächlich aus einer Divergenz der geldpolitischen Kurse beiderseits des Atlantiks. Insbesondere könnten eine weitere Lockerung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet sowie eine früher als erwartet stattfindende Anhebung des Zielzinssatzes für Tagesgeld in den Vereinigten Staaten weiteren Abwärtsdruck auf den Euro ausüben. Die divergierende Entwicklung des Euro-Wechselkurses basiert auf dem 25. Perzentil der Verteilung der risikoneutralen Dichten, die aus Optionen für den USD/EUR-Wechselkurs am 10. Mai 2016 gewonnen wurde. Dieser Annahme zufolge wird der Euro gegenüber dem US-Dollar allmählich auf einen Wechselkurs von

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

1,04 USD/EUR im Jahr 2018 abwerten. Damit läge er 8,8 % unter der im Basisszenario für dieses Jahr geltenden Annahme. Die entsprechenden Annahmen für den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro spiegeln historische Regelmäßigkeiten wider. Danach kommen in Änderungen des USD/EUR-Wechselkurses Änderungen des effektiven Wechselkurses mit einer Elastizität von rund 50 % zum Ausdruck. Diese Annahme führt dazu, dass sich der effektive Wechselkurs des Euro allmählich vom Basisszenario entfernt und 2018 schließlich 4,6 % unter dem Wert im Basisszenario liegt. In diesem Szenario deuten die Ergebnisse einer Reihe von makroökonomischen Modellen, die von Experten entwickelt wurden, im Durchschnitt auf ein höheres Wachstum des realen BIP (um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte) und eine höhere Teuerung nach dem HVPI (um 0,1 bis 0,3 Prozentpunkte) in den Jahren 2016, 2017 und 2018 hin.

Kasten 4

Prognosen anderer Institutionen

Von internationalen und privatwirtschaftlichen Organisationen liegen eine Reihe von Prognosen für das Euro-Währungsgebiet vor. Diese Prognosen sind jedoch untereinander bzw. mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen nicht vollständig vergleichbar, da sie zu verschiedenen Zeitpunkten fertiggestellt wurden. Darüber hinaus verwenden sie unterschiedliche (teilweise nicht spezifizierte) Methoden zur Ableitung von Annahmen über fiskalische, finanzielle und außenwirtschaftliche Variablen (einschließlich der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise). Schließlich werden bei den verschiedenen Prognosen auch unterschiedliche Methoden der Kalenderbereinigung angewandt (siehe nachfolgende Tabelle). Wie aus der Tabelle hervorgeht, weisen die meisten der derzeit verfügbaren Prognosen anderer Institutionen ein vergleichbares oder leicht niedrigeres Wachstum des realen BIP über den Prognosezeitraum hinweg aus, während sie für die Teuerungsrate ein vergleichbares oder leicht höheres Wachstum in Aussicht stellen. Die Prognosen für das reale BIP-Wachstum und die Teuerungsrate nach dem HVPI unterscheiden sich nicht wesentlich von den Punktprognosen der von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni und liegen eindeutig innerhalb der Bandbreiten dieser Projektionen (siehe Klammern in der Tabelle).

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	BIP-Wachstum			HVPI-Inflation		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen	Juni 2016	1,6 [1,3–1,9]	1,7 [0,7–2,7]	1,7 [0,5–2,9]	0,2 [0,1–0,3]	1,3 [0,6–2,0]	1,6 [0,7–2,5]
Europäische Kommission	Mai 2016	1,6	1,8	–	0,2	1,4	–
OECD	Juni 2016	1,6	1,7	–	0,2	1,2	–
Euro Zone Barometer	Mai 2016	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	Mai 2016	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	April 2016	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
IWF	April 2016	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Quellen: Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission von 2016; IWF, World Economic Outlook vom April 2016; OECD, Wirtschaftsausblick vom Juni 2016; Prognosen von Consensus Economics, MJEconomics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

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, 2016

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.