



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

## VON EXPERTEN DER EZB ERSTELLTE GESAMTWIRTSCHAFTLICHE PROJEKTIONEN FÜR DAS EURO- WÄHRUNGSGEBIET VOM MÄRZ 2015<sup>1</sup>

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

**In der zweiten Jahreshälfte 2014 zeichnete sich eine allmähliche Verbesserung der wirtschaftlichen Erholung ab, und mit Blick auf die Zukunft dürften mehrere Faktoren die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet beleben.** Zum einen wird der drastische Rückgang der Ölpreise zu einem deutlichen Anstieg des real verfügbaren Einkommens führen, wobei die privaten Haushalte den Erwartungen zufolge einen erheblichen Teil dieser Zuwächse für Konsumausgaben verwenden werden. Zum anderen wird die Wirtschaftstätigkeit im Eurogebiet über den Projektionszeitraum hinweg zunehmend von der allmählich steigenden Auslandsnachfrage und den Auswirkungen der Abwertung des Euro getragen.

**Die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats dürften die Wirtschaftstätigkeit auf kurze und mittlere Sicht ebenfalls beträchtlich stützen.** Die Binnennachfrage und insbesondere die Anlageinvestitionen werden voraussichtlich von dem akkommodierenden geldpolitischen Kurs und vor allem dem erweiterten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten der EZB profitieren. Die jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen dürften aufgrund ihrer Auswirkungen auf die Zinssätze, den Wechselkurs des Euro und die Aktienkurse – sowie über andere bedeutende Finanzkanäle – die Binnennachfrage unterstützen (siehe Kasten 1).

**Auch andere Binnenfaktoren dürften die Konjunktur im Projektionszeitraum positiv beeinflussen.** Die Binnennachfrage dürfte von einer leichten Lockerung der Kreditangebotsbedingungen profitieren, worauf die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft schließen lassen, die per saldo eine Lockerung der Kreditrichtlinien anzeigen. Die Drosselung der Unternehmensinvestitionen infolge der Notwendigkeit zum Fremdkapitalabbau bei den Unternehmen ist ebenfalls zurückgegangen. Darüber hinaus wird die Beibehaltung eines neutralen finanzpolitischen Kurses über den Projektionszeitraum hinweg erwartet.

**Die negativen Auswirkungen einer Reihe anderer Faktoren dürften jedoch erst allmählich nachlassen.** Im Gegensatz zum Unternehmenssektor haben die privaten und die öffentlichen Haushalte noch keine wesentliche Trendwende bei ihren Verschuldungsquoten erreicht. Des Weiteren werden die Arbeitsmarktentwicklungen trotz einer allgemeinen Besserung weiterhin durch hohe Arbeitslosenquoten, vor allem in einigen finanziell angeschlagenen Staaten, überschattet. Zudem werden die Investitionsausgaben weiterhin durch die Sorge über das langfristige Wachstumspotenzial und die nach wie vor hohen Kapazitätsreserven in einer Reihe von Ländern gedämpft werden.

**Insgesamt wird das Wachstum des realen BIP den Projektionen zufolge anziehen und sich 2014 auf 0,9 %, 2015 auf 1,5 %, 2016 auf 1,9 % und 2017 auf 2,1 % belaufen.** Demgegenüber dürfte die

---

<sup>1</sup> Die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen fließen in die Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat ein. 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 die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen jüngsten Daten war der 20. Februar 2015.

Die aktuelle gesamtwirtschaftliche Projektion deckt den Zeitraum von 2015 bis 2017 ab. Projektionen für einen so langen Zeitraum sind mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet, was bei der Interpretation zu berücksichtigen ist. Siehe EZB, „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet – eine Bewertung“, Monatsbericht Mai 2013.

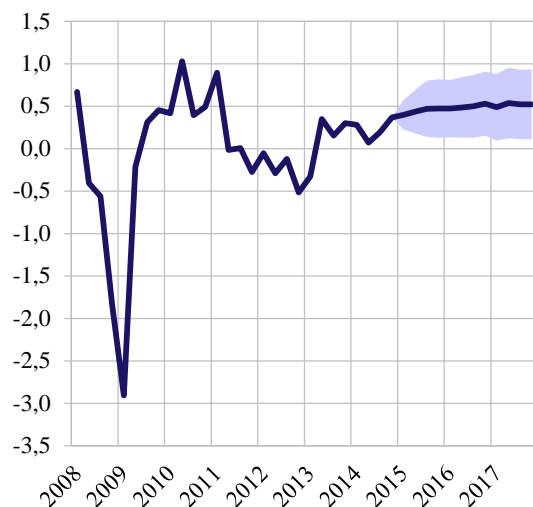
Dynamik des Produktionspotenzials nach wie vor eher bescheiden ausfallen, da der Beitrag der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital aufgrund der hohen strukturellen Arbeitslosigkeit und der Nachwirkungen einer langen Phase schwacher Investitionstätigkeit verhalten bleiben wird. Dies impliziert, dass sich die geschätzte negative Produktionslücke im Laufe des Projektionszeitraums schließen wird.

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

(Quartalswerte)

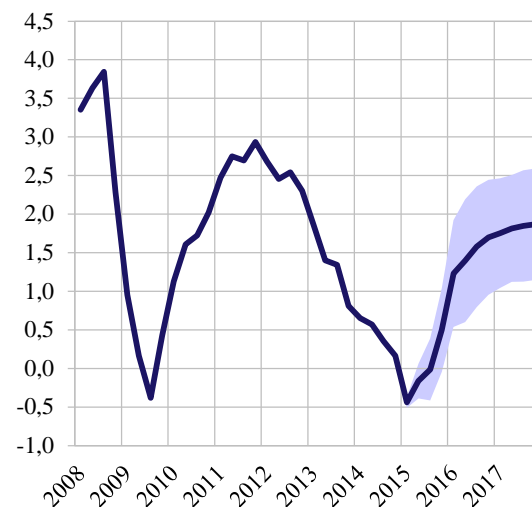
**Reales BIP des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>**

(Veränderungen gegen Vorquartal in %)



**HVPI des Euro-Währungsgebiets**

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)



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

2) Arbeitstäglich bereinigte Daten.

**Die Teuerungsrate nach dem HVPI war in den vergangenen Monaten hauptsächlich aufgrund der gesunkenen Ölpreise negativ.** Der kompensatorische Effekt des niedrigeren Euro-Wechselkurses gegenüber den stark gefallenem, in US-Dollar denominierten Ölpreisen war nur gering. Auch die Inflation bei anderen HVPI-Komponenten ging in den letzten Monaten leicht zurück.

**Es wird damit gerechnet, dass die HVPI-Inflation 2015 im Durchschnitt 0 % betragen, jedoch 2016 auf 1,5 % und 2017 weiter auf 1,8 % steigen wird.** Die niedrige HVPI-Inflationsrate für 2015 spiegelt einen hohen negativen Inflationsbeitrag der Energiepreise wider. Den Projektionen zufolge wird jedoch der Abwärtsdruck der Energiepreise auf die Gesamtinflation gegen Ende 2015 nachlassen, da frühere Energiepreissenkungen allmählich aus der Jahresänderungsrate herausfallen und davon auszugehen ist, dass die Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg im Einklang mit der ansteigenden Preisentwicklung für Öfterminkontrakte anziehen werden. Aufgrund dieser Faktoren dürften die Energiepreise im Ergebnis in den Jahren 2016 und 2017 positiv zur Gesamtinflation beitragen.

**Während sich die Fluktuation der Inflationsrate zwischen 2015 und 2016 größtenteils durch die Trendumkehr bei den Energiepreisen erklären lassen dürfte, wird auch damit gerechnet, dass die HVPI-Inflation ohne Energie im Zuge der wirtschaftlichen Erholung anzieht.** Der Grund hierfür liegt in der voraussichtlich erheblichen Verkleinerung der negativen Produktionslücke, die sich wiederum in einem stärkeren Wachstum sowohl der Gewinnmargen als auch des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer niederschlagen dürfte. Darüber hinaus dürften auch die steigenden Rohstoffpreise ohne Energie, die indirekten Auswirkungen steigender Ölpreise und die verzögerten Effekte des schwächeren Euro-Wechselkurses zum Anstieg der HVPI-Inflation ohne Energie beitragen.

## BERÜCKSICHTIGUNG DER JÜNGSTEN GELDPOLITISCHEN SONDERMASSNAHMEN IN DEN PROJEKTIONEN

**Seit Redaktionsschluss für die im Dezember 2014 veröffentlichten Projektionen gab es zwei neue Entwicklungen in Bezug auf die Sondermaßnahmen der EZB.** Die erste war die Zuteilung von rund 130 Mrd € im Rahmen des zweiten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (GLRG) am 11. Dezember 2014 mit einer kumulativen Inanspruchnahme von rund 212 Mrd € über die ersten beiden Tenderoperationen, bei denen eine Obergrenze für die anfängliche Kreditaufnahme von Banken galt. Geplant sind noch sechs weitere GLRGs. Die zweite Entwicklung war der Beschluss des EZB-Rats vom 22. Januar 2015 über die Auflegung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten, das die bestehenden Ankaufprogramme für Asset-Backed Securities und gedeckte Schuldverschreibungen einschließt. Insgesamt werden die monatlichen Ankäufe von Vermögenswerten 60 Mrd € betragen. Die Ankäufe sollen bis September 2016 und in jedem Fall so lange erfolgen, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennbar ist, die im Einklang steht mit Ziel des EZB-Rats, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.

**Diese beiden Entwicklungen haben zu einer Überprüfung des bislang verfolgten allgemeinen Ansatzes bei Projektionen geführt, um dem Einfluss der geldpolitischen Sondermaßnahmen auf die gesamtwirtschaftlichen Aussichten Rechnung zu tragen.** Bisher basierte die Herangehensweise darauf, den gesamtwirtschaftlichen Effekt der geldpolitischen Sondermaßnahmen nur in dem Umfang einzubeziehen, wie sich diese gemäß dem standardisierten, den Projektionen zugrunde liegenden Modellrahmen zum Redaktionsschluss bereits auf die marktbasiernten finanztechnischen Annahmen ausgewirkt hatten (Hintergrundinformationen hierzu siehe Kasten 3). Dieser Ansatz birgt das Risiko, dass Übertragungskanäle außer Acht gelassen werden, die durch den standardisierten Modellrahmen nicht vollständig erfasst werden. Er wurde jedoch aufgrund der Unsicherheit bezüglich des durch die geldpolitischen Sondermaßnahmen generierten Volumens an Zentralbankliquidität für angemessen erachtet. Angesichts der jüngsten geldpolitischen Entwicklungen liegen jedoch derzeit mehr Informationen über das wahrscheinliche Volumen der durch diese Maßnahmen generierten Zentralbankliquidität vor. Dadurch wird eine präzisere Einschätzung des Effekts der Maßnahmen auf die gesamtwirtschaftlichen Aussichten möglich.

**Der bei den früheren Projektionen verfolgte Ansatz wurde daher ergänzt, indem in der aktuellen Projektion die zusätzlichen Auswirkungen dieser Maßnahmen über finanzielle Übertragungswege, wie zum Beispiel den Portfolioumschichtungskanal, bestimmte Erwartungskanäle und Rückkopplungsschleifen zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsektor, einbezogen wurden. Diese Kanäle werden von dem in den Projektionen verwendeten standardisierten Modellrahmen normalerweise nicht erfasst.** Der Einfluss zusätzlicher Übertragungskanäle auf die gesamtwirtschaftlichen Aussichten wurde auf Basis ökonomischer Tools kalibriert, die solche Kanäle explizit modellieren. Die Projektion vom März 2015 beinhaltet daher eine umfassendere Einschätzung der Auswirkungen der geldpolitischen Sondermaßnahmen auf die gesamtwirtschaftlichen Aussichten.

## 2. REALWIRTSCHAFT

**Das Wachstum der privaten Konsumausgaben bleibt voraussichtlich ein wesentlicher Faktor für die konjunkturelle Erholung.** Der private Verbrauch hat im Laufe des Jahres 2014 aufgrund des Anstiegs des verfügbaren Realeinkommens infolge höherer Lohn- und Nichtlohneinkommen sowie sinkender Energiepreise zugelegt. Diese Faktoren dürften das Wachstum des real verfügbaren Einkommens auch auf kurze Sicht ankurbeln. Darüber hinaus dürfte das Lohneinkommen vor dem Hintergrund eines zunehmenden Beschäftigungs- und Lohnwachstums anziehen, während sich im Zuge der gesamtwirtschaftlichen Erholung auch die sonstigen privaten Einkünfte erhöhen dürften. Das steigende Reinvermögen der privaten Haushalte – in dem sich sowohl der Anstieg der Finanzvermögenspreise im Jahr 2015 als auch weitere Verbesserungen an den Wohnimmobilienmärkten im Zeitraum 2016-2017 widerspiegeln – sowie niedrige Finanzierungskosten und die Lockerung der Finanzierungsbedingungen, zu denen die Auflegung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten wesentlich beigetragen hat, dürften zusammen mit einer verstärkten Kreditvergabe an

private Haushalte den privaten Verbrauch ebenfalls beflügeln. Insgesamt dürfte das Wachstum des jährlichen privaten Verbrauchs über den Projektionszeitraum hinweg durchschnittlich 1,7 % betragen.

**Die Sparquote dürfte einen buckelförmigen Verlauf aufweisen.** Für 2015 wird zunächst ein Anstieg und anschließend ein Rückgang der Sparquote erwartet. Darin spiegelt sich weitgehend wider, dass ein Großteil der durch niedrige Ölpreise entstandenen Einkommensgewinne anfänglich gespart wird. Abgesehen von diesem temporären Faktor implizieren gegenläufige Effekte eine im Großen und Ganzen unveränderte durchschnittliche Sparquote. Einerseits wirken sich sehr niedrige Renditen eher negativ auf das Sparverhalten aus. Eine Stimmungsaufhellung bei den Verbrauchern in Verbindung mit einem allmählichen Rückgang der Arbeitslosigkeit könnte zudem das Vorsichtssparen dämpfen. Außerdem könnten die privaten Haushalte in zunehmendem Maße größere, zuvor verschobene Anschaffungen tätigen und dadurch die Sparquote senken. Andererseits wird erwartet, dass der anhaltende Entschuldungsdruck im Zusammenhang mit – in Relation zum nominalen verfügbaren Einkommen – immer noch weitgehend unveränderten Schuldenquoten der privaten Haushalte weiterhin einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Ersparnisse ausüben wird.

**Die Aussichten für Wohnungsbauinvestitionen dürften sich allmählich bessern.** Ab 2015 wird eine moderate Erholung erwartet, die von niedrigen Hypothekenzinsen in den meisten Ländern, einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen, zu denen die Auflegung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten wesentlich beigetragen hat, einer stärkeren Kreditvergabe an private Haushalte und dem anziehenden Wachstum des verfügbaren Einkommens gestützt wird. Mit der sinkenden Notwendigkeit von Anpassungen des Wohnimmobilienmarkts in einigen Ländern dürften Wohnbauinvestitionen an Fahrt gewinnen. Die Projektion einer allmählichen Erholung der Wohnbauinvestitionen gilt durchweg für die meisten Länder, wengleich das Tempo in einigen von ihnen angesichts der hohen Verschuldung der privaten Haushalte verhalten sein könnte. Gegen Ende des Projektionszeitraums dürften sich in einigen Ländern ungünstige demografische Faktoren dämpfend auf die Wohnbautätigkeit auswirken.

**Die Erholung bei den Unternehmensinvestitionen wird an Dynamik gewinnen.** Die nur moderate Erholung der Unternehmensinvestitionen setzte sich im Laufe der Jahres 2014 fort, wurde aber durch umfangreiche Kapazitätsreserven und eine weiterhin bestehende Verknappung des Kreditangebots in einigen Ländern gebremst. Mit dem allmählichen Nachlassen dieser belastenden Faktoren, der Zunahme der In- und Auslandsnachfrage, der Notwendigkeit zur Modernisierung des Kapitalstocks nach Jahren verhaltener Investitionen, dem akkommodierenden geldpolitischen Kurs, der durch die jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen und insbesondere die Auflegung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten untermauert wurde, sowie steigenden Gewinnaufschlägen dürften die Investitionsausgaben zunehmen. Des Weiteren hat der Druck zum Fremdkapitalabbau der Unternehmen im Euroraum 2014 insgesamt nachgelassen und dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg weniger hemmend auf die Unternehmensinvestitionen auswirken als in der Vergangenheit. Dennoch bleibt der Verschuldungsgrad der Unternehmen in einigen Ländern hoch und hemmt eine noch stärkere Beschleunigung der Unternehmensinvestitionen.

**Bei der Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets wird es den Projektionen zufolge im Zuge der weltweiten Konjunkturerholung (siehe Kasten 2) zu einem moderaten Anstieg kommen, der die Zunahme der Exporte in Länder außerhalb des Eurogebiets stützt.** Die Auslandsnachfrage wird sich im Projektionszeitraum voraussichtlich erhöhen, wengleich in den einzelnen Ländern in unterschiedlichem Ausmaß, da einige Euro-Länder im Hinblick auf ihr Engagement in Russland und den GUS-Staaten derzeit stärker beeinträchtigt werden als andere. Zugleich wird von einem leichten Anstieg der Exportmarktanteile infolge einer verbesserten Wettbewerbsfähigkeit ausgegangen. Angesichts des Anstiegs der Gesamtnachfrage im Euroraum wird mit einer allmählichen Zunahme der Einfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets gerechnet. Insgesamt werden die Nettoexporte den Projektionen zufolge einen positiven, wenn auch moderaten, Beitrag zum realen BIP-Wachstum leisten. Bedingt durch eine gewisse Verschlechterung der Handelsbilanz dürfte der Leistungsbilanzüberschuss leicht auf 2,4 % des BIP im Jahre 2017 zurückgehen.

## Kasten 2

### DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

**Die Weltwirtschaft verzeichnet weiterhin eine graduelle Erholung.** Das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Euro-Währungsgebiet) dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg erhöhen, und zwar von 3,6 % im Jahr 2014 auf 3,8 % im Jahr 2015 und knapp über 4 % in den Jahren 2016 bis 2017. Die globalen Indikatoren und verfügbaren Länderdaten deuten auf eine Abschwächung des Wachstums gegen Ende 2014 hin, wenngleich die Konjunktur weiterhin relativ robust bleiben dürfte.

**Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich die allmähliche Belebung der Konjunktur im Euro-Währungsgebiet fortsetzen.** Die globalen Aussichten unterliegen dem Einfluss einer Reihe von stützenden Faktoren, darunter a) ein signifikanter Rückgang der Ölpreise, der als in der Hauptsache angebotsbedingt erachtet wird und sich insgesamt positiv auf die globale Wirtschaftstätigkeit auswirken dürfte, und b) eine anhaltende nachhaltige Erholung sowie robuste Aussichten in den Vereinigten Staaten. Dennoch bestehen auch einige negative Faktoren, beispielsweise a) die nachteiligen Auswirkungen des doppelten Schocks durch die Wirtschaftssanktionen und den Ölpreisverfall für die russische Wirtschaft, b) die starken Fluktuationen an den Devisenmärkten, die teilweise auf die zunehmend uneinheitlichen geldpolitischen Maßnahmen zurückzuführen sind, und c) die enttäuschende Wachstumsentwicklung in einigen Schwellenländern, die Abwärtskorrekturen ihres Potenzialwachstums nach sich zogen.

**Der Einfluss der maßgeblichen Faktoren für die globalen Aussichten schlägt sich in Form uneinheitlicher Entwicklungen sowohl in den fortgeschrittenen als auch aufstrebenden Volkswirtschaften auch in der globalen Erholung nieder.** Die fortgeschrittenen Volkswirtschaften werden weiter vom nachlassenden konjunkturellen Gegenwind profitieren, einschließlich einem langsameren Abbau der Verschuldung, einer Abschwächung des Fiscal Drag und einer Verbesserung der Arbeitsmarktlage, während ungelöste strukturelle Probleme und die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen das Wachstum in den Schwellenländern nach wie vor belasten werden.

**Nach einer schwachen ersten Jahreshälfte gewann der Welthandel an Dynamik.** Diese Entwicklung dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg weiter beschleunigen, wenn auch sehr moderat, wobei die Elastizität in Relation zur Wirtschaftstätigkeit niedriger als in der Zeit vor der Krise sein dürfte. Der Welthandel (ohne Euro-Währungsgebiet) wird den Projektionen zufolge von 2,9 % im Jahr 2014 auf 5,4 % im Jahr 2017 zunehmen.

**Die Angaben zur weltweiten Wirtschaftstätigkeit und zur Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets, in denen diese gegenläufigen Einflüsse zum Ausdruck kommen, wurden für 2015 und 2016 gegenüber den Projektionen im Dezember 2014 kaum revidiert.**

### Das außenwirtschaftliche Umfeld

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

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

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

1) Berechnet als gewichteter Durchschnitt der Importe.

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

**Die Bedingungen an den Arbeitsmärkten des Eurogebiets dürften sich über den Projektionszeitraum verbessern.** Die Beschäftigung nahm im Laufe des Jahres 2014 weiter zu, und



zwar deutlich schneller als dies gemäß der historischen Beschäftigungselastizität in Relation zur Gesamtkonjunktur zu erwarten war. Darin dürfte sich der günstige Einfluss der in der Vergangenheit geübten Lohnzurückhaltung und der jüngsten Arbeitsmarktreformen widerspiegeln. Die Beschäftigtenzahl dürfte sich weiter erholen. In Relation zur konjunkturellen Entwicklung dürfte die Erholung der Beschäftigung in den Ländern besonders stark sein, in denen Arbeitsmarktreformen bereits umgesetzt wurden. Die Zahl der Arbeitsstunden pro Arbeitnehmer wird den Projektionen zufolge leicht steigen, worin sich in einigen Ländern ein normales konjunkturelles Verlaufsmuster, in anderen hingegen ein drohender Arbeitskräftemangel widerspiegelt.

**Für die Arbeitslosenquote wird ein weiterer Rückgang erwartet.** Die Zahl der Arbeitslosen dürfte über den Projektionszeitraum hinweg um rund 2,7 Millionen auf den niedrigsten Stand seit Mitte 2009 zurückgehen. In diesem Rückgang kommt der dämpfende Effekt der steigenden Beschäftigung (plus 4,2 Millionen) zum Ausdruck, die in gewissem Umfang durch den Effekt der wachsenden Zahl von Erwerbspersonen ausgeglichen wird. Den Projektionen zufolge wird die Arbeitslosenquote von 11,6 % im Jahr 2014 auf 9,9 % im Jahr 2017 sinken.

**Seit Veröffentlichung der Projektionen der EZB vom Dezember 2014 wurden erhebliche Aufwärtskorrekturen der Wachstumsaussichten vorgenommen.** Neben einem positiveren statistischen Überhang aufgrund des höher als erwartet ausgefallenen realen BIP-Wachstums im letzten Quartal 2014 spiegeln die Aufwärtskorrekturen zu einem großen Teil den günstigen Einfluss der niedrigeren Ölpreise, den schwächeren effektiven Wechselkurs des Euro sowie die Auswirkungen der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB wider.

### Kasten 3

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

**Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2014 beziehen sich die Änderungen der technischen Annahmen unter anderem auf deutlich niedrigere auf US-Dollar lautende Preise für Öl und Rohstoffe ohne Energie, einen Rückgang des effektiven Euro-Wechselkurses sowie niedrigere langfristige Zinsen im Euro-Währungsgebiet.**

**Die technischen Annahmen bezüglich der Zinssätze sowie der Rohstoffpreise beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss hierbei war der 11. Februar 2015.** Die Kurzfristzinsen beziehen sich auf den Dreimonats-EURIBOR, wobei die Markterwartungen von den Zinssätzen für Terminkontrakte abgeleitet werden. Bei Anwendung dieser Methode ergibt sich für die Kurzfristzinsen ein Durchschnittsniveau von 0,1 % für 2015 und 2016 sowie von 0,2 % für 2017. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 1,2 % im laufenden, 1,4 % im kommenden und 1,6 % im übernächsten Jahr.<sup>1</sup> Aufgrund der Entwicklung der Terminzinsen und des allmählichen Durchwirkens von Marktziinsänderungen auf die Kreditzinsen wird erwartet, dass die zusammengefassten Bankzinsen für Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Euroraum 2015 leicht rückläufig sein werden und in den Jahren 2016 und 2017 wieder leicht ansteigen. Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird anhand der von den Terminmärkten in den zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss am 11. Februar 2015 abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass der Preis für Rohöl der Sorte Brent von 99,3 USD im Jahr 2014 auf 58,5 USD im Jahr 2015 sinken und 2016 und 2017 auf 66,8 USD bzw. 70,7 USD ansteigen wird (jeweils pro Barrel). Den Annahmen zufolge werden die in US-Dollar gerechneten Preise für Rohstoffe ohne Energie 2015 deutlich zurückgehen und 2016 und 2017 wieder anziehen.<sup>2</sup> Es wird angenommen, dass die bilateralen Wechselkurse über den Projektionshorizont hinweg unverändert auf dem durchschnittlichen Niveau bleiben, das im Zweiwochenzeitraum bis zum Redaktionsschluss am 11. Februar 2015 vorherrschte. Dies impliziert einen USD/EUR-Wechselkurs von 1,14 im Jahr 2015 und 1,13 in den Jahren 2016 und 2017.

## Technische Annahmen

|   | März 2015 |       |      |      | Dezember 2014 |      |      | Korrekturen seit<br>Dezember 2014 <sup>1)</sup> |       |       |
|---|-----------|-------|------|------|---------------|------|------|---|-------|-------|
|   | 2014      | 2015  | 2016 | 2017 | 2014          | 2015 | 2016 | 2014  | 2015  | 2016  |
| Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.)   | 0,2       | 0,1   | 0,1  | 0,2  | 0,2           | 0,1  | 0,1  | 0,0   | 0,0   | -0,1  |
| Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.)                                   | 2,0       | 1,2   | 1,4  | 1,6  | 2,0           | 1,8  | 2,1  | 0,0   | -0,6  | -0,7  |
| Ölpreise (in USD/Barrel)  | 99,3      | 58,5  | 66,8 | 70,7 | 101,2         | 85,6 | 88,5 | -1,9  | -31,6 | -24,5 |
| Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %)         | -6,4      | -11,0 | 2,6  | 4,8  | -6,3          | -4,8 | 3,8  | -0,1  | -6,2  | -1,2  |
| USD/EUR-Wechselkurs   | 1,33      | 1,14  | 1,13 | 1,13 | 1,33          | 1,25 | 1,25 | -0,1  | -8,8  | -9,0  |
| Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-19) (Veränderung gegen Vorjahr in %) | 0,6       | -7,9  | -0,2 | 0,0  | 0,5           | -2,8 | 0,0  | 0,0   | -5,1  | -0,2  |

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

- Die Annahme im Hinblick auf die nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum beruht auf dem gewichteten Durchschnitt der als Richtwert geltenden Renditen zehnjähriger Anleihen der betreffenden Länder, gewichtet mit den jährlichen BIP-Zahlen und fortgeschrieben anhand eines Zukunftsprofils, das aus der Zinsstrukturkurve der EZB für die Pari-Rendite aller zehnjährigen Anleihen des Euroraums abgeleitet wird, wobei die anfängliche Diskrepanz zwischen den beiden Reihen über den Projektionszeitraum hinweg konstant gehalten wird. Die Abstände zwischen länderspezifischen Staatsanleiherenditen und dem entsprechenden Euroraum-Durchschnitt werden über den Projektionszeitraum hinweg als konstant angenommen.
- Die Annahmen bezüglich der Öl- und Nahrungsmittelpreise beruhen auf den Terminkontraktpreisen bis Ende des Projektionszeitraums. Für die übrigen Rohstoffe wird davon ausgegangen, dass deren Preise bis zum ersten Quartal 2016 den Terminkontraktpreisen folgen und sich anschließend der globalen Konjunktur entsprechend entwickeln werden. Die auf Euro lautenden Ab-Hof-Preise in der EU, die für Prognosen zu Verbraucherpreisen für Nahrungsmittel herangezogen werden, werden mithilfe eines ökonomischen Modells projiziert, das auch die Entwicklung der internationalen Nahrungsmittelrohstoffpreise berücksichtigt.

### 3. PREISE UND KOSTEN

**Die Rohstoffpreise und die Wechselkursentwicklung dürften sich über den Projektionszeitraum hinweg maßgeblich auf das Inflationsprofil des Euroraums auswirken.** Den Erwartungen zufolge wird der jüngste drastische Rückgang der Rohölpreise einen starken Abwärtsdruck auf die Energiepreise im Jahr 2015 ausüben, der nur zu einem geringen Teil durch die jüngste Abwertung des Euro abgemildert wird. Die verhaltene Preisentwicklung bei Rohstoffen ohne Energie zieht – auch über die Importpreise ohne Ölpreise – einen Abwärtsdruck auf die Änderungsrate der Verbraucherpreise des Eurogebiets nach sich. Es wird davon ausgegangen, dass die externe Preisentwicklung ab 2016 zum Aufwärtsdruck auf die Inflation im Euro-Währungsgebiet beiträgt. Im Jahr 2016 dürfte die große Schwankung der HVPI-Inflationsrate maßgeblich durch das Nachlassen negativer Basiseffekte vergangener Ölpreisrückgänge und durch Aufwärtseffekte auf Basis angenommener Ölpreissteigerungen bedingt sein, wobei Letztere den Projektionen zufolge 2017 anhalten und die ansteigende Preisentwicklung für Ölterminkontrakte widerspiegeln werden. Außerdem dürften Preissteigerungen bei Rohstoffen (ohne Energie), die anziehende weltweite Nachfrage und die verzögerten Auswirkungen der jüngsten Abwertung des Euro zu einem beträchtlichen Anstieg des Importdeflators zwischen 2015 und 2016 führen.

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

|  | März 2015 |                            |                           |                           | Dezember 2014             |                           |                           | Korrekturen seit<br>Dezember 2014 <sup>2)</sup> |      |      |
|--|-----------|----------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---|------|------|
|  | 2014      | 2015                       | 2016                      | 2017                      | 2014                      | 2015                      | 2016                      | 2014  | 2015 | 2016 |
| Reales BIP <sup>3)</sup>   | 0,9       | 1,5                        | 1,9                       | 2,1                       | 0,8                       | 1,0                       | 1,5                       | 0,1   | 0,5  | 0,4  |
|  |           | [1,1 - 1,9] <sup>4)</sup>  | [0,8 - 3,0] <sup>4)</sup> | [0,9 - 3,3] <sup>4)</sup> | [0,7 - 0,9] <sup>4)</sup> | [0,4 - 1,6] <sup>4)</sup> | [0,4 - 2,6] <sup>4)</sup> |   |      |      |
| Private Konsumausgaben   | 1,0       | 1,8                        | 1,6                       | 1,6                       | 0,8                       | 1,3                       | 1,2                       | 0,2   | 0,5  | 0,4  |
| Konsumausgaben des<br>Staates  | 0,9       | 1,0                        | 0,6                       | 0,8                       | 0,9                       | 0,5                       | 0,4                       | 0,0   | 0,6  | 0,2  |
| Bruttoanlageinvestitionen  | 0,9       | 1,7                        | 4,1                       | 4,6                       | 0,7                       | 1,4                       | 3,2                       | 0,3   | 0,4  | 0,9  |
| Ausfuhren <sup>5)</sup>  | 3,6       | 4,1                        | 5,1                       | 5,5                       | 3,2                       | 3,2                       | 4,8                       | 0,4   | 0,9  | 0,4  |
| Einfuhren <sup>5)</sup>  | 3,6       | 4,3                        | 5,5                       | 5,8                       | 3,3                       | 3,7                       | 4,9                       | 0,4   | 0,6  | 0,6  |
| Beschäftigung  | 0,5       | 0,9                        | 0,9                       | 0,9                       | 0,4                       | 0,6                       | 0,5                       | 0,1   | 0,3  | 0,4  |
| Arbeitslosenquote (in % der<br>Erwerbspersonen)  | 11,6      | 11,1                       | 10,5                      | 9,9                       | 11,6                      | 11,2                      | 10,9                      | 0,0   | -0,2 | -0,4 |
| HVPI   | 0,4       | 0,0                        | 1,5                       | 1,8                       | 0,5                       | 0,7                       | 1,3                       | 0,0   | -0,8 | 0,2  |
|  |           | [-0,3 - 0,3] <sup>4)</sup> | [0,8 - 2,2] <sup>4)</sup> | [1,0 - 2,6] <sup>4)</sup> | [0,5 - 0,5] <sup>4)</sup> | [0,2 - 1,2] <sup>4)</sup> | [0,6 - 2,0] <sup>4)</sup> |   |      |      |
| HVPI ohne Energie  | 0,7       | 0,8                        | 1,4                       | 1,8                       | 0,8                       | 1,1                       | 1,3                       | 0,0   | -0,2 | 0,1  |
| HVPI ohne Nahrungsmittel<br>und Energie  | 0,8       | 0,8                        | 1,3                       | 1,7                       | 0,8                       | 1,0                       | 1,3                       | 0,0   | -0,2 | 0,0  |
| HVPI ohne<br>Nahrungsmittel, Energie<br>und Änderungen indirekter<br>Steuern <sup>6)</sup> | 0,7       | 0,8                        | 1,3                       | 1,7                       | 0,7                       | 1,0                       | 1,3                       | 0,0   | -0,2 | 0,0  |
| Lohnstückkosten  | 1,0       | 1,1                        | 1,0                       | 1,2                       | 1,1                       | 1,1                       | 0,8                       | -0,1  | 0,0  | 0,2  |
| Arbeitnehmerentgelt je<br>Arbeitnehmer   | 1,5       | 1,7                        | 2,0                       | 2,3                       | 1,6                       | 1,5                       | 1,8                       | -0,1  | 0,2  | 0,2  |
| Arbeitsproduktivität   | 0,4       | 0,6                        | 1,0                       | 1,1                       | 0,5                       | 0,4                       | 1,0                       | 0,0   | 0,2  | 0,0  |
| Öffentlicher<br>Finanzierungssaldo (in % des<br>BIP)                                       | -2,6      | -2,3                       | -1,9                      | -1,5                      | -2,6                      | -2,5                      | -2,2                      | 0,0   | 0,2  | 0,3  |
| Struktureller Haushaltssaldo<br>(in % des BIP) <sup>7)</sup>                               | -1,9      | -1,8                       | -1,7                      | -1,7                      | -2,1                      | -2,1                      | -2,0                      | 0,2   | 0,3  | 0,3  |
| Öffentliche Schuldenquote (in<br>% des BIP)  | 91,7      | 91,4                       | 89,8                      | 87,9                      | 92,0                      | 91,8                      | 91,1                      | -0,2  | -0,4 | -1,3 |
| Leistungsbilanzsaldo (in %<br>des BIP)   | 2,5       | 2,7                        | 2,5                       | 2,4                       | 2,1                       | 2,2                       | 2,4                       | 0,4   | 0,5  | 0,1  |

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

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

3) Arbeitstäglich bereinigte Daten.

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

5) Einschließlich des Handels der Euro-Länder untereinander.

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

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

**Durch die sich verbessernde Arbeitsmarktlage und die rückläufige Unterauslastung der Wirtschaft ergibt sich ein zunehmender inländischer Preisdruck über den Projektionszeitraum hinweg. Das anhaltende Beschäftigungswachstum und ein leichter Rückgang der Arbeitslosenquote dürften einen**



allmählichen Anstieg des Wachstums des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 1,5 % im Jahr 2014 auf 2,3 % im Jahr 2017 stützen, wobei hohe Arbeitslosenquoten und verbleibende Anpassungsprozesse hinsichtlich der Kostenwettbewerbsfähigkeit in einigen Ländern des Eurogebiets einer kräftigeren Belegung im Wege stehen. Gleichzeitig wird die dämpfende Wirkung von Zweitrundeneffekten des drastischen Ölpreisrückgangs auf die Lohnentwicklung den Erwartungen zufolge begrenzt sein. Angesichts der abwärtsgerichteten Rigidität der Löhne und der voraussichtlich geringen Auswirkung von automatischen Lohnindexierungen wird dies so erwartet, da Lohnindexierungen in den meisten Fällen nur bei Anpassungen nach oben Anwendung finden und zudem in einigen Ländern zeitweilig ausgesetzt oder im Umfang beträchtlich reduziert wurden.

**Die Gewinnmargen (gemessen anhand der Differenz zwischen dem BIP-Deflator zu Faktorkosten- und Lohnstückkostenwachstum) dürften, beflügelt von der Konjunkturerholung, über den Projektionszeitraum hinweg merklich ansteigen.** Sie werden den Erwartungen zufolge für die Zunahme des inländischen Kostendrucks ausschlaggebend sein. Nach einem erwarteten leichten Rückgang im Jahr 2015 dürften die Gewinnmargen über den verbleibenden Projektionszeitraum hinweg steigen. Grund hierfür dürfte ein beträchtliches Anziehen der Produktivität und der Wirtschaftstätigkeit sein.

**Gegenüber den im Dezember 2014 veröffentlichten Projektionen wurde die Projektion für die HVPI-Inflation für 2015 stark nach unten, für 2016 hingegen leicht nach oben korrigiert.** Die Projektion für die Gesamtinflation für 2015 wurde verglichen mit der vorangegangenen Projektion um 0,8 Prozentpunkte nach unten revidiert. Dies hängt vor allem mit den niedriger als angenommen ausfallenden, in US-Dollar gerechneten Ölpreisen zusammen, die nur zu einem geringen Teil durch den niedrigeren Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar ausgeglichen werden. Die Abwärtskorrektur des HVPI ohne Energie für das Jahr 2015 beläuft sich auf 0,2 Prozentpunkte und steht im Zusammenhang mit vergangenen Prognosefehlern. Sie spiegelt unter anderem indirekte Effekte der niedrigeren Ölpreise auf die Preise von Waren und Dienstleistungen wider. Die HVPI-Inflation für 2016 wurde um 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert. In der Aufwärtskorrektur kommen die günstigeren Wachstumsaussichten, die verzögerte Wirkung des niedrigeren Euro-Wechselkurses und die steilere Preisentwicklung von Öfterminkontrakten zum Ausdruck. Die jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen, insbesondere das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten, haben über zahlreiche Kanäle zu dieser Aufwärtskorrektur beigetragen.

#### 4. HAUSHALTAUSSICHTEN

**Der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos nach zu urteilen wird der finanzpolitische Kurs über den Projektionszeitraum hinweg weitgehend neutral sein.** Dies ist auf das im Verhältnis zum trendmäßigen BIP-Wachstum moderate Wachstum der Staatsausgaben zurückzuführen, das den Annahmen zufolge durch Steuersenkungen in einigen Ländern weitgehend ausgeglichen werden dürfte. Die positive Auswirkung automatischer fiskalischer Stabilisatoren auf die Binnennachfrage wird im Zuge der Konjunkturerholung allmählich zurückgehen.<sup>2</sup>

**Die Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte werden den Projektionen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg allmählich abnehmen.** Der Rückgang der Defizitquote der öffentlichen Haushalte wird durch die Konjunkturaufhellung im Eurogebiet gestützt. Der strukturelle Haushaltssaldo dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg leicht verbessern, was hauptsächlich auf Einsparungen bei Zinszahlungen aufgrund eines Rückgangs der impliziten Zinssätze zurückzuführen ist. Die öffentliche Schuldenquote hat den Projektionen zufolge 2014 einen Höchststand erreicht und wird – gestützt durch eine Verbesserung des Haushaltssaldos, ein anziehendes Wirtschaftswachstum und niedrige Zinssätze – über den Projektionszeitraum hinweg allmählich abnehmen.

---

<sup>2</sup> Die finanzpolitischen Annahmen beruhen auf den Haushaltsgesetzen für 2015 und den zum 20. Februar 2015 verfügbaren nationalen mittelfristigen Haushaltsplänen. Sie umfassen alle politischen Maßnahmen, die bereits von den nationalen Parlamenten gebilligt oder von den Regierungen hinreichend detailliert festgelegt wurden und den Gesetzgebungsprozess aller Wahrscheinlichkeit nach erfolgreich durchlaufen werden.

Gegenüber den im Dezember 2014 veröffentlichten Projektionen haben sich die Haushaltsaussichten verbessert. Mangels bedeutender Nachrichten im Bereich der Haushaltspolitik ist die geringfügige Aufwärtskorrektur des Haushaltssaldos der öffentlichen Hand vor allem auf eine Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten und einen Rückgang der Zinslast aufgrund einer weiteren Abnahme der staatlichen Finanzierungskosten zurückzuführen. Die Aussichten für den öffentlichen Schuldenstand haben sich aufgrund von Aufwärtskorrekturen der Zinsdifferenz und – in geringerem Maße – des Primärsaldos ebenfalls verbessert.

#### Kasten 4

### SENSITIVITÄTSANALYSEN

Die Projektionen stützen sich maßgeblich auf technische Annahmen hinsichtlich der Entwicklung bestimmter Schlüsselgrößen. Da Letztere zum Teil einen großen Einfluss auf die Projektionen für das Eurogebiet haben können, lassen sich aus der Sensitivität der Projektionen in Bezug auf divergierende Entwicklungen der zugrunde liegenden Annahmen Aussagen über die Risiken gewinnen, mit denen die Projektionen behaftet sind. Dieser Kasten enthält Überlegungen zu den Unwägbarkeiten hinsichtlich der Ölpreise und Wechselkurse und zur Sensitivität der Projektionen in Bezug auf diese Variablen.

#### 1) Divergierende Entwicklung des Ölpreises

Die technischen Annahmen stützen sich auf einen Anstieg der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg. Diese Entwicklung steht mit der Erholung der weltweiten Ölnachfrage im Zuge der Belebung der Weltwirtschaft und einem leichten Rückgang des Ölangebots aufgrund unzureichender Investitionen und Verluste der Ölförderkapazitäten in einigen erdölproduzierenden Ländern im Einklang.

In einem Alternativszenario könnten die Ölpreise jedoch über den gesamten Projektionszeitraum hinweg weitgehend auf ihrem gegenwärtigen Niveau verharren, was eine zunehmend divergierende Entwicklung gegenüber den zugrunde liegenden Annahmen für die Basisprojektion der Ölpreisentwicklung zur Folge hätte. Eine solche Entwicklung würde einem anhaltend hohen Ölangebot und einer gedämpften Erholung der weltweiten Nachfrage entsprechen. Gemäß einer Reihe von makroökonomischen Modellen, die Experten der EZB entwickelten, wurde geschätzt, dass ein flacher Ölpreispfad dazu führen würde, dass die am HVPI gemessene Teuerungsrate im Euroraum rund 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte unter der Basisprojektion für 2015 und 0,3 bis 0,6 Prozentpunkte unter der Basisprojektion für 2016 liegt. Im Jahr 2017 würde die Preissteigerungsrate nach dem HVPI in etwa 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte unter der Basisprojektion liegen. Gleichzeitig würde die divergierende Ölpreisentwicklung das Wachstum des realen BIP stützen, das 2016 und 2017 etwa um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte höher ausfallen würde.

#### 2) Divergierende Entwicklung des Wechselkurses

Im Basisszenario wird bis zum Ende des Projektionshorizonts ein unveränderter Wechselkurs des Euro unterstellt. Es könnte jedoch ein Szenario in Betracht gezogen werden, in dem es aufgrund divergierender Wachstumsaussichten des Eurogebiets und der Vereinigten Staaten zu einer weiteren Abwertung des Euro kommt. Ein solches Szenario stünde mit Erwartungen im Einklang, dass der geldpolitische Kurs in diesen beiden Volkswirtschaften weiter auseinanderdriftet. Eine divergierende Entwicklung des Euro, bei der von einer weiteren Abwertung ausgegangen wird, leitet sich aus dem 25. Perzentil der Verteilung der risikoneutralen Dichten ab, die aus Optionen für den USD/EUR-Wechselkurs am 12. Februar 2015 gewonnen wurde. Dieser alternativen Annahme zufolge wird der Euro gegenüber dem US-Dollar allmählich auf einen Wechselkurs von 1,04 im Jahr 2017 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 52 % zum Ausdruck. Dies führt dazu, dass sich der effektive Wechselkurs des Euro allmählich vom Basisszenario entfernt und 2017 schließlich 4,8 % unter dem Wert

im Basisszenario liegt. In diesem Szenario deuten die Ergebnisse einer Reihe von makroökonomischen Modellen, die von Experten der EZB entwickelt wurden, auf ein höheres Wachstum des realen BIP (0,1 bis 0,3 Prozentpunkte) und eine höhere Teuerung nach dem HVPI (0,1 bis 0,4 Prozentpunkte) in den Jahren 2015, 2016 und 2017 hin.

## Kasten 5

### PROGNOSEN ANDERER INSTITUTIONEN

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

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

|   | Datum der Veröffentlichung | BIP-Wachstum     |                  |                  | HVPI-Inflation    |                  |                  |
|---|----------------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|
|   |                            | 2015             | 2016             | 2017             | 2015              | 2016             | 2017             |
| Von Experten der EZB erstellte Projektionen | März 2015                  | 1,5<br>[1,1-1,9] | 1,9<br>[0,8-3,0] | 2,1<br>[0,9-3,3] | 0,0<br>[-0,3-0,3] | 1,5<br>[0,8-2,2] | 1,8<br>[1,0-2,6] |
| Europäische Kommission                      | Februar 2015               | 1,3              | 1,9              | –                | -0,1              | 1,3              | –                |
| OECD  | November 2014              | 1,1              | 1,7              | –                | 0,6               | 1,0              | –                |
| Euro Zone Barometer                         | Februar 2015               | 1,3              | 1,8              | 1,6              | -0,1              | 1,1              | 1,5              |
| Consensus Economics Forecasts               | Februar 2015               | 1,2              | 1,6              | –                | -0,1              | 1,1              | –                |
| Survey of Professional Forecasters          | Februar 2015               | 1,1              | 1,5              | 1,7              | 0,3               | 1,1              | 1,5              |
| IWF   | Januar 2015                | 1,2              | 1,4              | –                | 0,9               | 1,2              | –                |

Quellen: Winterprognose 2015 der Europäischen Kommission; World Economic Outlook des IWF, Aktualisierung vom Januar 2015 (BIP); World Economic Outlook des IWF vom Oktober 2014; Wirtschaftsausblick der OECD vom November 2014; Prognosen von Consensus Economics; MJEconomics; 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.

**In den gegenwärtig verfügbaren Prognosen anderer Institutionen fallen die Projektionen für das Wachstum des realen BIP und die Teuerung nach dem HVPI im Eurogebiet ähnlich aus wie die von Experten der EZB erstellten Projektionen oder liegen etwas darunter.**

© Europäische Zentralbank, 2015

Anschrift: Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland

Postanschrift: 60640 Frankfurt am Main, Deutschland

Telefon: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Alle Rechte vorbehalten.

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