



Juni 2018

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

Nachdem das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet zu Jahresbeginn schwächer ausfiel als erwartet, wird es den Projektionen zufolge dennoch robust bleiben und weiterhin Wachstumsraten aufweisen, die über dem Potenzial liegen. Wie in den vorangegangenen Projektionen dürfte sich das Wachstum des realen BIP über den Projektionszeitraum allmählich von 2,1 % im Jahr 2018 auf 1,7 % im Jahr 2020 verlangsamen², da einige wachstumsfördernde Faktoren langsam in ihrer Wirkung nachlassen. Die Teuerung nach dem HVPI dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg auf jährlich 1,7 % belaufen, wenngleich ihr vierteljährliches Profil voraussichtlich eine gewisse Volatilität aufweisen wird. Hinter der stabilen Entwicklung der durchschnittlichen jährlichen Teuerungsrate verbirgt sich ein Rückgang der Jahresänderungsrate der Energiekomponente, der durch einen allmählichen Anstieg der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel vor dem Hintergrund zunehmend hemmender Kapazitätsengpässe wieder wettgemacht wird.

1 Realwirtschaft

Die Verlangsamung des realen BIP-Wachstums im ersten Quartal 2018 ist teilweise auf temporäre Faktoren zurückzuführen, impliziert aber auch, dass die Abschwächung früher eingesetzt hat als zuvor erwartet. Nachdem das Wachstum des realen BIP mit 0,7 % in vier aufeinanderfolgenden Quartalen im Jahr 2017 kräftig angezogen hatte, ging es im ersten Quartal 2018 auf 0,4 % zurück.

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 22. Mai 2018 (siehe Kasten 1). Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen sonstigen Daten war der 31. Mai 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.

Diese Abschwächung lässt sich zum Teil mit einer Reihe temporärer Faktoren erklären, darunter schlechte Witterungsbedingungen, Streiks in einigen Euro-Ländern und ein ungewöhnlich hoher Krankenstand im Zusammenhang mit einem Ausbruch der saisonalen Grippe in Deutschland. Darüber hinaus könnte der negative Effekt der zurückliegenden Aufwertung des Euro stärker als erwartet gewesen sein, und Engpässe beim Arbeitskräfteangebot könnten früher als bislang angenommen eine hemmende Wirkung entfaltet haben. Schließlich könnte die Verlangsamung auch auf einen Rückgang gegenüber dem sehr kräftigen Wachstum im Jahresverlauf 2017 zurückzuführen sein.

Was den weiteren Verlauf anbelangt, so wird das Wachstum des realen BIP den Projektionen zufolge in den nächsten Quartalen robust bleiben, was im Einklang mit dem nach wie vor hohen Niveau des Unternehmer- und Verbrauchervertrauens steht. Nach einem deutlichen Rückgang im ersten Quartal 2018 stabilisierte sich das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen im April und Mai. Im historischen Vergleich blieb es auf einem hohen Niveau. Einige Indikatoren, die nach Redaktionsschluss veröffentlicht wurden, fielen etwas schwächer aus als erwartet, stehen aber immer noch weitgehend im Einklang mit dem projizierten Wachstumspfad.

Tabelle 1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet¹⁾

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

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

1) Das reale BIP und seine Komponenten beziehen sich auf arbeitstäglich bereinigte Daten. Gemäß den von Eurostat am 7. Juni 2018 zum BIP und seinen wesentlichen Komponenten veröffentlichten Daten (nach Redaktionsschluss für die vorliegenden Projektionen) beläuft sich die arbeitstäglich bereinigte Wachstumsrate des realen BIP im Jahr 2017 auf 2,6 %.

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, Konjunkturberichtigung des öffentlichen Finanzierungssaldos, EZB-Monatsbericht März 2012, und in Kasten 6, Zum strukturellen Finanzierungssaldo als Indikator der zugrunde liegenden Haushaltsposition, EZB-Monatsbericht September 2014.

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 soliden Arbeitsmarktbedingungen und einem zunehmenden Nettovermögen profitieren. Zugleich werden sich die Unternehmensinvestitionen weiter ausweiten, was auch mit steigenden Gewinnen im Kontext eines zunehmenden Nachfragedrucks und einer hohen Kapazitätsauslastung zusammenhängt. Die Ausfuhren des Euroraums dürften weiterhin robust bleiben, da sie 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 jedoch allmählich abschwächen, da einige wachstumsfördernde Faktoren in ihrer Wirkung allmählich nachlassen. Die Wirkung von in der Vergangenheit beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen dürfte über den Projektionszeitraum hinweg langsam nachlassen. Eine sich abschwächende Wachstumsrate der Auslandsnachfrage nach Produkten des Eurogebiets dürfte das Exportwachstum dämpfen. Auch das Beschäftigungswachstum dürfte sich verlangsamen, was teilweise den zunehmenden hemmenden Engpässen beim Arbeitskräfteangebot in einigen Euro-Ländern geschuldet ist. Darüber hinaus wird das Wachstum der privaten Konsumausgaben den Projektionen zufolge nachlassen, was eine Normalisierung der Sparquote ausgehend von einem niedrigen Niveau im Zusammenhang mit dem zyklischen Aufschwung in einigen Euro-Ländern widerspiegelt.

Das Wachstum des real verfügbaren Einkommens dürfte 2018 und 2019 angesichts anziehender Löhne und der Senkung direkter Steuern zunehmen, bevor es sich 2020 wieder abschwächt. Der Beitrag der Bruttolöhne und -gehälter zum Wachstum des verfügbaren Einkommens dürfte 2018 aufgrund des kräftigeren Lohnwachstums deutlich zunehmen. Im restlichen Verlauf des Projektionszeitraums dürfte er wieder etwas zurückgehen, da ein weiterer Anstieg des Wachstums der Nominallöhne die Auswirkungen des Rückgangs bei der Beschäftigung nicht vollständig ausgleichen kann. Das Wachstum der sonstigen privaten Einkünfte wird den Projektionen zufolge im Einklang mit steigenden Gewinnen leicht anziehen. Der negative Beitrag der Nettotransferleistungen dürfte 2018 und 2019 vor dem Hintergrund von Kürzungen der Sozialversicherungsbeiträge und einer Senkung der direkten Steuern etwas geringer ausfallen, bevor er 2020 wieder zunimmt. Insgesamt dürfte sich die Zusammensetzung des Wachstums des real verfügbaren Einkommens weniger günstig auf die Ausgaben der privaten Haushalte auswirken, da die Konsumausgaben in der Regel etwas stärker auf zusätzliche Einkünfte im Zusammenhang mit dem Beschäftigungswachstum reagieren als auf eine Änderung der Reallöhne.

Die privaten Konsumausgaben dürften über den Projektionszeitraum hinweg ein wesentlicher Wachstumsfaktor sein. Ein starkes Verbrauchervertrauen, eine erwartete weitere Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt sowie steigende Reallöhne je Arbeitnehmer deuten auf ein robustes Konsumwachstum in den nächsten Quartalen hin. Die privaten Konsumausgaben dürften dennoch über den Projektionszeitraum hinweg etwas hinter das Wachstum des real verfügbaren

Einkommens zurückfallen, da die privaten Haushalte ihre Einkünfte voraussichtlich zunehmend ansparen werden.

Die vorteilhaften Kreditvergabebedingungen der Banken, die durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB verstärkt werden, und der beim Schuldenabbau erzielte Fortschritt dürften dem Wachstum des privaten Konsums förderlich sein. Wenngleich sich das niedrige Zinsniveau sowohl in den Zinserträgen als auch in den Zinszahlungen privater Haushalte niederschlägt, begünstigt es tendenziell Nettoschuldner gegenüber Nettosparern. Da die marginale Konsumneigung von Nettoschuldnern üblicherweise höher ist, sollten die aggregierten privaten Konsumausgaben hierdurch 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 ihren historischen Tiefstwerten allmählich erholen. Die Sparquote ist in der jüngsten Vergangenheit zurückgegangen, was in erster Linie die verbesserte wirtschaftliche und finanzielle Lage der privaten Haushalte, einen gewissen Abbau einer aufgestauten Nachfrage im Zusammenhang mit zuvor aufgeschobenen größeren Anschaffungen sowie die Auswirkungen der äußerst niedrigen Zinsen auf die Sparneigung der privaten Haushalte widerspiegelt. Sie dürfte über den Projektionszeitraum hinweg zunehmen, hauptsächlich aufgrund einer Normalisierung im Zusammenhang mit dem Konjunkturaufschwung. Zudem wird davon ausgegangen, 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 März 2018 enthalten die technischen Annahmen einen schwächeren Wechselkurs des Euro, vor allem gegenüber dem US-Dollar, höhere Ölpreise in US-Dollar und niedrigere Zinssätze. Die technischen Annahmen zu den Zinssätzen und Rohstoffpreisen beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss war der 22. Mai 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, -0,2 % für 2019 und 0,2 % für 2020. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 1,2 % im laufenden, 1,5 % im kommenden und 1,7 % im übernächsten Jahr.³ Gegenüber den Projektionen vom März 2018 wurden die Markterwartungen hinsichtlich des Niveaus der Kurzfristzinsen für 2019 um 10 Basispunkte und für

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.

2020 um 20 Basispunkte nach unten korrigiert, während die Langfristzinsen über den Projektionszeitraum hinweg um rund 15 Basispunkte nach unten korrigiert wurden.

Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird anhand der von den Terminmärkten nach dem Durchschnitt der zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss am 22. Mai 2018 abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass der Preis pro Barrel für Rohöl der Sorte Brent von 54,4 USD im Jahr 2017 auf 74,5 USD im Jahr 2018 steigt und in der Folge auf 73,5 USD im Jahr 2019 und 68,7 USD im Jahr 2020 sinkt. Somit würden sich die auf US-Dollar lautenden Ölpreise gegenüber den Projektionen vom März 2018 im laufenden Jahr um 14,6 %, 2019 um 20,2 % und 2020 um 17,7 % erhöhen. Den Annahmen zufolge werden die Preise für Rohstoffe ohne Energie in US-Dollar 2018 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 22. Mai 2018 vorherrschte. Dies impliziert einen durchschnittlichen USD/EUR-Wechselkurs von 1,20 im Jahr 2018 und 1,18 in den Jahren 2019 und 2020 gegenüber 1,24 in den Projektionen vom März 2018. Der effektive Wechselkurs des Euro (gegenüber 38 Handelspartnern) ist 0,3 % höher als in den Projektionen vom März 2018 angenommen.

Technische Annahmen

| | Juni 2018 | | | | März 2018 | | | |
|--|-----------|------|------|------|-----------|------|------|------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.) | -0,3 | -0,3 | -0,2 | 0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,1 | 0,4 |
| Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.) | 1,0 | 1,2 | 1,5 | 1,7 | 1,0 | 1,3 | 1,6 | 1,9 |
| Ölpreis (in USD/Barrel) | 54,4 | 74,5 | 73,5 | 68,7 | 54,4 | 65,0 | 61,2 | 58,3 |
| Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %) | 7,9 | 9,3 | 2,5 | 4,1 | 7,9 | 7,4 | 3,2 | 4,5 |
| USD/EUR-Wechselkurs | 1,13 | 1,20 | 1,18 | 1,18 | 1,13 | 1,23 | 1,24 | 1,24 |
| Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-38) (Veränderung gegen Vorjahr in %) | 2,2 | 4,4 | -0,1 | 0,0 | 2,2 | 4,5 | 0,1 | 0,0 |

Das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen dürfte sich fortsetzen, wenngleich in einem geringeren Tempo als in den letzten zwei Jahren. In der zweiten Jahreshälfte 2017 verlangsamte sich das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen, da das Baugewerbe in einigen Euro-Ländern mit zunehmenden angebotsseitigen Engpässen, vor allem einem Arbeitskräftemangel, konfrontiert war. Die wichtigsten Voraussetzungen für eine weitere Erholung der Wohnungsbauinvestitionen sind über den Projektionszeitraum hinweg weiterhin gegeben. Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass private Haushalte zunehmend den Erwerb oder Bau einer Wohnimmobilie in den nächsten zwei Jahren planen oder insbesondere Modernisierungsmaßnahmen vornehmen. Allerdings dürfte das Wachstum trotz einer lebhaften Nachfrage nach Wohnimmobilien durch eine immer

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

stärker hemmende Wirkung von Kapazitätsengpässen im Baugewerbe, etwas verschärften Finanzierungsbedingungen und widrigen demografischen Trends gedämpft werden.

Die Unternehmensinvestitionen dürften über den Projektionszeitraum hinweg – wenngleich in einem geringeren Tempo – weiter ansteigen. Mehrere Faktoren werden die Unternehmensinvestitionen den Erwartungen zufolge weiter stützen: Das Unternehmerv Vertrauen ist angesichts positiver Produktionserwartungen und einer günstigen Auftragslage nach wie vor sehr hoch, die Kapazitätsauslastung bleibt deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt und der Ausrüstungsmangel wird zunehmend als produktionshemmender Faktor im verarbeitenden Gewerbe angeführt, die Finanzierungsbedingungen dürften über den Projektionszeitraum hinweg sehr günstig bleiben und die Gewinne dürften angesichts eines bereits liquiditätsstarken Sektors nichtfinanzieller 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 und des moderaten Wachstums der Fremdfinanzierung auf einen Wert in der Nähe ihres historischen Tiefstands 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

Der weltweite konjunkturelle Aufschwung hat sich fortgesetzt, die jüngsten Daten deuten aber auf eine leichte Abschwächung der Dynamik hin. Steigende Renditen, die Aktienmarktvolatilität und die Aufwertung des US-Dollars trugen zu etwas restriktiveren Finanzierungsbedingungen bei. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften waren in den vergangenen Wochen erhebliche Finanzmarktspannungen festzustellen. Die Aussichten in ölimportierenden Volkswirtschaften wurden durch den Ölpreisanstieg gedämpft. Die kurzfristigen weltweiten Aussichten bleiben jedoch im Wesentlichen solide. Die fortgeschrittenen Volkswirtschaften profitieren von der akkommodierenden Geldpolitik. In den Vereinigten Staaten schlug sich insbesondere ein umfangreicher konjunkturpolitischer Impuls positiv nieder. Exportorientierte Volkswirtschaften erhielten durch eine Wiederbelebung des Welthandels Auftrieb, und Rohstoffexporteure kommen steigende Rohstoffpreise zugute. Obgleich die Besorgnis über Protektionismusbestrebungen zugenommen hat, dürften die bislang umgesetzten höheren Zölle (auf US-amerikanische Stahl- und Aluminiumimporte) nur in geringem Maß unmittelbar auf die Gesamtwirtschaft auswirken. Der allgemeine Trend zu einem stärkeren Protektionismus könnte allerdings das Anlegervertrauen belasten. Auf mittlere Sicht dürfte sich die Konjunktur abschwächen, da die Konjunkturzyklen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ihren Höhepunkt erreichen und öffentliche Stützungsmaßnahmen allmählich reduziert werden. Der Übergang zu einer langsameren Wachstumsentwicklung in China, die weniger von konjunkturpolitischen Impulsen abhängt, dürfte die Aussichten trüben. Darüber hinaus besteht in rohstoffexportierenden Volkswirtschaften in der Erholungsphase weiterhin die Notwendigkeit zur Haushaltskonsolidierung. Das globale Wachstum (ohne Euro-Währungsgebiet) wird den Projektionen zufolge von 3,8 % im

Jahr 2017 auf 4,0 % im Jahr 2018 ansteigen und dann bis 2020 auf 3,7 % zurückgehen. Im Vergleich zu den Projektionen vom März 2018 wurde das Wachstum des weltweiten BIP 2018 und 2019 um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Für 2018 ist dies auf schwächere Daten zu Jahresbeginn in fortgeschrittenen Volkswirtschaften und für 2019 auf einen stärker eingetrübten Ausblick in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften zurückzuführen.

Das außenwirtschaftliche Umfeld

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

| | Juni 2018 | | | | März 2018 | | | |
|---|-----------|------|------|------|-----------|------|------|------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Globales reales BIP (ohne Euro-Währungsgebiet) | 3,8 | 4,0 | 3,9 | 3,7 | 3,8 | 4,1 | 3,9 | 3,7 |
| Welthandel (ohne Euro-Währungsgebiet) ¹⁾ | 5,2 | 5,1 | 4,6 | 4,0 | 5,6 | 4,9 | 4,5 | 3,9 |
| Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets ²⁾ | 5,2 | 5,2 | 4,3 | 3,7 | 5,5 | 4,7 | 4,1 | 3,6 |

1) Berechnet als gewichteter Durchschnitt der Importe.

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

Nach einem kräftigen Wachstum im Jahr 2017 deuten die Indikatoren für den Welthandel auf eine moderate Verlangsamung in den ersten Monaten des laufenden Jahres hin. Der Welthandel sollte jedoch von einer auf kurze Sicht anhaltenden konjunkturellen Dynamik profitieren, durch die die nachteiligen Effekte der höheren Zölle in den Vereinigten Staaten und China ausgeglichen werden. Da konjunkturelle Faktoren in ihrer Wirkung nachlassen, dürfte sich das Wachstum des Welthandels jedoch verlangsamen, sodass es sich auf mittlere Sicht größtenteils im Einklang mit der Konjunktur entwickelt. Der Zuwachs der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums sollte von 5,2 % im Jahr 2018 auf 3,7 % im Jahr 2020 zurückgehen. Gegenüber den Projektionen vom März 2018 wurde das Jahreswachstum der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums im Jahr 2018 um 0,5 Prozentpunkte nach oben korrigiert, was einem statistischen Überhang infolge einer Aufwärtskorrektur der Daten für das vierte Quartal 2017 geschuldet ist. Hierdurch wird das etwas schwächere Wachstum der weltweiten Einfuhren zu Beginn des Jahres 2018 wieder ausgeglichen. Das Wachstum der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums in den Jahren 2019 und 2020 wurde leicht nach oben korrigiert, was in erster Linie der Erwartung eines handelsintensiveren Wachstums in einigen zentral- und osteuropäischen Volkswirtschaften zuzuschreiben ist.

Die zurückliegende Aufwertung des Euro wird den Projektionen zufolge in Verbindung mit einer nachlassenden Auslandsnachfrage das Wachstum der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums dämpfen. Diese dürften in den kommenden Quartalen aufgrund der zurückliegenden Aufwertung des Euro langsamer wachsen als die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums, was voraussichtlich einen begrenzten weiteren Rückgang der Exportmarktanteile mit sich bringen wird. Die Einfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets dürften von der positiven Entwicklung der Binnennachfrage und in den kommenden Quartalen vom stärkeren Euro profitieren. Da sich das Wachstum der Einfuhren den Projektionen zufolge weniger stark verlangsamt als das Wachstum der Ausfuhren, dürfte der Wachstumsbeitrag des Außenhandels im Projektionszeitraum nur knapp positiv ausfallen, nachdem er 2017 einen äußerst positiven Beitrag geleistet hatte.

Das Beschäftigungswachstum wird sich voraussichtlich verlangsamen, da mit einer zunehmend hemmenden Wirkung des Arbeitskräftemangels in einigen Ländern gerechnet wird. Die Zahl der Beschäftigten im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich im vierten Quartal 2017 um 0,3 % und dürfte im ersten Quartal des laufenden Jahres weiter zugelegt haben. In letzter Zeit ist länderübergreifend ein breit angelegtes Beschäftigungswachstum zu beobachten, und zukunftsorientierte Umfragen deuten auf kurze Sicht auf eine fortgesetzt solide Dynamik hin. Den Projektionen zufolge wird das Beschäftigungswachstum aber dennoch etwas an Fahrt verlieren. 2018 dürfte der Einfluss einiger günstiger temporärer Faktoren (etwa finanzpolitischer Impulse in einigen Euro-Ländern) allmählich nachlassen und die Beschäftigung im öffentlichen Sektor in einigen Ländern zurückgehen. Danach wird mit einer Verschärfung des Arbeitskräftemangels in einigen Ländern gerechnet.

Das Wachstum der Erwerbsbevölkerung dürfte durch den 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. Diese positiven Effekte werden allerdings den Projektionen zufolge im Projektionszeitraum allmählich durch den nachteiligen Effekt der Bevölkerungsalterung wieder ausgeglichen, da mehr ältere Arbeitnehmer aus der Erwerbsbevölkerung ausscheiden als junge Arbeitnehmer nachrücken und da bei älteren Arbeitnehmern eine geringere Erwerbsbeteiligung festzustellen ist (trotz einer hier erwarteten geringfügigen Zunahme).

Im Jahr 2020 dürfte die Arbeitslosenquote auf 7,3 % zurückgehen. Im ersten Quartal 2018 sank sie auf 8,6 %, 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 entsprechend seinem zyklischen Verlaufsmuster voraussichtlich weiter anhalten. 2017 legte die Arbeitsproduktivität um 0,9 % zu. Auf längere Sicht deuten die zuvor erwähnte Verlangsamung des Beschäftigungswachstums, die zunehmende Auslastung des Faktors Kapital vor dem Hintergrund der nachlassenden Kapazitätsunterauslastung, der Anstieg der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen und ein leichtes Plus bei der Gesamtfaktorproduktivität auf ein weitgehend anhaltendes Arbeitsproduktivitätswachstum je Beschäftigten über den Projektionszeitraum hin. Allerdings dürfte es weiterhin geringfügig unter seinem durchschnittlichen Vorkrisenniveau von 1,0 % liegen.

Das Wachstum des realen BIP dürfte im Projektionszeitraum über dem Potenzialwachstum bleiben. Schätzungen zufolge hat das Produktionspotenzial in den vergangenen Jahren aufgrund höherer Beiträge des Produktionsfaktors Kapital und 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 eine Wachstumsrate leicht unter dem vor der Krise verzeichneten Wert aufweisen. Es ist jedoch zu beachten, dass das Potenzialwachstum und seine Bestimmungsfaktoren nicht beobachtbar sind und dass entsprechende Schätzungen mit einer erheblichen Unsicherheit behaftet sind.

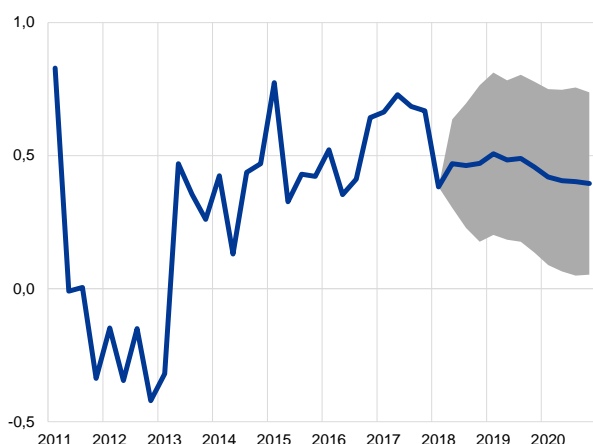
Verglichen mit den Projektionen vom März 2018 wurde die Wachstumsrate des realen BIP für 2018 nach unten korrigiert, die Werte für die Jahre 2019 und 2020 bleiben weitgehend unverändert. Die Abwärtskorrektur für 2018 hängt vor allem mit dem Wachstum des realen BIP im ersten Quartal zusammen, das schwächer ausfiel als zuvor erwartet.

Abbildung 1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen¹⁾

(Quartalswerte)

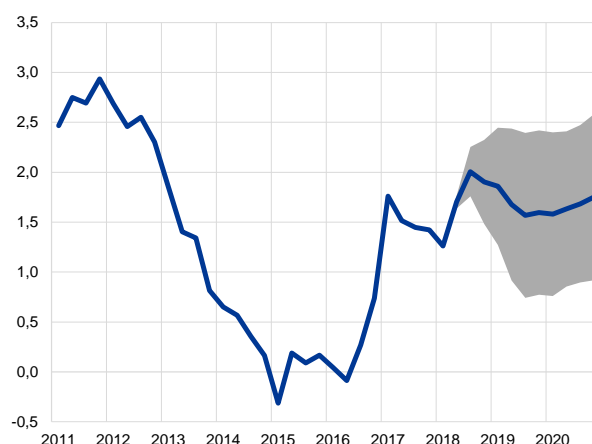
Reales BIP des Euro-Währungsgebiets²⁾

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

2) Arbeitstäglich bereinigte Daten.

2 Preise und Kosten

Die am HVPI gemessene Inflation wird den Projektionen zufolge über den Projektionshorizont hinweg unverändert bei jährlich 1,7 % liegen, da ein allmählicher Anstieg der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel durch eine rückläufige HVPI-Energiepreisinflation ausgeglichen wird. Die HVPI-Energiepreis-inflation dürfte zwar aufgrund der jüngsten Ölpreiserhöhungen und einiger aufwärtsgerichteter Basiseffekte in den kommenden Monaten zunehmen, ab Ende 2018 bis Mitte 2019 dürfte sie jedoch bedingt durch starke abwärtsgerichtete Basiseffekte deutlich sinken. Danach dürfte ihr Beitrag zur HVPI-Gesamtinflation angesichts des Gefälles der Terminkurve für Ölpreise trotz einiger Aufwärtseffekte aus Energiesteuern negativ ausfallen. Die am HVPI gemessene Teuerung bei Nahrungsmitteln dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg weitgehend stabil auf 2,0 % belaufen. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel wird sich den Projektionen zufolge erhöhen, da Angebotsengpässe eine zunehmend hemmende Wirkung entfalten. Insbesondere ist davon auszugehen, dass die zunehmend angespannte Lage am Arbeitsmarkt vor dem Hintergrund eines größeren Arbeitskräftemangels in einigen Ländern dem Lohnwachstum Auftrieb verleiht. Angesichts der eher verhaltenen Aussichten für die Arbeitsproduktivität

dürfte sich die daraus resultierende stärkere Zunahme der Lohnstückkosten zumindest teilweise in den Preisen niederschlagen. Einige weitere Aufwärtseffekte auf die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel dürften sich aus der externen Preisentwicklung ergeben, da vergangene Ölpreissteigerungen und angenommene Preissteigerungen bei Rohstoffen ohne Energie indirekte Auswirkungen auf diese Inflationskomponente haben. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel wird den Projektionen zufolge schrittweise auf 1,9 % 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 ansteigen.⁵ Das Wachstum der Lohnstückkosten dürfte angesichts des über den Projektionszeitraum hinweg weitgehend unveränderten Tempos des Produktivitätswachstums ähnlich stark anziehen wie die Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Die Haupttriebfeder für die Lohnsteigerungen ist die erwartete weitere Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen im Eurogebiet aufgrund der zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten und der ausgeprägten Verknappung des Arbeitskräfteangebots in einigen Teilen des Euroraums. Das Ergebnis der jüngsten Lohnverhandlungen in mehreren Ländern des Eurogebiets deutet tendenziell auf eine günstige Wachstumsdynamik der Löhne im Einklang mit einer nachlassenden Kapazitätsunterauslastung hin. Über diese Konjunkturdynamik hinaus ist davon auszugehen, dass der im Vergleich zum vorangegangenen Dreijahreszeitraum beobachtete signifikante Anstieg der Gesamtinflation im Jahr 2017 ebenfalls zu einem stärkeren Lohnwachstum in den Euro-Ländern beiträgt, in denen der Lohnbildungsprozess vergangenheitsbezogene Indexierungselemente 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 während der Krise nach unten hin starren Nominallohne im Zuge der in den Euro-Ländern anhaltenden und an Breite gewinnenden wirtschaftlichen Expansion allmählich nachlassen. Darüber hinaus dürften einige staatliche Maßnahmen, die das Lohnwachstum in der Vergangenheit begrenzten, weniger relevant werden.

Es ist nicht davon auszugehen, dass sich der Inflationsdruck im Projektionszeitraum aufgrund der Gewinnmargen erhöht. Der projizierte Anstieg der Lohnstückkosten und indirekten Steuern je BIP-Einheit (abzüglich Subventionen) wird das Wachstum der Gewinnmargen, insbesondere gegen Ende des

⁵ Die Ursache einer für 2019 erwarteten zeitweiligen 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. 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.

Projektionszeitraums, angesichts der begrenzten Preissetzungsmacht von Unternehmen voraussichtlich dämpfen.

Der externe Preisdruck dürfte weiter im positiven Bereich liegen, aber über den Projektionszeitraum hinweg nachlassen. Der Einfuhrpreisdeflator nahm 2017 stark zu, worin sich der Umschwung bei den Öl- und sonstigen Rohstoffpreisen widerspiegelt. Die Entwicklung der Einfuhrpreise dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg abschwächen. Maßgeblich hierfür sind die rückläufige Entwicklung der Ölpreise und die zurückliegende Aufwertung des Euro, die die Auswirkungen steigender Notierungen für Rohstoffe ohne Öl und des zugrunde liegenden allmählich ansteigenden globalen Preisdrucks im Zusammenhang mit der nachlassenden Kapazitätsunterauslastung eindämmen werden.

Gegenüber den Projektionen vom März 2018 wurden die Aussichten für die HVPI-Inflation für 2018 und 2019 merklich nach oben korrigiert. Die beträchtliche Aufwärtskorrektur der Ölpreisannahmen in US-Dollar in Verbindung mit der Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar implizieren eine deutliche Aufwärtskorrektur der kurzfristigen Aussichten für die Energiepreis-inflation auf der Verbraucherstufe. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wurde für 2019 und 2020 aufgrund verzögerter indirekter Aufwärtseffekte aus Ölpreissteigerungen und geringer Aufwärtskorrekturen der Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer leicht nach oben korrigiert.

3 Haushaltsaussichten

Der finanzpolitische Kurs im Eurogebiet dürfte 2018 leicht expansiv sein und 2019 bis 2020 im Durchschnitt weitgehend neutral ausfallen. Die Messgröße für den finanzpolitischen Kurs ist die Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos nach Abzug der staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor. Ausschlaggebend für den expansiven Kurs im Jahr 2018 sind hauptsächlich Senkungen direkter Steuern und der Sozialversicherungsbeiträge sowie die Annahme eines dynamischeren Wachstums der Staatsausgaben. In den Jahren 2019 und 2020 dürfte der finanzpolitische Kurs im Durchschnitt neutral ausfallen, da weitere Senkungen der direkten Steuern und der Sozialversicherungsbeiträge durch ein verhalteneres Wachstum der Staatsausgaben 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. Dieser Rückgang wird teilweise durch eine leichte Verschlechterung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ausgeglichen. Die öffentliche Schuldenquote wird im Projektionszeitraum angesichts eines günstigen

Zins-Wachstums-Differenzials⁶ und der Verbesserung des Primärsaldos voraussichtlich weiter sinken. Gegenüber den Projektionen vom März 2018 haben sich die Aussichten für das Defizit nur wenig verändert, die Schuldenquote wurde hingegen vor allem aufgrund eines weniger günstigen Zins-Wachstums-Differenzials leicht nach oben korrigiert.

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 darauf hin, dass die Ölpreise über den Projektionszeitraum höher sein könnten als in Ölterminkontrakten impliziert. Die den Basisprojektionen zugrunde liegenden technischen Annahmen für die Ölpreisentwicklung prognostizieren auf Basis der Ölterminmärkte einen Abwärtstrend der Ölpreise. Demnach dürfte der Preis für Rohöl der Sorte Brent am Ende des Jahres 2020 bei rund 67 USD pro Barrel liegen. Diese aus Ölterminkontrakten abgeleitete Entwicklung steht im Einklang mit einer robusten Zunahme der weltweiten Ölnachfrage im Zuge der Belebung des weltwirtschaftlichen Aufschwungs. Der Abwärtsdruck auf die Ölpreise aufgrund des Ausbaus der Schieferölförderung in den Vereinigten Staaten wird teilweise durch geopolitische Spannungen und die Vereinbarung zwischen OPEC- und einigen Nicht-OPEC-Produzenten über eine Drosselung der Förderung ausgeglichen, was sich auf der Angebotsseite in den Ölterminkontrakten widerspiegeln dürfte. Eine Kombination alternativer, von Experten der EZB verwendeter Modelle⁷ zur Projektion der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg deutet auf höhere Ölpreise hin als in den technischen Annahmen unterstellt. Das Eintreten einer mithilfe dieser Modelle berechneten divergierenden Entwicklung der Ölpreise, bei der diese die entsprechenden Annahmen im Basisszenario bis 2020 um 8,8 % übertreffen, würde das Wachstum des realen BIP leicht dämpfen (um weniger als 0,1 Prozentpunkte in den Jahren 2019 und 2020) und einen rascheren Anstieg der HVPI-Inflation mit sich bringen (um 0,1 Prozentpunkte im Jahr 2019 und um 0,2 Prozentpunkte im Jahr 2020).

2) Divergierende Entwicklung des Wechselkurses

Diese Sensitivitätsanalyse untersucht die Auswirkungen eines Anstiegs des Euro-Wechselkurses. Eine Ursache für ein Aufwertungsrisiko ist eine stärker als erwartet ausfallende konjunkturelle Erholung im Euroraum, die zu einem Preisauftrieb führt. Dieses Szenario entspricht der Verteilung der risikoneutralen Dichten, die aus Optionen für den USD/EUR-Wechselkurs am

⁶ Das Zins-Wachstums-Differenzial errechnet sich aus der Differenz zwischen der nominalen effektiven Verzinsung der Staatsverschuldung und der Wachstumsrate des nominalen BIP.

⁷ Siehe die im Aufsatz „Ölpreisprognosen“ vorgestellte Vier-Modelle-Kombination (EZB, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 4, 2015).

22. Mai 2018 gewonnen wurde. Diese Verteilung weist eine starke Schiefe in Richtung einer Aufwertung des Euro auf. Das 75. Perzentil dieser Verteilung impliziert eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar auf einen Wechselkurs von 1,36 USD/EUR im Jahr 2020. Damit läge er 14,8 % über der Annahme, die dem Basisszenario für 2020 zugrunde 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 mehrerer von Experten entwickelter makroökonomischer Modelle im Durchschnitt auf ein um 0,5 Prozentpunkte (2019) und 0,3 Prozentpunkte (2020) niedrigeres Wachstum des realen BIP hin. Die HVPI-Inflation läge demnach in den Jahren 2019 und 2020 um 0,5 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 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 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen | Juni 2018 | 2,1 [1,8-2,4] | 1,9 [0,9-2,9] | 1,7 [0,6-2,8] | 1,7 [1,6-1,8] | 1,7 [1,0-2,4] | 1,7 [0,9-2,5] |
| Europäische Kommission | Mai 2018 | 2,3 | 2,0 | – | 1,5 | 1,6 | – |
| OECD | Mai 2018 | 2,2 | 2,1 | – | 1,6 | 1,8 | – |
| Euro Zone Barometer | Mai 2018 | 2,3 | 1,9 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,8 |
| Consensus Economics Forecasts | Mai 2018 | 2,3 | 1,9 | 1,4 | 1,5 | 1,5 | 1,7 |
| Survey of Professional Forecasters | April 2018 | 2,4 | 2,0 | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 1,7 |
| IWF | April 2018 | 2,4 | 2,0 | 1,7 | 1,5 | 1,6 | 1,8 |

Quellen: Europäische Kommission, European Economic Forecast, Frühjahr 2018; IWF, World Economic Outlook, April 2018; OECD, Wirtschaftsausblick, Mai 2018; Prognosen von Consensus Economics, Mai 2018; der Wert von Consensus Economics für 2020 wurde der langfristigen Prognose vom April 2018 entnommen; MJEconomics, Euro Zone Barometer, Mai 2018; EZB, Survey of Professional Forecasters, April 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 Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.

ISSN 2529-4652 (pdf)
 EU-Katalognr. QB-CF-18-001-DE-N (pdf)