



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

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

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

*Die wirtschaftliche Erholung dürfte sich fortsetzen, wenngleich in einem etwas geringeren Tempo als zuvor erwartet, was zu einigen Abwärtskorrekturen der Wachstumsaussichten führt. Sie wird durch eine günstige inländische Dynamik gestützt, während sich das außenwirtschaftliche Umfeld eingetrübt hat. Die Inflationsraten dürften im Jahr 2015 sehr niedrig bleiben und den Projektionen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg bis auf 1,7 % im Jahr 2017 ansteigen. Gegenwärtig wird damit gerechnet, dass sich der Anstieg der jährlichen Teuerungsraten etwas langsamer vollzieht als im Juni erwartet. Somit enthalten die Projektionen zur HVPI-Inflation auch Abwärtskorrekturen, die vor allem den niedrigeren Ölpreisen zuzuschreiben sind.*

*Die Projektionen beruhen auf Annahmen zu den Ölpreisen und zum Wechselkurs, Redaktionsschluss war hierbei der 12. August 2015. Die Entwicklungen der Ölpreise und des Euro-Wechselkurses nach Redaktionsschluss deuten auf Abwärtsrisiken für die Projektionen zum Wachstum des realen BIP und der HVPI-Inflation hin.*

**Die wirtschaftliche Erholung dürfte sich fortsetzen, wenngleich in einem etwas geringeren Tempo als zuvor erwartet.** Die binnenwirtschaftliche Dynamik sollte – gestützt durch die Geldpolitik der EZB einschließlich der Sondermaßnahmen – allmählich an Stärke gewinnen. In der Eintrübung der Aussichten auf globaler Ebene spiegeln sich ungünstige Entwicklungen in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften wider. Insgesamt gesehen wird jedoch nach wie vor über den Projektionszeitraum hinweg mit einer Ausweitung des Weltwirtschaftswachstums gerechnet, die vornehmlich von einer günstigen konjunkturellen Entwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften getragen wird.

**Der Beitrag außenwirtschaftlicher Faktoren zur Konjunktur im Euroraum wird voraussichtlich geringer ausfallen als in den Projektionen vom Juni.** Während das erwartete Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gegenüber den Projektionen vom Juni 2015 weitgehend unverändert bleibt, wurden die Aussichten für die Wirtschaftstätigkeit und Importe in wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften erheblich nach unten revidiert. Dementsprechend dürfte die Auslandsnachfrage nach Produkten des Eurogebiets merklich langsamer zunehmen als im Juni 2015 projiziert. Es wird jedoch nach wie vor erwartet, dass sich die vergangene Abwertung des Euro positiv auf das Exportwachstum des Euroraums auswirkt.

**Die positiven Effekte der Sondermaßnahmen der EZB wirken weiterhin auf die Wirtschaft durch.** Die Bankzinsen verringerten sich im zweiten Quartal des laufenden Jahres und dürften über den Projektionszeitraum hinweg auf einem historischen Tief verharren. Daher werden 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 technische Annahmen beispielsweise zu den Ölpreisen und Wechselkursen war der 12. August 2015 (siehe Kasten 2); Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen sonstigen Daten war der 21. August 2015. Die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen beziehen sich auf den Zeitraum von 2015 bis 2017. Bei der Interpretation ist zu berücksichtigen, dass Projektionen für einen so langen Zeitraum mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet sind. Siehe EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet – eine Bewertung, Monatsbericht Mai 2013.

gesamtwirtschaftliche Nachfrage und insbesondere die Anlageinvestitionen und Exporte voraussichtlich von dem sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs profitieren.

**Der wirtschaftliche Anpassungsprozess, der auf die Krise folgte, hält an und kommt dem Wachstum zugute.** Nachdem die Haushaltskonsolidierung bis 2013 über viele Jahre hinweg vorangetrieben wurde, dürfte der finanzpolitische Kurs, gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos nach Abzug der Staatshilfen für den Finanzsektor, über den Projektionszeitraum hinweg leicht expansiv sein. Die Kreditangebotsbedingungen haben sich weiter verbessert, wie die Ergebnisse der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet zeigen, in denen per saldo eine leichte Lockerung sowohl der Kreditrichtlinien als auch der Kreditbedingungen gemeldet wurde. Der Verschuldungsgrad von nichtfinanziellen Unternehmen (gemessen als Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital) war auch Anfang 2015 weiter rückläufig und ist wieder auf das Vorkrisenniveau zurückgekehrt. Private Haushalte verzeichneten erneut Fortschritte beim Abbau ihrer Schulden, und ihr Reinvermögen hat in den letzten Quartalen weiter zugenommen. Unterdessen haben die Immobilienpreise, die im Durchschnitt und in den meisten Ländern des Euroraums erneut ansteigen, offenbar ihre Talsohle durchschritten. Schließlich zeichnet sich am Arbeitsmarkt eine Trendumkehr ab, wovon das Wachstum der privaten Konsumausgaben in zunehmenden Maße profitiert.

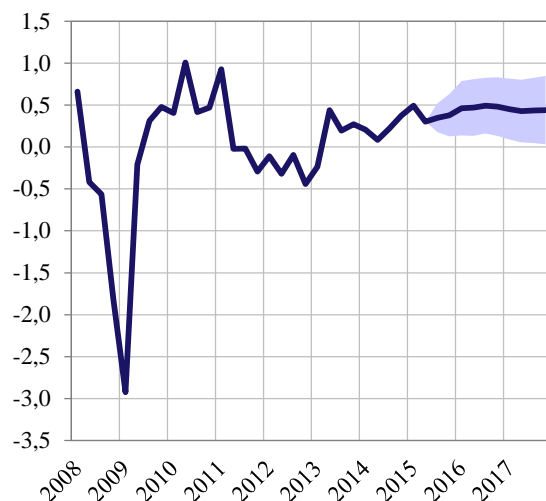
**Die Wachstumsaussichten werden jedoch weiterhin durch mehrere Faktoren belastet.** Die Verschuldung des öffentlichen und privaten Sektors ist in einigen Ländern nach wie vor sehr hoch. Die strukturelle Arbeitslosigkeit bleibt ebenfalls hoch, insbesondere in einigen finanziell angeschlagenen Euro-Ländern. Zudem wird die Sorge über das langfristige Wachstumspotenzial und die schleppende Umsetzung von Strukturreformen die Investitionsausgaben weiterhin bremsen. Schließlich ziehen die jüngsten Ereignisse in Griechenland eine erhebliche Abwärtskorrektur der Aussichten für dieses Land nach sich.

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

(Quartalswerte)

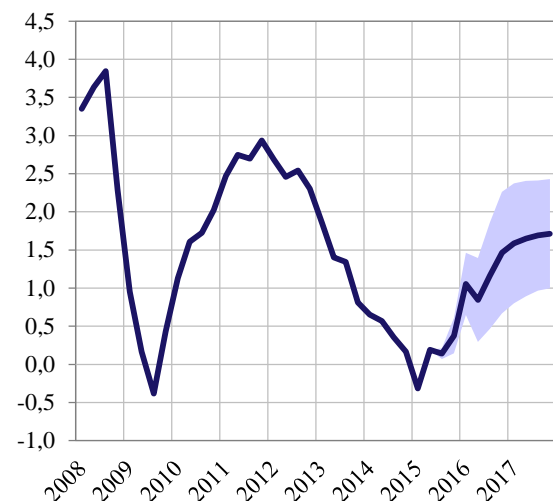
**Reales BIP des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>**

(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 HVPI-Inflation hat sich in den letzten Monaten weitgehend stabilisiert und weist niedrige positive Werte auf.** Die Gesamtinflation bewegte sich in den Monaten bis August 2015 um 0,2 %,

nachdem sie sich von dem im Januar 2015 verzeichneten Tiefstand von -0,6 % erholt hatte. Hinter der in den letzten Monaten weitgehend unveränderten Gesamtinflationrate verbergen sich gegenläufige Entwicklungen ihrer Komponenten. In den niedrigeren Teuerungsraten für Energie und Nahrungsmittel schlägt sich der Rückgang der Preise für Öl und Nahrungsmittelrohstoffe nieder. Bei den Ölpreisen wurde dieser Rückgang teilweise durch stark angestiegene Raffineriemargen für Benzin abgeschwächt. Die HVPI-Inflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) hat sich in den letzten Monaten leicht erhöht, was der Teuerungsrate bei den Preisen für Industrieerzeugnisse (außer Energie) geschuldet war. Die Inflationsrate bei den Dienstleistungspreisen war relativ stabil.

**Die HVPI-Inflation wird den Projektionen zufolge auf kurze Sicht niedrig bleiben und gegen Ende 2015 zunehmen.** Es wird damit gerechnet, dass sie sich im Jahr 2015 im Durchschnitt auf 0,1 % belaufen wird, um dann 2016 auf 1,1 % und 2017 auf 1,7 % zu steigen. Aufwärtsgerichtete Basiseffekte sowie die angenommene Ölpreissteigerungen (in Euro gerechnet) dürften ab dem vierten Quartal 2015 zu geringeren negativen Beiträgen der Energiekomponente des HVPI führen. Positive Beiträge der Energiekomponente zur Gesamtinflation nach dem HVPI werden sich den Projektionen zufolge allerdings erst ab dem vierten Quartal 2016 ergeben. Die HVPI-Teuerungsrate (ohne Energie) dürfte über den Projektionszeitraum hinweg allmählich anziehen, was einer Festigung sowohl des Lohn- als auch des Gewinnmargenwachstums zuzuschreiben ist. Ein Nachlassen der Konjunktur- und Arbeitsmarktlaute sowie die angespanntere Lage am Arbeitsmarkt, die sich in einem Rückgang der Arbeitslosenquote auf 10,1 % im Jahr 2017 niederschlägt, dürften die zugrunde liegende Inflation in den nächsten Jahren in die Höhe treiben. Außerdem werden ein zunehmender außenwirtschaftlicher Preisdruck, der aus dem langsamen Durchschlagen der Wechselkursentwicklung auf die Verbraucherpreise resultiert, sowie Aufwärtseffekte des angenommenen Preisanstiegs bei Energie und sonstigen Rohstoffen zum Wiederanstieg der zugrunde liegenden Inflation beitragen.

## 2 REALWIRTSCHAFT

**Die konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet dürfte sich fortsetzen, wenngleich in einem etwas geringeren Tempo als zuvor erwartet.** Nachdem die niedrigeren Ölpreise die Konjunktur zum Jahreswechsel 2014/2015 kräftig angekurbelt hatten, konnte die zu Jahresbeginn beobachtete Dynamik im zweiten Quartal 2015 nicht ganz aufrechterhalten werden. Das reale BIP-Wachstum ging im zweiten Vierteljahr auf 0,3 % zurück, und für die zweite Jahreshälfte 2015 werden weitgehend ähnliche Zuwachsraten erwartet. Während die schwachen Handelsaussichten die Wachstumsdynamik im Eurogebiet dämpfen, dürften die vergangene Abwertung des effektiven Euro-Wechselkurses und die niedrigen Zinssätze die Unternehmensinvestitionen begünstigen. Die positive Arbeitsmarktentwicklung und die geringeren Energiepreise wiederum werden dem privaten Verbrauch zugutekommen. Angesichts des ungünstigeren Wachstumsausblicks in den aufstrebenden Volkswirtschaften sowie der geringeren Auslandsnachfrage wird die konjunkturelle Erholung allerdings schwächer als zuvor erwartet ausfallen und die negative Produktionslücke wird etwas länger bestehen bleiben. Bezogen auf den Jahresdurchschnitt wird das Wachstum des realen BIP den Projektionen zufolge stark anziehen und sich von 0,9 % im Jahr 2014 auf 1,4 % im Jahr 2015, 1,7 % im Jahr 2016 und 1,8 % im Jahr 2017 erhöhen.

**Die privaten Konsumausgaben bleiben voraussichtlich der die konjunkturelle Erholung bestimmende Faktor.** Getragen von den Auswirkungen des erneuten Rückgangs der Energiepreise auf das Realeinkommen sind die kurzfristigen Wachstumsaussichten für das verfügbare Realeinkommen weiterhin positiv. Im weiteren Verlauf dürfte das Lohneinkommen vor dem Hintergrund eines stetigen Beschäftigungswachstums und eines zunehmenden nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer anziehen, während im Zuge der gesamtwirtschaftlichen Erholung auch ein Anstieg der sonstigen privaten Einkünfte erwartet wird. Niedrige Finanzierungskosten und eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen, zusätzlich gestützt durch die Sondermaßnahmen der EZB, werden voraussichtlich den privaten Verbrauch und, bis zu einem gewissen Grad, das steigende Reinvermögen der privaten Haushalte beflügeln – in dem sich sowohl der Anstieg der Finanzvermögenspreise im Jahr 2015 als auch weitere Verbesserungen an den Wohnimmobilienmärkten im Zeitraum 2016-2017 widerspiegeln. Insgesamt dürfte das jährliche Wachstum des privaten Verbrauchs über den Projektionszeitraum hinweg bei durchschnittlich 1,7 % liegen (nach einem Anstieg von 1,0 % im Jahr 2014).

**Die Sparquote dürfte in den nächsten Quartalen einen buckelförmigen Verlauf aufweisen, was auf eine gewisse Glättung der Konsumausgaben angesichts der unlängst schwachen Ölpreisentwicklung zurückzuführen ist.** Da ein Teil der aus dem Ölpreisrückgang resultierenden Einkommenseffekte in höheren Ersparnissen resultiert, wird die Sparquote im Jahresverlauf 2015 voraussichtlich leicht zunehmen. Im Jahresverlauf 2016 wird angesichts der Umkehr dieser Entwicklung mit einem geringfügigen Rückgang der Sparquote gerechnet. Abgesehen von diesen vorübergehenden Auswirkungen wird erwartet, dass die Sparquote aufgrund von kompensierenden Effekten über den weiteren Projektionszeitraum hinweg weitgehend unverändert bleibt. Einerseits wirken sich sehr niedrige Zinserträge durch einen intertemporalen Substitutionseffekt negativ auf das Sparverhalten aus. Zudem könnte in einigen Ländern eine weitere Stimmungsaufhellung bei den Verbrauchern in Verbindung mit einem allmählichen Rückgang der Arbeitslosigkeit das Vorsichtssparen dämpfen. Darüber hinaus könnten die privaten Haushalte in zunehmendem Maße größere, zuvor verschobene Anschaffungen tätigen und dadurch die Sparquote senken. Andererseits wird erwartet, dass die hohe Arbeitslosigkeit und Verschuldung weiterhin einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Ersparnisse ausüben. Außerdem könnten die sehr niedrigen Zinsen in einigen Ländern eine höhere Ersparnisbildung für die Altersvorsorge erforderlich machen.

**Die Wohnungsbauinvestitionen im Eurogebiet dürften anziehen – wenn auch von einem niedrigen Niveau ausgehend.** Nach einer schweren achtjährigen Rezession und einem kumulierten Rückgang von mehr als 25 % wird für 2015 eine Stabilisierung der Wohnungsbauinvestitionen erwartet. Mit Blick auf die Zukunft ist davon auszugehen, dass die Wohnungsbauinvestitionen über den Projektionszeitraum hinweg an Fahrt gewinnen werden. Dies ist dem anhaltenden Wachstum des verfügbaren Realeinkommens, sehr niedrigen Hypothekenzinsen und einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen, die von den Sondermaßnahmen der EZB zusätzlich gestützt werden, zuzuschreiben. In der Folge dürfte das Wachstum der Kredite an private Haushalte zunehmen. Jedoch werden die hohe Verschuldung der privaten Haushalte in einigen Ländern und ungünstige demografische Faktoren in anderen Ländern wahrscheinlich einen stärkeren Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen bremsen.

**Es ist damit zu rechnen, dass die Unternehmensinvestitionen getragen von den Sondermaßnahmen der EZB und der konjunkturellen Belebung allmählich an Dynamik gewinnen.** Die Bedingungen deuten auf eine allmähliche Erholung hin. Mit der Entwicklung der Nachfrage, der Notwendigkeit zur Modernisierung des Kapitalstocks nach Jahren verhaltener Investitionen, dem sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs und steigenden Gewinnaufschlägen werden den Projektionen zufolge die Investitionsausgaben zunehmen. Des Weiteren dürfte sich der Druck durch das Deleveraging der Unternehmen im Euroraum über den Projektionszeitraum hinweg insgesamt weniger hemmend auf die Unternehmensinvestitionen auswirken als in der Vergangenheit. Die Erholung der Unternehmensinvestitionen wird jedoch noch durch verbleibende Finanzengpässe und eine hohe Verschuldung in einigen Ländern sowie Erwartungen eines schwächeren Produktionspotenzials als in der Vergangenheit gebremst.

**Die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets dürfte über den Projektionszeitraum hinweg allmählich anziehen, aufgrund des erheblich schwächeren Importwachstums in aufstrebenden Volkswirtschaften allerdings in einem langsameren Tempo als zuvor erwartet.** Den Projektionen zufolge dürfte die Dynamik der Auslandsnachfrage des Euroraums deutlich hinter dem Vorkrisenniveau zurückbleiben. Grund hierfür ist eine eher gedämpfte globale Wirtschaftstätigkeit und eine geringere Welthandelselastizität gegenüber dem globalen Wirtschaftswachstum, die vor allem eine Abwärtskorrektur des erwarteten Importgehalts des Wachstums in aufstrebenden Volkswirtschaften widerspiegelt (siehe Kasten 1).

**Das Wachstum der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums sollte sich über den Projektionszeitraum hinweg dennoch leicht erholen und auch von der vergangenen Abwertung des Euro-Wechselkurses profitieren.** Für die Exportmarktanteile außerhalb des Euroraums wird ein Anstieg projiziert. Das Wachstum der Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums wird den Erwartungen zufolge angesichts des Anstiegs der Gesamtnachfrage im Euroraum über den Projektionszeitraum hinweg allmählich zunehmen. Aufgrund von Veränderungen in den Terms of Trade wird mit einem Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses von 2,1 % des BIP im Jahr 2014 auf 3,0 % im Jahr 2015 gerechnet. 2017 dürfte der Leistungsbilanzüberschuss dann auf 2,7 % zurückgehen.

**Die Produktionslücke dürfte sich verringern, was in erster Linie dem schwachen Wachstum des Produktionspotenzials zuzuschreiben ist.** Das Wachstum des Produktionspotenzials wird über den Projektionszeitraum hinweg auf rund 1 % geschätzt und fällt somit deutlich geringer aus als vor der Krise. Bei einem projizierten Wachstum des realen BIP, das über dem Potenzialwachstum liegt, dürfte sich die negative Produktionslücke über den Projektionszeitraum hinweg allmählich verringern.

## Kasten 1

### DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

**Die globale Wirtschaft wächst weiterhin schrittweise und uneinheitlich.** Im ersten Quartal des laufenden Jahres wurde ein moderates Wachstum verzeichnet, und die jüngsten Indikatoren und Daten deuten auch für die nahe Zukunft auf eine verhaltene weltwirtschaftliche Aktivität hin. In der Vorausschau dürfte die globale Konjunktur anziehen. Niedrige Ölpreise, nach wie vor akkommodierende finanzielle Bedingungen auf globaler Ebene, eine nachlassende Haushaltskonsolidierung, sich verbessernde Arbeitsmarktbedingungen und zunehmendes Vertrauen sollten eine Konjunkturbelebung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften stützen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften hingegen haben sich die Aussichten erheblich verschlechtert, da einige der in früheren Projektionen identifizierten Abwärtsrisiken zum Tragen gekommen sind. In einigen Schwellenländern bremsen strukturelle Hindernisse und makroökonomische Ungleichgewichte das Wachstum, andere aufstrebende Volkswirtschaften bekommen die nachteiligen Auswirkungen von niedrigeren Rohstoffpreisen, politischer Unsicherheit und verschärften Außenfinanzierungsbedingungen zu spüren. Nach dem schwachen Jahresanfang wird das globale BIP-Wachstum (ohne Euro-Währungsgebiet) den Projektionen zufolge von 3,2 % im Jahr 2015 auf 4 % im Jahr 2017 zunehmen.

**Der Welthandel hat in der ersten Jahreshälfte 2015 deutlich an Dynamik verloren und dürfte über den Projektionszeitraum hinweg nur allmählich wieder anziehen.** Beträchtliche Importeinbrüche in einigen großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben die globalen Importe gedämpft, obgleich der Handel in Bezug auf fortgeschrittene Volkswirtschaften widerstandsfähiger gewesen ist. Nachdem es in den letzten vier Jahren immer wieder negative Überraschungen gegeben hat und da die verhaltenen Aussichten für die Importe von aufstrebenden Volkswirtschaften weiter bestehen dürften, wird nicht länger eine kräftige Belebung des Welthandels projiziert. Umfragen und kurzfristige Modelle deuten auf eine sehr moderate Erholung im weiteren Jahresverlauf hin. Danach dürfte das Wachstum der weltweiten Importe den Projektionen zufolge im Einklang mit dem globalen BIP stehen. Der Zuwachs der Auslandsnachfrage des Euroraums sollte sich von 1,5 % im Jahr 2015 auf 4,1 % im Jahr 2017 erhöhen.

**Gegenüber den im Juni veröffentlichten Projektionen sind die Zahlen zur weltweiten Wirtschaftstätigkeit aufgrund der schwächeren Aussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften für den gesamten Projektionszeitraum nach unten korrigiert worden.** Die Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets ist ebenfalls deutlich nach unten korrigiert worden. Ausschlaggebend hierfür ist die Einschätzung, dass die schwache Konjunktur in den Schwellenländern Importe stärker belasten wird als zuvor erwartet.

### Das außenwirtschaftliche Umfeld

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

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

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 Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen im Eurogebiet dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg fortsetzen.** Die Beschäftigtenzahl ist in der ersten Jahreshälfte 2015 nach ihrem Tiefstand Mitte 2013 um 1,9 Mio gestiegen, liegt aber noch 3,9 Mio unter ihrem Vorkrisenniveau. Es wird erwartet, dass sie über den Projektionszeitraum hinweg weiterhin deutlich steigt, und zwar vor allem aufgrund der konjunkturellen Erholung sowie der steuerlichen Anreize, Lohnzurückhaltung und Arbeitsmarktreformen in einigen Ländern. Die Zahl der Arbeitsstunden pro Arbeitnehmer wird den Projektionen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg leicht steigen, jedoch nach wie vor weit hinter dem Vorkrisenniveau zurückbleiben. Die Zahl der Erwerbspersonen dürfte – gedämpft durch Entmutigungseffekte aufgrund der nach wie vor hohen Arbeitslosigkeit in einigen Ländern und negativer demografischer Faktoren in anderen Ländern – nur moderat zunehmen. Die Arbeitslosenquote, die im zweiten Quartal 2015 geringfügig auf 11,1 % zurückgegangen ist, dürfte 2017 auf 10,1 % sinken.

## Kasten 2

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

**Gegenüber den Projektionen vom Juni beziehen sich die Änderungen der technischen Annahmen unter anderem auf deutlich niedrigere auf US-Dollar lautende Öl- und Rohstoffpreise (ohne Energie) sowie etwas geringere Zinsen im Euro-Währungsgebiet.**

**Die technischen Annahmen bezüglich der Zinssätze sowie der Rohstoffpreise beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss war der 12. August 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 0,0 % in den Jahren 2015 und 2016 sowie von 0,1 % im Jahr 2017. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 1,3 % im Jahr 2015, 1,6 % im Jahr 2016 und 1,8 % im Jahr 2017.<sup>1</sup> Aufgrund der Entwicklung der Terminzinsen und des allmählichen Durchschlagens von Marktzinsänderungen auf die Kreditzinsen wird erwartet, dass die zusammengefassten Bankzinsen für Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Euroraum 2015 leicht rückläufig sein werden und im Jahresverlauf 2016 und 2017 wieder moderat ansteigen. Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird anhand der von den Terminmärkten in den zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss am 12. August 2015 abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass der Preis für Rohöl der Sorte Brent von 98,9 USD im Jahr 2014 auf 55,3 USD im Jahr 2015 sinken und 2016 und 2017 auf 56,1 USD bzw. 60,9 USD ansteigen wird (jeweils pro Barrel). Den Annahmen zufolge werden die in US-Dollar gerechneten Preise für Rohstoffe ohne Energie 2015 und 2016 deutlich zurückgehen und 2017 wieder etwas 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 12. August 2015 vorherrschte. Dies impliziert einen USD/EUR-Wechselkurs von 1,10 über den Projektionszeitraum.

## Technische Annahmen

	September 2015				Juni 2015			Korrekturen seit Juni 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Ölpreise (in USD/Barrel)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
USD/EUR-Wechselkurs Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
(EWK-19) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0

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 dritten Quartal 2016 den Terminkontraktpreisen folgen und sich anschließend der globalen Konjunktur entsprechend entwickeln werden.

**Die Wachstumsaussichten wurden verglichen mit den vorangegangenen Projektionen nach unten revidiert.** In dieser Korrektur schlägt sich in erster Linie eine weniger günstige Entwicklung der Auslandsnachfrage nieder, die vor allem dem schwächeren Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften zuzuschreiben ist. Die geringere Auslandsnachfrage hat zu gesunkenen Exporten und in den Jahren 2016 und 2017 zu einem niedrigeren Investitionswachstum geführt. Ein weiterer Faktor ist die jüngste Krise in Griechenland, die erhebliche Abwärtskorrekturen der Wachstumsaussichten für dieses Land über den Projektionshorizont hinweg mit sich gebracht hat.

### 3 PREISE UND KOSTEN

**Die am HVPI gemessene Inflation wird den Projektionen zufolge 2015 im Durchschnitt 0,1 % betragen, 2016 dürfte sie auf 1,1 % und 2017 auf 1,7 % steigen.** Die HVPI-Teuerungsrate dürfte in den kommenden Monaten auf einem niedrigen Niveau bleiben, aber zum Jahreswechsel wieder anziehen, was zu einem großen Teil aufwärtsgerichteten Basiseffekten der Energiekomponente sowie dem angenommenen Ölpreisanstieg zuzuschreiben ist. Dies sollte zu einem deutlich höheren Beitrag der Energiepreise im HVPI sowie einem allmählich steigenden Preisdruck im HVPI ohne Energie führen. Ausschlaggebend für die über den Projektionszeitraum hinweg erwartete Zunahme der HVPI-Inflation sind steigende inländische Preise angesichts der nachlassenden Konjunktur- und Arbeitsmarktflaute und der allmählichen Verringerung der Produktionslücke sowie ein höherer externer Preisdruck, der auf das verzögerte Durchwirken der früheren Abschwächung des Euro-Wechselkurses auf die Verbraucherpreise sowie den angenommenen Anstieg der Preise für Energie und sonstige Rohstoffe zurückzuführen ist.

**Aufwärtsgerichtete Basiseffekte bei den Energiepreisen und die vergangene Abschwächung des Euro-Wechselkurses dürften zu einer höheren jährlichen Teuerungsrate beginnend ab Ende 2015 beitragen.** Ein entscheidender Faktor für den erwarteten Anstieg der HVPI-Inflation ist eine Trendumkehr von abwärts- hin zu aufwärtsgerichtetem externen Preisdruck. Die vergangenen

Preisrückgänge bei Energie und sonstigen Rohstoffen sowie verzögerte Effekte der früheren Aufwertung des Euro sind größtenteils für die aktuell sehr niedrige Inflation verantwortlich. Von dem jüngsten massiven Ölpreiseinbruch wird – insbesondere auf kurze Sicht – zusätzlicher Abwärtsdruck auf die Teuerung ausgehen. Anschließend werden aufwärtsgerichtete Basiseffekte und die angenommenen Preissteigerungen bei Energie und sonstigen Rohstoffen zu steigenden Verbraucherpreisen über den Projektionszeitraum hinweg beitragen. Gleiches gilt für Effekte der vergangenen Abwertung des Euro.

**Der inländische Preisdruck dürfte angesichts der sich aufhellenden Arbeitsmarktbedingungen und der nachlassenden Konjunkturflaute über den Projektionszeitraum hinweg zunehmen.** Vor dem Hintergrund der anhaltenden Konjunkturerholung und des Nachfragezuwachses dürften sich ein Rückgang der Arbeitslosenquoten und eine stärkere Preissetzungsmacht der Unternehmen in einem Anstieg von sowohl Lohnwachstum als auch Gewinnmargen niederschlagen.

**Eine Reihe von Faktoren dürften das anziehende Lohnwachstum in der aktuellen Konjunkturerholung eindämmen.** Hierzu zählen das niedrige Niveau der Inflation, die über die nächsten zwei Jahre noch bestehende Unterauslastung am Arbeitsmarkt und ein wahrscheinlich dämpfender Einfluss von strukturellen Arbeitsmarktreformen auf das Lohnwachstum im Rahmen der derzeitigen Erholung. Diese Reformen wurden während der Krise zur Steigerung der Arbeitsmarktflexibilität umgesetzt. Darüber hinaus dürften laufende Anpassungsprozesse bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit in einigen Euro-Ländern das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet weiterhin bremsen.

**Das moderate Lohnwachstum und ein konjunktureller Produktivitätszuwachs wird die Entwicklung des Wachstums der Lohnstückkosten über den Projektionszeitraum hinweg beeinflussen.** Das Wachstum der Lohnstückkosten dürfte 2017 (1,1 %) auf einem ähnlichen Niveau wie 2014 (1,2 %) bleiben. Die projizierte konjunkturbedingte Beschleunigung der Produktivität, die dem Anstieg der Löhne vorangeht, führt zu einem vorübergehenden Rückgang des Lohnstückkostenwachstums in den Jahren 2015 und 2016.

**Die projizierte Konjunkturerholung ermöglicht bis 2017 eine Stärkung der Gewinnmargen.** Sie dürften nach der anhaltenden Schwäche in den vergangenen Jahren über den Projektionszeitraum hinweg ansteigen. Eine zunehmende Preissetzungsmacht der Unternehmen aufgrund von Nachfragezuwachsen und infolge unerwarteter Mehreinnahmen im Zusammenhang mit dem vergangenen massiven Ölpreyrückgang dürfte sich über den Projektionszeitraum günstig auf die Gewinnmargen auswirken. Ein stärkerer Wettbewerb aufgrund struktureller Gütermarktreformen, die während und nach der Krise umgesetzt wurden, dürfte sich dämpfend auf die Aussichten für die Gewinnmargen auswirken.

**Gegenüber den Projektionen vom Juni wurden die Aussichten für die HVPI-Teuerungsrate nach unten korrigiert, was vornehmlich auf niedrigere Ölpreise zurückzuführen ist.** Die Gesamtinflation für 2015 und 2016 wurde nach unten korrigiert. Verantwortlich hierfür ist vor allem eine geringere Inflation der Energiepreiskomponente des HVPI angesichts abwärtsgerichteter Effekte der niedrigeren unterstellten Ölpreise in USD, die nur teilweise durch einen etwas schwächeren USD/EUR-Wechselkurs abgemildert wurden. In der Abwärtskorrektur der HVPI-Inflation für 2017 kommen die geringfügig schwächeren Aussichten für das BIP-Wachstum sowie einige verzögerte indirekte Effekte der gesunkenen Ölpreise auf die zugrunde liegende Teuerung zum Ausdruck.

#### 4 HAUSHALTAUSSICHTEN

**Der an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos gemessene finanzpolitische Kurs dürfte über den Projektionszeitraum hinweg einen leichten positiven Nachfrageimpuls geben.** Es wird davon ausgegangen, dass die diskretionären haushaltspolitischen Maßnahmen weitgehend neutral sind, während von nichtdiskretionären Faktoren ein geringfügiger Beitrag zur Lockerung des finanzpolitischen Kurses ausgeht, wozu ein leichter Rückgang des Anteils der wichtigsten



makroökonomischen steuerlichen Bezugsgrößen am BIP im Jahr 2015 (Effekt der Zusammensetzung des BIP) und etwas geringere nichtsteuerliche Einnahmen im Jahr 2016 zählen.<sup>2</sup>

**Die Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte werden den Projektionen zufolge abnehmen.** Der Rückgang der Defizitquote der öffentlichen Haushalte ist vollständig auf die Konjunkturaufhellung im Eurogebiet sowie sinkende Zinsausgaben zurückzuführen, während sich der strukturelle Primärsaldo den Projektionen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg etwas verschlechtert. Die öffentliche Schuldenquote verringert sich den Projektionen zufolge beginnend im Jahr 2015.

**Gegenüber den Projektionen vom Juni haben sich die Haushaltsaussichten etwas eingetrübt.** Der leicht nach unten korrigierte gesamtstaatliche Finanzierungssaldo lässt sich teils auf verminderte Konsolidierungsmaßnahmen und teils auf eine in einigen Fällen etwas weniger günstige Entwicklung einiger makroökonomischer steuerlicher Bezugsgrößen zurückführen. Die umfangreichere Aufwärtskorrektur der öffentlichen Schuldenquote wird durch das nach unten revidierte nominale BIP-Wachstum noch verstärkt.

---

<sup>2</sup> Die finanzpolitischen Annahmen beruhen auf den Haushaltsgesetzen und Nachtragshaushalten für 2015 und den nationalen mittelfristigen Haushaltsplänen sowie den Aktualisierungen der Stabilitätsprogramme, die zum 21. August 2015 verfügbar waren. Sie umfassen alle politischen Maßnahmen, die bereits von den nationalen Parlamenten gebilligt oder von den Regierungen hinreichend detailliert festgelegt worden sind und den Gesetzgebungsprozess aller Wahrscheinlichkeit nach erfolgreich durchlaufen werden.

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	September 2015				Juni 2015			Korrekturen seit Juni 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reales BIP <sup>3)</sup>	0,9	1,4	1,7	1,8	1,5	1,9	2,0	-0,1	-0,2	-0,1
		[1,3–1,5] <sup>4)</sup>	[0,8–2,6] <sup>4)</sup>	[0,6–3,0] <sup>4)</sup>	[1,2–1,8] <sup>4)</sup>	[0,8–3,0] <sup>4)</sup>	[0,7–3,3] <sup>4)</sup>			
Private Konsumausgaben	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	-0,1	0,0	0,0
Konsumausgaben des Staates	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0	0,1	-0,1
Bruttoanlageinvestitionen	1,3	2,1	3,4	3,9	1,9	3,5	3,9	0,2	-0,1	0,0
Ausfuhren <sup>5)</sup>	3,8	4,5	4,9	5,2	4,2	5,4	5,6	0,3	-0,5	-0,5
Einfuhren <sup>5)</sup>	4,2	4,7	5,4	5,7	4,8	5,8	5,9	-0,1	-0,3	-0,2
Beschäftigung	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-0,1	-0,2	-0,1
Arbeitslosenquote (in % der Erwerbspersonen)	11,6	11,0	10,6	10,1	11,1	10,6	10,0	-0,1	0,1	0,2
HVPI	0,4	0,1	1,1	1,7	0,3	1,5	1,8	-0,2	-0,3	-0,1
		[0,0–0,2] <sup>4)</sup>	[0,5–1,7] <sup>4)</sup>	[0,9–2,5] <sup>4)</sup>	[0,2–0,4] <sup>4)</sup>	[0,9–2,1] <sup>4)</sup>	[1,0–2,6] <sup>4)</sup>			
HVPI ohne Energie	0,7	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2
HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie	0,8	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
HVPI ohne Nahrungsmittel, Energie und Änderungen indirekter Steuern <sup>6)</sup>	0,7	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
Lohnstückkosten	1,2	1,0	0,6	1,1	0,8	0,7	1,3	0,2	-0,1	-0,2
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,5	1,6	1,6	2,1	1,4	1,7	2,3	0,2	-0,1	-0,2
Arbeitsproduktivität	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,3
Struktureller Haushaltssaldo (in % des BIP) <sup>7)</sup>	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-0,1	-0,2	-0,3
Öffentliche Schuldenquote (in % des BIP)	91,7	91,6	90,7	89,4	91,5	90,2	88,4	0,1	0,5	1,0
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	2,1	3,0	2,9	2,7	2,1	2,0	2,0	0,9	0,9	0,7

1) Mit Ausnahme der HVPI-Daten für 2014 beziehen sich die Angaben auf das Euro-Währungsgebiet 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 (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 des Monatsberichts vom März 2012 und in Kasten 6 des Monatsberichts vom September 2014.

### Kasten 3

#### SENSITIVITÄTSANALYSEN

**Die Projektionen stützen sich maßgeblich auf technische Annahmen hinsichtlich der Entwicklung bestimmter Schlüsselgrößen.** Da Letztere zum Teil einen großen Einfluss auf die Projektionen für das

Eurogebiet haben können, lassen sich aus einer Untersuchung der Sensitivität der Projektionen in Bezug auf divergierende Entwicklungen der zugrunde liegenden Annahmen Aussagen über die Risiken gewinnen, mit denen die Projektionen behaftet sind. 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

**Alternative Ölpreismodelle weisen für das Jahr 2017 auf etwas höhere Ölpreise hin als in Terminkontrakten impliziert.** Die den Basisprojektionen zugrunde liegenden technischen Annahmen für die Ölpreisentwicklung prognostizieren, auf Basis der Terminmärkte, einen Anstieg der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg (siehe Kasten 2). Alternative von Experten der EZB verwendete Modelle<sup>1</sup> zur Projektion der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg deuten derzeit auf einen höheren Ölpreis in diesem Zeitraum hin als in den technischen Annahmen unterstellt. Dies stünde im Einklang mit einer auf mittlere Sicht robusteren Erholung der weltweiten Ölnachfrage und einem etwas sinkenden Ölangebot aufgrund geringerer Investitionen im Ölsektor und einer damit einhergehenden Verringerung der Kapazitäten zur Ölgewinnung in einigen Ländern im Zusammenhang mit dem jüngsten Ölpreiserückgang. Die Auswirkungen dieser divergierenden Entwicklung, bei der die Ölpreise die entsprechenden Annahmen im Basisszenario um 8,1 % überträfen, würde das Wachstum des realen BIP leicht dämpfen (um 0,1 Prozentpunkte im Jahr 2017) und eine etwas raschere Zunahme der HVPI-Inflation in den Jahren 2016 und 2017 mit sich bringen (um rund 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte in den Jahren 2016 und 2017).

Anders als in dem oben erwähnten technischen Szenario, das höhere Ölpreise als im Basisszenario enthält, sind die Ölpreise seit dem Stichtag für die technischen Annahmen zurückgegangen, was zum Teil mit den zuletzt in einigen Schwellenländern zu beobachtenden Finanzturbulenzen zusammenhängt. Wenn die Ölpreisannahmen auf Basis der bis zum 1. September 2015 verfügbaren Informationen aktualisiert werden,<sup>2</sup> liegt die angenommene Ölpreisentwicklung im Durchschnitt rund 6 % unter den in den Projektionen unterstellten Werten. Dies würde auf geringfügige Aufwärtsrisiken für die Wachstumsprojektion sowie Abwärtsrisiken für die Inflationsprojektion hindeuten.

## 2) Divergierende Entwicklung des Wechselkurses

**Die zuletzt an den Finanzmärkten beobachteten Spannungen schlugen sich in einem erneuten Anstieg des effektiven Wechselkurses des Euro nieder.** Um die damit verbundenen Risiken für die Projektion zu illustrieren, umfasst diese Sensitivitätsanalyse eine im Vergleich zum Basisszenario divergierende Entwicklung des Euro, die eine weitere Aufwertung des Euro impliziert. Sie leitet sich aus dem 75. Perzentil der Verteilung der risikoneutralen Dichten ab, die aus Optionen für den USD/EUR-Wechselkurs am 12. August 2015 gewonnen wurde. Dieser alternativen Annahme zufolge wird der Euro gegenüber dem US-Dollar allmählich auf einen Wechselkurs von 1,21 im Jahr 2017 aufwerten. Damit läge er 10,6 % über 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 5,3 % über dem Wert im Basisszenario liegt. In diesem Szenario deuten die Ergebnisse einer Reihe makroökonomischer Modelle, die von Experten des Eurosystems erstellt wurden, auf ein niedrigeres Wachstum des realen BIP (um 0,2 bis 0,4 Prozentpunkte) und eine geringere Teuerung nach dem HVPI (um 0,1 bis 0,5 Prozentpunkte) in den Jahren 2016 und 2017 hin.

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

2 Diese Aktualisierung basiert auf der von den Märkten für Ölterminkontrakte im zweiwöchigen Zeitraum bis zum 1. September abgeleiteten Entwicklung.

## AUSWIRKUNGEN EINER GESTIEGENEN WELTWEITEN UNSICHERHEIT AUF DIE KONJUNKTUR IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

**Wie sich an den jüngsten Finanzmarktspannungen deutlich zeigt, sind die weltweiten Aussichten nach wie vor mit einer Reihe von Unsicherheiten behaftet.** Die jüngsten Ereignisse zeigen insbesondere, dass zunehmende Bedenken hinsichtlich der Wachstumsaussichten in China und in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften sehr rasch zu plötzlichen Finanzmarktbebewegungen führen können mit potenziell nachteiligen Folgen für den Ausblick im Eurogebiet. Anhand eines alternativen Szenarios werden in diesem Kasten die potenziellen Auswirkungen ausgewählter globaler Schocks auf die Wachstumsaussichten im Euroraum beleuchtet.

**Eine Quelle für die weltweite Unsicherheit ergibt sich aus der Frage, wie stark sich das Wachstum in China verlangsamt.** Im Basisszenario wird bereits von einer konjunkturellen Abkühlung in China ausgegangen, allerdings könnte eine weitere Korrektur von Ungleichgewichten im Zusammenhang mit dem Schuldenaufbau in China zu erhöhten finanziellen Anspannungen und einem stärkeren Wirtschaftsabschwung führen. In solch einem Szenario könnte die Fähigkeit und Bereitschaft der chinesischen Banken zur Kreditvergabe an die Wirtschaft angesichts einer sich rapide verschlechternden Qualität der Bankaktiva merklich beeinträchtigt sein. Ein möglicher Katalysator für solch einen im Vergleich zu den Erwartungen kräftigeren Rückgang der Bankkreditvergabe könnte eine ungünstige Entwicklung am Wohnimmobilienmarkt sein (aufgrund des umfangreichen Engagements der Banken gegenüber stark fremdfinanzierten Immobilienentwicklern). Darüber hinaus könnten die Aktienkurse in China angesichts einer Neubewertung von Aktienrisikoprämien durch inländische Anleger weiter fallen. Eine sich verschlechternde Aktivaqualität und höhere Risikoprämien würden zu Aufwärtsdruck auf die Staatsanleiherenditen führen, da der Staat umfangreiche Hilfsmaßnahmen für den Bankensektor ergreifen müsste. Infolgedessen würden die Investitionen und in geringerem Maße die Konsumausgaben deutlich langsamer wachsen als im aktuellen Basiszenario projiziert. Da eine Wachstumsabschwächung zu einem merklichen Anstieg der Arbeitslosigkeit führen würde, wird mit einem massiven Eingreifen der chinesischen Behörden gerechnet, und zwar in Form geldpolitischer und finanzpolitischer Stimulierungsmaßnahmen sowie einer möglichen künftigen Abwertung des Renminbi, um einen noch stärkeren Wachstumseinbruch so weit wie möglich zu vermeiden. Insgesamt gilt für dieses Szenario die Annahme eines im Vergleich zum Basisszenario um 1 Prozentpunkt niedrigeren Wachstums in China in den Jahren 2016 und 2017.

**Eine weitere Quelle für die weltweite Unsicherheit ergibt sich aus der Normalisierung des geldpolitischen Kurses in den Vereinigten Staaten.** Die Markterwartungen hinsichtlich der kurzfristigen US-Zinssätze, die den Projektionen als technische Annahme zugrunde liegen, deuten aktuell auf einen nur sehr allmählichen Anstieg der kurzfristigen Zinssätze auf knapp 1,6 % zum Jahresende 2017 hin. Sollten die US-Zinsen jedoch dem Median der vom Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank (Federal Open Market Committee – FOMC) projizierten Zinsentwicklung folgen, würden sie schneller steigen als von den Märkten eingepreist. Zudem bleibt die Laufzeitprämie in den Vereinigten Staaten trotz der erwarteten Normalisierung der US-Geldpolitik in der Nähe ihres Tiefstands. Im Fall einer zunehmenden globalen Unsicherheit, durch die sich die Ungewissheit hinsichtlich der künftigen Geldpolitik in den Vereinigten Staaten verstärken würde, besteht das Risiko einer plötzlichen Aufwärtskorrektur der US-Laufzeitprämie. Um letzteren Fall zu erfassen, wird im vorliegenden Szenario ein Anstieg der US-Laufzeitprämie in Höhe von 130 Basispunkten zugrunde gelegt, der sich in höheren langfristigen Zinssätzen in den USA niederschlägt. Außerdem würden höhere Langfristzinsen in den Vereinigten Staaten auch zu Ansteckungseffekten für die langfristigen Zinssätze in anderen wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften führen.

**Das Wachstum in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften dürfte durch diese Schocks beeinträchtigt werden.** Russland befindet sich mitten in einer tiefen Rezession und geringere Öleinnahmen dürften drastische Einschnitte bei den öffentlichen Ausgaben nach sich ziehen. In Brasilien haben sich die Aussichten vor dem Hintergrund einer steigenden Inflation deutlich verschlechtert. Mit einem stärkeren Abschwung in China könnten erhebliche Abwärtsrisiken für die Aussichten einhergehen, insbesondere was Rohstoffexporteure betrifft. Aktuelle Daten deuten auf eine erneute Verlangsamung der

Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften hin, ähnlich der Entwicklung im Zusammenhang mit der Ankündigung des Ausstiegs der Federal Reserve aus der quantitativen Lockerung Mitte 2013. Eine solche Umkehr von Kapitalströmen in den aufstrebenden Volkswirtschaften lässt auf eine weltweit erhöhte Unsicherheit und ein nachlassendes Anlegervertrauen in die Wachstumsaussichten in den aufstrebenden Volkswirtschaften schließen. In diesem Umfeld könnte eine weitere ungeahnte Abwärtskorrektur der Wachstumsaussichten in China und/oder ein unerwarteter Anstieg der langfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten die Kapitalabflüsse aus aufstrebenden Volkswirtschaften erhöhen, die Finanzierungsbedingungen verschärfen und so das Wachstum in diesen Ländern bremsen. Das Szenario trägt den Auswirkungen einer weltweit zunehmenden gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit auf die Konjunktur in den aufstrebenden Volkswirtschaften Rechnung, indem die durch Preise von Optionen auf den S&P-500-Index implizierte Volatilität (VIX) einem Schock im Umfang von zwei Standardabweichungen ausgesetzt wird, was die Inlandsnachfrage in diesen Volkswirtschaften beeinträchtigt.

**Die größere weltweite Unsicherheit könnte die Wirtschaft des Eurogebiets über Handels- und Finanzbeziehungen beeinflussen.** Ein Anstieg der globalen Unsicherheit würde sich in einer geringeren Nachfrage in den Vereinigten Staaten (aufgrund höherer US-Langfristzinsen) sowie anderen wichtigen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften niederschlagen. Dies würde das Wachstum weltweit und im Euroraum über den Handelskanal beeinträchtigen. Maßgeblich hierbei wäre eine niedrigere Auslandsnachfrage des Eurogebiets. Des Weiteren würde es zu finanziellen Ansteckungseffekten in Bezug auf die langfristigen Zinssätze weltweit und im Eurogebiet kommen, wodurch sich die Finanzierungskosten für Unternehmen, private Haushalte und Staaten erhöhen würden. Was den effektiven Wechselkurs des Euro betrifft, so könnten steigende Zinssätze in den Vereinigten Staaten zu einer Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro führen. Außerdem könnte die Finanzmarktvolatilität in den aufstrebenden Volkswirtschaften eine Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen dieser Länder hervorrufen.

**Eine gestiegene globale Unsicherheit, die sich aus allen drei oben beschriebenen Quellen ergibt, würde das Wachstum im Euroraum den Schätzungen zufolge so weit reduzieren, dass es 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte unter dem Wachstum im Basisszenario für das Jahr 2016 liegt.** Ein schwächeres Wachstum des realen BIP im Eurogebiet ist zum Teil einer geringeren Auslandsnachfrage des Euroraums zuzuschreiben, die eine verhaltenere konjunkturelle Entwicklung in den Vereinigten Staaten und anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowie China und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften widerspiegelt. Zudem werden die Wachstumsaussichten des Eurogebiets auch durch nachteilige finanzielle Ansteckungseffekte belastet (in Form höherer langfristiger Zinssätze im Euroraum).

**Obschon sich die Auswirkungen auf das Eurogebiet im vorliegenden Szenario in Grenzen halten, sind eine Reihe von Einschränkungen zu beachten.** So bleiben beispielsweise Vertrauenseffekte auf der Ebene der Unternehmen oder privaten Haushalte unberücksichtigt. Darüber hinaus können andere Vermögenspreise, einschließlich der Aktienkurse, stärkeren Ansteckungseffekten und Abwärtskorrekturen ausgesetzt sein als jenen, die endogen in den Modellen erfasst sind. Ferner werden lineare Modelle verwendet, obgleich starke negative Korrekturen an den Finanzmärkten einen nichtlinearen Gleichlauf zwischen Variablen verursachen können, was potenziell stärkere Auswirkungen nach sich zieht. Schließlich werden Wechselkurseffekte und nachteilige Effekte der Rohstoffpreise in den Simulationen nur unvollständig berücksichtigt. Allerdings könnten die ungünstigen Schocks auf die Wirtschaft des Eurogebiets abgemildert werden, wenn in den aufstrebenden Marktwirtschaften Gegenmaßnahmen ergriffen werden oder wenn in den Vereinigten Staaten die Straffung des geldpolitischen Kurses aufgrund negativer Ansteckungseffekte infolge der erhöhten Schwäche der aufstrebenden Volkswirtschaften verschoben werden sollte.

## Kasten 5

### PROGNOSEN ANDERER INSTITUTIONEN

**Von internationalen und privatwirtschaftlichen Organisationen liegen eine Reihe von Prognosen für das Euro-Währungsgebiet vor.** Diese Prognosen sind jedoch untereinander bzw. mit den von Experten 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). Wie aus der Tabelle hervorgeht, unterscheiden sich die derzeit verfügbaren Prognosen anderer Institutionen nur geringfügig von den Punktprognosen der von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September und liegen eindeutig innerhalb der Bandbreiten dieser Projektionen (siehe Klammern in der Tabelle).

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	BIP-Wachstum			HVPI-Inflation		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Von Experten der EZB erstellte Projektionen	September 2015	1,4 [1,3-1,5]	1,7 [0,8-2,6]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [0,0-0,2]	1,1 [0,5-1,7]	1,7 [0,9-2,5]
Europäische Kommission	Mai 2015	1,5	1,9	–	0,1	1,5	–
Euro Zone Barometer	August 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Consensus Economics Forecasts	August 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	August 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
IWF	Juli 2015	1,5	1,7	–	0,1	1,0	–

Quellen: Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission von 2015; IWF, World Economic Outlook vom Juli 2015 (BIP); IWF, World Economic Outlook vom April 2015; Prognosen von Consensus Economics; MJEconomics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

Anmerkung: Die von Experten des Eurosystems und der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen 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, 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.