



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

## VON EXPERTEN DES EUROSYSTEMS ERSTELLTE GESAMTWIRTSCHAFTLICHE PROJEKTIONEN FÜR DAS EURO- WÄHRUNGSGEBIET VOM DEZEMBER 2014<sup>1</sup>

*Die Konjunktur ist schwächer ausgefallen als zu Jahresbeginn erwartet. Dies ist in erster Linie auf ein unerwartet verhaltenes Wachstum bei Investitionen und Ausfuhren zurückzuführen. Die gegenwärtige Phase des mäßigen Wachstums dürfte bis ins Jahr 2015 anhalten. Gleichwohl sollte eine Reihe binnen- und außenwirtschaftlicher Faktoren, darunter der äußerst akkommodierende geldpolitische Kurs im Euroraum – unterstützt durch die im Juni und im September 2014 ergriffenen konventionellen Maßnahmen und Sondermaßnahmen –, im Jahresverlauf 2015 zum Tragen kommen. Das Wachstum des realen BIP dürfte dann leicht anziehen. Den Projektionen zufolge wird es sich 2014 auf 0,8 %, 2015 auf 1,0 % und 2016 auf 1,5 % belaufen. In dem Maße, wie diese Wachstumsraten das geschätzte Potenzialwachstum zunehmend übersteigen, wird sich die Produktionslücke über den Zeithorizont langsam schließen, im Jahr 2016 allerdings weiterhin negativ sein. Gegenüber den im Monatsbericht vom September 2014 veröffentlichten Projektionen wurden die Wachstumsaussichten für das reale BIP deutlich nach unten korrigiert.*

*Die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet wird den Projektionen zufolge auf kurze Sicht niedrig bleiben und über den Projektionszeitraum hinweg nur schrittweise ansteigen. Es wird damit gerechnet, dass sie im Durchschnitt 0,5 % im Jahr 2014, 0,7 % im Jahr 2015 und 1,3 % im Jahr 2016 betragen wird. Der jüngste Rückgang der Ölpreise hat die kurzfristigen Inflationsaussichten deutlich eingetrübt. Trotzdem wird erwartet, dass die schrittweise Verringerung der negativen Produktionslücke und der steigende außenwirtschaftliche Preisdruck (verstärkt durch den schwächeren Wechselkurs des Euro) einen Anstieg der HVPI-Inflation über den Projektionszeitraum unterstützen werden. Die anhaltende konjunkturelle Schwäche wird einen starken Anstieg der Inflation allerdings verhindern. Gegenüber den im Monatsbericht vom September 2014 veröffentlichten Projektionen wurde der Ausblick für die HVPI-Inflation deutlich nach unten korrigiert.*

*Im vorliegenden Aufsatz werden die gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet für den Zeitraum von 2014 bis 2016 zusammengefasst. Projektionen für einen so langen Zeitraum sind mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet.<sup>2</sup> Dies ist bei der Interpretation zu berücksichtigen. Ferner muss darauf hingewiesen werden, dass die jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen in diesen Projektionen nur insoweit berücksichtigt wurden, als sie sich bereits auf finanzielle Größen ausgewirkt haben. Weitere Transmissionskanäle wurden nicht berücksichtigt. Es ist daher sehr wahrscheinlich, dass die Auswirkungen des geldpolitischen Maßnahmenpakets in der Basisprojektion unterschätzt werden.*

### DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

Den Projektionen zufolge wird die weltweite konjunkturelle Erholung weiterhin an Fahrt gewinnen, wenn auch langsam. Das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Euroraum) dürfte über den Projektionszeitraum hinweg zulegen – von 3,6 % im Jahr 2014 auf 4,2 % im Jahr 2016. Die Erholung dürfte allerdings weiterhin je nach Region variieren. Nach einer eher verhaltenen Konjunktorentwicklung

<sup>1</sup> Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen fließen in die Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat ein. Informationen zu den verwendeten Verfahren und Techniken finden sich in der EZB-Publikation „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“ vom Juni 2001, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen jüngsten Daten war der 20. November 2014.

<sup>2</sup> Siehe EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet – eine Bewertung, Monatsbericht Mai 2013.

zu Beginn des Jahres 2014 stabilisierte sich die Wachstumsdynamik weitgehend in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Im Gegensatz dazu blieb die Wachstumsdynamik in den Schwellenländern insgesamt weiterhin schwach, allerdings mit gewissen regionalen Unterschieden. Mittelfristig sollte sich die Weltwirtschaft allmählich beleben, auch wenn die Erholung voraussichtlich immer noch moderat ausfallen wird. Während einige wichtige fortgeschrittene Volkswirtschaften vom nachlassenden Gegenwind profitieren, ist es aufgrund zunehmender struktureller Herausforderungen und der Straffung der finanziellen Bedingungen unwahrscheinlich, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften zu den vor der Krise verzeichneten Wachstumsraten zurückkehren werden.

Die Entwicklung des Welthandels blieb in der ersten Jahreshälfte schwach. Gleichwohl dürfte er im zweiten Quartal seine Talsohle erreicht haben und sich den Projektionen zufolge über den Projektionszeitraum von 2,7 % im Jahr 2014 auf 5,2 % im Jahr 2016 erholen (Welt ohne Euroraum). Es wird erwartet, dass die Konjunktorelastizität des Welthandels am Ende des Projektionszeitraums unter dem vor der globalen Krise verzeichneten Wert liegen wird. Angesichts der Tatsache, dass die Importnachfrage der wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets voraussichtlich langsamer steigt als die der übrigen Welt, dürfte das Wachstum der Auslandsnachfrage des Euroraums im Vergleich zum weltweiten Handelswachstum etwas geringer ausfallen (siehe Tabelle 1).

**Tabelle 1 Das außenwirtschaftliche Umfeld**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

|  | Dezember 2014 |      |      |      | September 2014 |      |      | Korrekturen seit September 2014 |      |      |
|--|---------------|------|------|------|----------------|------|------|---------------------------------|------|------|
|  | 2013          | 2014 | 2015 | 2016 | 2014           | 2015 | 2016 | 2014                            | 2015 | 2016 |
| Globales reales BIP (ohne Euro-Währungsgebiet)           | 3,7           | 3,6  | 4,0  | 4,2  | 3,7            | 4,2  | 4,3  | -0,1                            | -0,1 | -0,1 |
| Welthandel (ohne Euro-Währungsgebiet) <sup>1)</sup>      | 3,4           | 2,7  | 3,9  | 5,2  | 3,9            | 5,5  | 5,9  | -1,2                            | -1,6 | -0,7 |
| Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets <sup>2)</sup> | 2,9           | 2,3  | 3,4  | 4,9  | 3,5            | 5,0  | 5,6  | -1,2                            | -1,6 | -0,6 |

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.

Gegenüber den im Monatsbericht vom September 2014 veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Projektionen wurden die globalen Wachstumsaussichten leicht, die Aussichten für die Auslandsnachfrage des Euroraums indes deutlicher nach unten revidiert. Letzteres ist auf schwächere Daten und eine Abwärtskorrektur der Zunahme der Konjunktorelastizität des Welthandels in Richtung ihres langfristigen Niveaus zurückzuführen, um Prognosefehler der Vergangenheit zu berücksichtigen.

#### Kasten 1

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

Die technischen Annahmen bezüglich der Zinssätze sowie der Rohstoffpreise beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss hierbei war der 13. November 2014. 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 0,2 % für 2014 und von 0,1 % für 2015 und 2016. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 2,0 % im laufenden, 1,8 % im kommenden und 2,1 % im übernächsten Jahr.<sup>1</sup> Aufgrund der Entwicklung der Terminzinsen und des allmählichen Durchschlagens von Marktziinsänderungen auf die Kreditzinsen wird erwartet, dass die zusammengefassten Bankzinsen für Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Euroraum 2014 und 2015 leicht rückläufig sein werden und im Jahresverlauf 2016 wieder leicht ansteigen.

Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird anhand der von den Terminmärkten in den zwei Wochen bis Redaktionsschluss am 13. November 2014 abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass die Preise für Rohöl der Sorte Brent von 102,6 USD im dritten Quartal des Jahres 2014 auf 85,6 USD im Jahr 2015 sinken und 2016 auf 88,5 USD steigen werden (jeweils pro Barrel). Den Annahmen zufolge werden die in US-Dollar gerechneten Preise für Rohstoffe ohne Energie 2014 und 2015 deutlich zurückgehen und 2016 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 13. November 2014 vorherrschte. Dies impliziert einen USD/EUR-Wechselkurs von 1,33 im Jahr 2014 und 1,25 in den Jahren 2015 und 2016.

#### Technische Annahmen

|   | Dezember 2014 |       |      |      | September 2014 |       |       | Korrekturen seit September 2014 <sup>1)</sup> |       |       |
|---|---------------|-------|------|------|----------------|-------|-------|---|-------|-------|
|   | 2013          | 2014  | 2015 | 2016 | 2014           | 2015  | 2016  | 2014  | 2015  | 2016  |
| Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.)   | 0,2           | 0,2   | 0,1  | 0,1  | 0,2            | 0,2   | 0,3   | 0,0   | -0,1  | -0,1  |
| Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.)                                   | 2,9           | 2,0   | 1,8  | 2,1  | 2,3            | 2,2   | 2,5   | -0,2  | -0,4  | -0,4  |
| Ölpreise (in USD/Barrel)  | 108,8         | 101,2 | 85,6 | 88,5 | 107,4          | 105,3 | 102,7 | -5,7  | -18,8 | -13,8 |
| Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %)         | -5,0          | -6,3  | -4,8 | 3,8  | -4,8           | 0,1   | 4,4   | -1,5  | -4,9  | -0,6  |
| USD/EUR-Wechselkurs   | 1,33          | 1,33  | 1,25 | 1,25 | 1,36           | 1,34  | 1,34  | -1,9  | -6,7  | -6,7  |
| Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-20) (Veränderung gegen Vorjahr in %) | 3,8           | 0,5   | -2,8 | 0,0  | 1,4            | -0,8  | 0,0   | -0,9  | -2,0  | 0,0   |

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

1) Korrekturen sind bei Niveauunterschieden in Prozent, bei Wachstumsraten als Differenzen und bei Zinssätzen und Renditen in Prozentpunkten angegeben.

Die finanzpolitischen Annahmen beruhen auf dem Haushaltsvollzug im laufenden Jahr, den Gesetzesentwürfen oder verabschiedeten Haushaltsgesetzen für 2015, den im Rahmen des Europäischen Semesters eingereichten Übersichten über die Haushaltsplanung sowie nationalen mittelfristigen Haushaltsplänen, die zum 20. November 2014 zur Verfügung standen. 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. Insgesamt implizieren die Informationen zum Haushaltsvollzug 2014 und zu den für 2015 geplanten haushaltspolitischen Maßnahmen eine weitgehend neutrale diskretionäre Finanzpolitik auf Ebene des Euro-Währungsgebiets. Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung in einigen Ländern werden durch die Senkung direkter Steuern in mehreren Ländern und durch Ausgabenerhöhungen weitgehend ausgeglichen.

Gegenüber dem Monatsbericht vom September 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 kurz- und langfristige Zinsen im Euro-Währungsgebiet.

1 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.

2 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 Schlussquartal 2015 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.

## PROJEKTIONEN ZUM WACHSTUM DES REALEN BIP

Die zu Beginn des Jahres prognostizierte Erholung wurde durch die jüngsten Entwicklungen nicht bestätigt. Das reale BIP ist im zweiten und dritten Quartal 2014 nur leicht gestiegen, nachdem temporäre Faktoren, die im ersten Quartal für eine Belebung gesorgt hatten, nachgelassen haben. Zu der schwächer als erwartet ausgefallenen Wirtschaftstätigkeit kam es vor dem Hintergrund einer gedämpften Entwicklung des Welthandels, zunehmender Bedenken hinsichtlich der Aussichten des binnenwirtschaftlichen Wachstums, die möglicherweise durch den Stillstand bei den Wirtschaftsreformen in einigen Ländern befeuert wurden, sowie anhaltender geopolitischer Spannungen und einer schwächer als prognostizierten Erholung der Wohnungsbauinvestitionen in einigen Ländern.

Kurzfristig dürfte das reale BIP-Wachstum verhalten bleiben. Die zu Beginn des Jahres beobachteten wachstumshemmenden Faktoren werden das Wachstum auch in den nächsten Quartalen noch belasten. Dies lässt sich aus den Indikatoren für das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen schließen, die sich seit dem Frühjahr abgeschwächt haben und deren Stände jetzt auf eine anhaltende, aber nur noch moderates Wirtschaftswachstum auf kurze Sicht hindeuten. Insbesondere die private Investitionstätigkeit dürfte Anfang 2015 verhalten bleiben.

Gleichwohl gibt es einige Fundamentalfaktoren, die nach wie vor positiv sind und die erwartete Erholung im kommenden Jahr und danach unterstützen werden. Der Binnennachfrage zugutekommen sollten die akkommodierende Geldpolitik und ein besser funktionierender geldpolitischer Transmissionsprozess, die durch die jüngsten konventionellen Maßnahmen und Sondermaßnahmen der EZB noch verstärkt werden. Hinzu kommen ein weitgehend neutraler haushaltspolitischer Kurs nach Jahren der beträchtlichen Straffung der Finanzpolitik sowie eine leichte Verbesserung der Kreditangebotsbedingungen. Darüber hinaus sollte der Zuwachs des real verfügbaren Einkommens dem privaten Konsum Auftrieb geben. Dafür ausschlaggebend sind vor allem fallende Rohstoffpreise, aber auch ein höheres Lohn- und Beschäftigungswachstum – wenngleich die Zunahme hierbei moderat ausfällt – sowie ein Anstieg der sonstigen privaten Einkünfte (einschließlich ausgeschütteter Gewinne) angesichts einer sich verbessernden Ertragslage. Außerdem dürfte die Gesamtkonjunktur über den Projektionshorizont durch den günstigen Einfluss einer erwarteten allmählichen Belebung der Auslandsnachfrage zunehmend unterstützt werden, die durch die Auswirkungen der Euro-Abwertung noch weiter verstärkt wird.

Im historischen Vergleich wird die Erholung jedoch den Projektionen zufolge verhalten bleiben, da eine Reihe von Faktoren das Wachstum auf mittlere Sicht weiterhin dämpfen wird. Die nach wie vor bestehende Notwendigkeit von Bilanzanpassungen im privaten und öffentlichen Sektor dürfte über den Projektionszeitraum hinweg nur schrittweise abnehmen. Darüber hinaus dürften die hohen Arbeitslosenquoten in einigen Ländern ihre zügelnde Wirkung auf die privaten Konsumausgaben nur langsam verlieren, während umfangreiche Kapazitätsreserven in einigen Ländern die Investitionsausgaben weiterhin bremsen. Im Jahresdurchschnitt betrachtet wird erwartet, dass das reale BIP 2014 um 0,8 %, 2015 um 1,0 % und 2016 um 1,5 % steigt.

Was die Nachfragekomponenten im Einzelnen betrifft, so werden die privaten Konsumausgaben dank einer Zunahme des real verfügbaren Einkommens ihre verhaltene Wachstumsdynamik über den Projektionszeitraum hinweg aufrechterhalten. Nach mehreren Jahren ausgeprägter Schwäche wird das real verfügbare Einkommen durch ein höheres Arbeitseinkommen (aufgrund steigender Beschäftigung und eines leicht höheren Lohnwachstums), durch einen wachsenden Beitrag sonstiger (hauptsächlich gewinnbezogener) privater Einkünfte und durch niedrige Rohstoffpreise schneller steigen. Die privaten Konsumausgaben werden auch durch das wachsende Reinvermögen der privaten Haushalte und niedrige Finanzierungskosten gestützt.

Die Sparquote dürfte stabil bleiben und auf historischen Tiefständen verharren. Grund hierfür sind gegenläufige Effekte: Einerseits wirken sich die sehr niedrigen Zinssätze und der allmähliche Rückgang der Arbeitslosigkeit dämpfend aus. Andererseits gibt es eine Aufwärtstendenz, da durch das höhere

verfügbare Einkommen in einigen Ländern die Notwendigkeit schwindet, Sparguthaben für Konsumzwecke zu verwenden. Die beobachtete Abschwächung des Verbrauchervertrauens könnte verstärkt zum Vorsorgesparsen beitragen. Außerdem besteht in mehreren Ländern der erhöhte Druck zum Verschuldungsabbau der privaten Haushalte fort, was für eine weitere Aufwärtstendenz bei der Sparquote sorgt.

Der Ausblick für Wohnungsbauinvestitionen ist weiterhin verhalten. Diese sollten im Jahresverlauf 2015 leicht an Dynamik gewinnen, da sich die Konjunktur in einem Umfeld niedriger Hypothekenzinsen und besserer Kreditangebotsbedingungen erholt und die Notwendigkeit von Anpassungen an den Wohnimmobilienmärkten allmählich schwindet. Dennoch werden solche Anpassungen und/oder das nach wie vor geringe Wachstum des real verfügbaren Einkommens in einigen Ländern die Bautätigkeit weiterhin dämpfen. Darüber hinaus scheint in einigen Ländern der günstige Effekt historisch niedriger Hypothekenzinsen schwächer zu sein als vorher erwartet.

Eine Reihe von Faktoren sollte die Unternehmensinvestitionen stützen, und zwar die erwartete allmähliche Zunahme der Binnen- und Auslandsnachfrage, das sehr niedrige Zinsniveau, die Notwendigkeit der Modernisierung des Kapitalstocks nach Jahren verhaltener Investitionen, verbesserte Kreditangebotsbedingungen sowie die leicht steigenden Gewinnaufschläge im Zuge der Konjunkturerholung. Außerdem dürfte der Gegenwind im Zusammenhang mit dem notwendigen Schuldenabbau im Unternehmenssektor allmählich nachlassen, nachdem die Schuldenquote in den letzten Jahren gesunken ist. Trotzdem ist der Schuldenstand nach wie vor hoch, sodass das Wachstum durch gegebenenfalls nötigen Fremdkapitalabbau weiterhin belastet werden könnte.

Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen dürfte auf kurze Sicht weiterhin recht niedrig bleiben. Trotz der oben erwähnten unterstützenden Faktoren hat sich das Unternehmerv Vertrauen in der letzten Zeit eingetrübt. Die Auswirkungen einiger ungünstiger Faktoren scheinen die Unternehmensinvestitionen stark zu belasten. Dazu zählen insbesondere die Finanzierungsbedingungen in einigen Ländern, die sich zwar verbessern, aber nach wie vor ungünstig sind, Bedenken hinsichtlich des langsamen Tempos struktureller Reformen in einigen Ländern sowie die anhaltenden geopolitischen Spannungen. Darüber hinaus wirkt sich auch die Unsicherheit in Bezug auf die Aussichten für die Nachfrage belastend auf die Unternehmensinvestitionen aus.

Bei der Auslandsnachfrage des Euroraums wird es den Projektionen zufolge im Zuge der Konjunkturerholung zu einem moderaten Anstieg kommen. In der zweiten Jahreshälfte 2014 werden die Exporte in Drittländer weitgehend im Einklang mit der Auslandsnachfrage leicht zulegen. Den Projektionen zufolge ziehen die Exporte im Jahresverlauf 2015 an, was auf den allmählichen Anstieg der Auslandsnachfrage und den positiven Effekt der jüngsten Abwertung des Euro zurückzuführen ist. Die Exportmarktanteile dürften über den Projektionszeitraum hinweg weitgehend unverändert bleiben. Aufgrund des verhaltenen Wachstums der Nachfrage im Euro-Währungsgebiet und des niedrigeren Wechselkurses des Euro werden die Einfuhren aus Drittländern über den Projektionszeitraum hinweg nur eine leichte Belebung erfahren. Der Außenhandel wird den Projektionen zufolge zum Ende des Projektionshorizonts einen positiven, wenn auch moderaten, Beitrag zum realen BIP-Wachstum leisten. Der Leistungsbilanzüberschuss wird über den Projektionszeitraum zunehmen und 2016 bei 2,4 % des BIP liegen.

Das Beschäftigungswachstum ist in letzter Zeit vergleichsweise schnell und stark gestiegen. Bereits ab Mitte 2013 hat sich die Beschäftigung langsam erholt, anfangs gemessen an den geleisteten Arbeitsstunden, später dann auch nach Anzahl der Beschäftigten. Im zweiten Quartal 2014 erhöhte sich die Beschäftigtenzahl um 0,4 % gegenüber dem Vorjahr, während das reale BIP-Wachstum bei 0,8 % lag. Diese relativ schnelle Erholung scheint die positive Wirkung der bisherigen Lohnzurückhaltung und die voraussichtlich günstigen Auswirkungen der jüngsten Arbeitsmarktreformen widerzuspiegeln. Die Reformen scheinen – zum Beispiel über verstärkte Dezentralisierung bei Tarifverhandlungen, geringeren Kündigungsschutz und flexiblere Arbeitszeitregelungen – dazu geführt zu haben, dass die Beschäftigung vergleichsweise schneller und stärker auf die Produktionsentwicklung reagiert hat, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Allerdings gab es einige wesentliche länderspezifische Unterschiede.



Die Bedingungen an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets dürften sich über den Projektionszeitraum leicht verbessern. Es wird erwartet, dass die Zahl der Erwerbspersonen auch in der zweiten Jahreshälfte 2014 weiter wächst und dass diese Dynamik den Projektionen zufolge weitgehend über den Projektionszeitraum hinweg anhält. Die Erholung der Beschäftigung spiegelt das kontinuierliche Muster einer vergleichsweise schnellen und starken Reaktion der Konjunkturerholung wider. Die Zahl der Erwerbspersonen dürfte moderat zunehmen, was zum einen auf die Zuwanderung zurückzuführen ist und zum anderen auf einer stärkeren Beteiligung bestimmter Bevölkerungsgruppen am Arbeitsmarkt infolge der sich langsam verbessernden Beschäftigungslage beruht. Die Arbeitslosenquote dürfte über den Projektionszeitraum hinweg fallen, jedoch weiterhin deutlich über dem vor der Krise verzeichneten Niveau liegen.

Gegenüber den im Monatsbericht vom September 2014 veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Projektionen wurde das projizierte Wachstum des realen BIP für 2014–2016 um 1,0 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Ursächlich für die Korrektur war ein schwächerer Ausblick für die Ausfuhren. Die Aussichten für die Auslandsnachfrage des Euroraums wurden deutlich nach unten korrigiert, was auf schwächere Daten und eine Abwärtskorrektur der Zunahme der Konjunkturalität des Welthandels in Richtung ihres langfristigen Niveaus zurückzuführen ist. Die Abwärtskorrektur der Wachstumsrate lässt sich auch durch geringere Unternehmensinvestitionen in Anbetracht des jüngsten Vertrauensverlusts und der zunehmenden Bedenken hinsichtlich der Wachstumsaussichten des Binnenmarkts erklären. Angesichts eines immer noch hohen Anpassungsbedarfs am Wohnungsmarkt in einigen Ländern und der Tatsache, dass die Auswirkungen historisch niedriger Hypothekenzinsen in vorangegangenen Projektionen überschätzt worden waren, wurden auch die Wohnungsbauinvestitionen deutlich nach unten revidiert. Auch bei den privaten Konsumausgaben wurde eine Abwärtskorrektur vorgenommen. Diese ist auf ein nach unten korrigiertes Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und geringer als erwartet ausgefallene ausgeschüttete Gewinne vor dem Hintergrund eines insgesamt schwächeren Konjunkturmilieus zurückzuführen.

Die jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen sind im Basisszenario nur über ihren Einfluss auf bereits beobachtete Daten und über ihren Einfluss auf die finanztechnischen Annahmen – insbesondere über Marktzinssätze und Aktienkurse sowie den Wechselkurs – berücksichtigt. Aus diesem Grund könnte im Basisszenario der günstige Einfluss der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen unterschätzt werden, da zusätzliche Kanäle keine Berücksichtigung finden (siehe Kasten 2).

**Tabelle 2 Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

|   | Dezember 2014 |                         |                         |                         | September 2014          |                         |                         | Korrekturen seit September 2014 <sup>2)</sup> |      |      |
|---|---------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|---|------|------|
|   | 2013          | 2014                    | 2015                    | 2016                    | 2014                    | 2015                    | 2016                    | 2014  | 2015 | 2016 |
| Reales BIP <sup>3)</sup>  | -0,4          | 0,8                     | 1,0                     | 1,5                     | 0,9                     | 1,6                     | 1,9                     | 0,0   | -0,6 | -0,3 |
|   |               | [0,7-0,9] <sup>4)</sup> | [0,4-1,6] <sup>4)</sup> | [0,4-2,6] <sup>4)</sup> | [0,7-1,1] <sup>4)</sup> | [0,6-2,6] <sup>4)</sup> | [0,6-3,2] <sup>4)</sup> |   |      |      |
| Private Konsumausgaben  | -0,6          | 0,8                     | 1,3                     | 1,2                     | 0,7                     | 1,4                     | 1,6                     | 0,1   | -0,2 | -0,4 |
| Konsumausgaben des Staates  | 0,3           | 0,9                     | 0,5                     | 0,4                     | 0,7                     | 0,4                     | 0,4                     | 0,2   | 0,0  | -0,1 |
| Bruttoanlageinvestitionen   | -2,5          | 0,7                     | 1,4                     | 3,2                     | 1,1                     | 3,1                     | 3,9                     | -0,5  | -1,8 | -0,7 |
| Ausfuhren <sup>5)</sup>   | 2,2           | 3,2                     | 3,2                     | 4,8                     | 3,1                     | 4,5                     | 5,3                     | 0,0   | -1,3 | -0,5 |
| Einfuhren <sup>5)</sup>   | 1,3           | 3,3                     | 3,7                     | 4,9                     | 3,5                     | 4,5                     | 5,3                     | -0,3  | -0,8 | -0,3 |
| Beschäftigung   | -0,9          | 0,4                     | 0,6                     | 0,5                     | 0,3                     | 0,6                     | 0,7                     | 0,1   | 0,0  | -0,2 |
| Arbeitslosenquote (in % der Erwerbspersonen)                                      | 11,9          | 11,6                    | 11,2                    | 10,9                    | 11,6                    | 11,2                    | 10,8                    | 0,0   | 0,0  | 0,2  |
| HVPI  | 1,4           | 0,5                     | 0,7                     | 1,3                     | 0,6                     | 1,1                     | 1,4                     | -0,1  | -0,4 | -0,1 |
|   |               | [0,5-0,5] <sup>4)</sup> | [0,2-1,2] <sup>4)</sup> | [0,6-2,0] <sup>4)</sup> | [0,5-0,7] <sup>4)</sup> | [0,5-1,7] <sup>4)</sup> | [0,7-2,1] <sup>4)</sup> |   |      |      |
| HVPI ohne Energie   | 1,4           | 0,8                     | 1,1                     | 1,3                     | 0,8                     | 1,3                     | 1,6                     | 0,0   | -0,2 | -0,2 |
| HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie  | 1,1           | 0,8                     | 1,0                     | 1,3                     | 0,9                     | 1,2                     | 1,5                     | 0,0   | -0,2 | -0,2 |
| HVPI ohne Nahrungsmittel, Energie und Änderungen indirekter Steuern <sup>6)</sup> | 1,0           | 0,7                     | 1,0                     | 1,3                     | 0,8                     | 1,2                     | 1,5                     | 0,0   | -0,2 | -0,2 |
| Lohnstückkosten   | 1,3           | 1,1                     | 1,1                     | 0,8                     | 1,0                     | 0,8                     | 1,1                     | 0,1   | 0,4  | -0,3 |
| Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer   | 1,7           | 1,6                     | 1,5                     | 1,8                     | 1,6                     | 1,8                     | 2,2                     | 0,0   | -0,3 | -0,4 |
| Arbeitsproduktivität  | 0,4           | 0,5                     | 0,4                     | 1,0                     | 0,6                     | 1,0                     | 1,1                     | -0,1  | -0,6 | -0,1 |
| Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)                                    | -2,9          | -2,6                    | -2,5                    | -2,2                    | -2,6                    | -2,4                    | -1,9                    | 0,0   | -0,1 | -0,3 |
| Struktureller Haushaltssaldo (in % des BIP) <sup>7)</sup>                         | -2,3          | -2,1                    | -2,1                    | -2,0                    | -2,0                    | -2,0                    | -1,9                    | -0,2  | -0,1 | -0,1 |
| Öffentliche Schuldenquote (in % des BIP)  | 90,8          | 92,0                    | 91,8                    | 91,1                    | 93,9                    | 93,1                    | 91,5                    | -1,9  | -1,3 | -0,4 |
| Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)   | 2,0           | 2,1                     | 2,2                     | 2,4                     | 2,3                     | 2,3                     | 2,4                     | -0,1  | 0,0  | 0,0  |

1) Die Projektionen für 2015 und 2016 schließen Litauen ein. Die durchschnittlichen prozentualen Veränderungen 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 durchschlagen.

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

**BERÜCKSICHTIGUNG DER JÜNGSTEN GELDPOLITISCHEN SONDERMASSNAHMEN IN DEN PROJEKTIONEN**

Die am 5. Juni und 4. September 2014 bekannt gegebenen geldpolitischen Maßnahmenpakete zur Ankurbelung der Kreditvergabe umfassen ein breites Spektrum an geldpolitischen Sondermaßnahmen, die über Kreditgeschäfte, d. h. gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, und Outright-Käufe – namentlich ein Ankaufprogramm für Asset-Backed Securities und ein Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen – umgesetzt werden.

Die Auswirkungen dieser Maßnahmen auf die Wachstums- und Inflationsaussichten spiegeln sich in dem Basisszenario nur insofern wider, als sie sich bereits in finanziellen Größen – vor allem Zinssätzen, Aktienkursen und Euro-Wechselkurs – niedergeschlagen haben. Als Ergebnis dieses technischen Ansatzes werden bestimmte weitere potenzielle Kanäle im Basisszenario nicht berücksichtigt. Dazu gehört beispielsweise der direkte Weitergabekanal im Zusammenhang mit der Reduzierung der Refinanzierungskosten für Banken im Euro-Währungsgebiet, die aus diesen Maßnahmen resultiert. Ein weiterer Kanal, der im Basisszenario unberücksichtigt bleibt, ist der Portfolioumschichtungskanal. Dies ist Ausdruck der Tatsache, dass die umfangreichen Liquiditätszuführungen im Zusammenhang mit jeder dieser drei geldpolitischen Maßnahmen den Anreiz für Investoren erhöhen könnten, ihre überschüssigen Kassenbestände durch Käufe von anderen alternativen Finanzinstrumenten als denen, die die Zentralbank erworben hat, zu reduzieren und damit deren Preis in die Höhe – und die Rendite nach unten – zu treiben.

Insgesamt dürfte das Basisszenario die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmenpakete zu gering bewerten, woraus sich ein Aufwärtsrisiko für die Basisprojektionen von Wachstum und Inflation ergibt.

**AUSSICHTEN FÜR PREISE UND KOSTEN**

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge belief sich die Teuerung nach dem HVPI insgesamt im November 2014 auf 0,3 %. In der niedrigen aktuellen Inflationsrate spiegeln sich moderate Energiepreise aufgrund der jüngsten Preissenkungen für Rohöl, eine geringe Nahrungsmittelteuerung sowie ein gedämpfter Trend bei den Preisen für Industrieerzeugnisse ohne Energie und bei den Dienstleistungspreisen wider.

Die HVPI-Teuerungsrate wird den Projektionen zufolge auf kurze Frist niedrig bleiben. Danach dürfte sie bis zum Ende des Projektionszeitraums nur schrittweise steigen, und zwar bis auf einen Wert von 1,4 % im vierten Quartal 2016. Auslöser für den Anstieg der HVPI-Inflation über den Projektionszeitraum dürften die allmähliche Verringerung der negativen Produktionslücke und ein zunehmender außenwirtschaftlicher Preisdruck sein. Letzterer spiegelt insbesondere eine Umkehrung des Abwärtsdrucks in einen Aufwärtsdruck wider, der aus den Rohstoffpreisen und den Folgen der jüngsten Abschwächung des Euro-Wechselkurses resultiert.

Die anhaltende Unterauslastung im Euroraum wird zusammen mit der voraussichtlich verhaltenen Entwicklung bei den Rohstoffpreisen ein stärkeres Anziehen der Inflation im Euro-Währungsgebiet verhindern. Die negative Produktionslücke wird den Projektionen zufolge bis 2016 nur teilweise zurückgehen, was einen moderaten Anstieg der Löhne und Gewinnmargen zur Folge haben dürfte. Insgesamt dürfte die HVPI-Inflation auf einem sehr niedrigen Niveau verharren und durchschnittlich 0,5 % im Jahr 2014, 0,7 % im Jahr 2015 und 1,3 % im Jahr 2016 betragen. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte im Durchschnitt bei 0,8 % im Jahr 2014, 1,0 % im Jahr 2015 und 1,3 % im Jahr 2016 liegen.

Die Inflationsaussichten werden gegenwärtig durch den außenwirtschaftlichen Preisdruck gedämpft, dürften über den Projektionszeitraum aber steigen, und zwar aufgrund der erwarteten Zunahme der weltweiten Nachfrage, des gesunkenen Euro-Wechselkurses und des 2016 erwarteten Anstiegs der Rohstoffpreise. In der jüngsten Vergangenheit haben die Entwicklungen der Preise außerhalb des Euro-Währungsgebiets den Abwärtsdruck auf die Preise im Euro-Währungsgebiet noch verstärkt. Mäßiges weltweites Wachstum, Rückgänge bei den Preisen für Öl und sonstige Rohstoffe sowie die zuletzt



beobachtete Abwertung des Euro haben 2013 und 2014 zu sinkenden Importpreisen im Euroraum geführt. Mit zunehmendem Nachlassen dieser Effekte dürfte mit Blick auf die Zukunft der Importdeflator für die Länder außerhalb des Euroraums 2016 steigen.

Verbesserungen am Arbeitsmarkt und ein Nachlassen der Unterauslastung dürften Auslöser für einen moderaten Anstieg des inländischen Preisdrucks über den Projektionszeitraum hinweg sein. Es wird damit gerechnet, dass das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer über den betrachteten Horizont leicht zulegen, aber niedrig bleiben wird. Grund hierfür sind die laufenden Anpassungsprozesse und die Lohnzurückhaltung in mehreren Ländern des Euroraums. Das von niedriger Inflation geprägte Umfeld trägt auch zu den gedämpften Lohnaussichten bei. Für die Lohnstückkosten wird über den Projektionszeitraum hinweg ein leichter Rückgang projiziert. Ursächlich hierfür ist die Tatsache, dass die leichte Erhöhung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer durch den stärkeren Produktivitätszuwachs mehr als ausgeglichen wird. Die verhaltenere Entwicklung bei den Lohnstückkosten gehört zu den Hauptursachen des erwarteten niedrigen inländischen Kostendrucks bis zum Ende des Projektionshorizonts.

Die Gewinnmargen (gemessen an der Differenz zwischen dem BIP-Deflator zu Faktorkosten und dem Wachstum der Lohnstückkosten) dürften 2014 etwas zurückgehen, 2015 auf diesem Niveau verharren und 2016 wieder steigen. Grund hierfür dürfte ein Anziehen der Wirtschaftstätigkeit und insbesondere eine Abschwächung bei der Entwicklung der Lohnstückkosten sein.

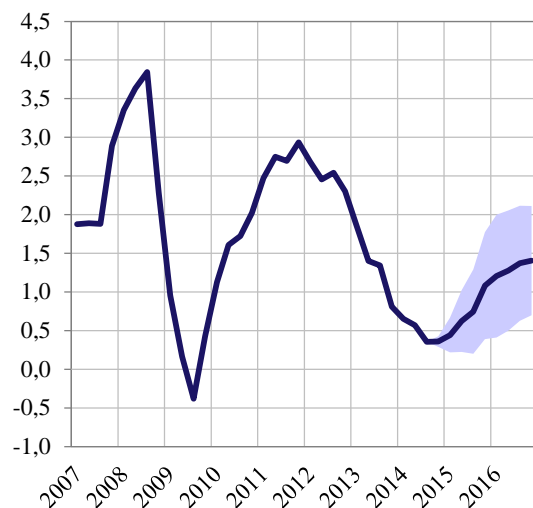
Gegenüber den im Monatsbericht vom September 2014 veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Projektionen wurde die Projektion für die Gesamtinflation für 2014 um 0,1 Prozentpunkte, für 2015 um 0,4 Prozentpunkte und für 2016 um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Dies hängt vor allem mit den niedrigeren in Euro gerechneten Ölpreisen, einigen überraschenden Abwärtstendenzen bei den jüngsten Daten für die nicht energiebezogenen Komponenten und dem Einfluss des nach unten revidierten Wachstumsausblicks zusammen. Letzterer wird für 2016 teilweise durch einen von der Energiekomponente der HVPI-Inflation ausgehenden stärkeren Aufwärtsdruck kompensiert, der durch einen schwächeren Euro-Wechselkurs und eine Aufwärtsentwicklung bei Terminkontrakten auf Ölpreise gegenüber den Projektionen von September ausgelöst wird. Die HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie wurde ebenfalls nach unten korrigiert, was mit einer schwächeren Entwicklung bei den Löhnen und den Gewinnmargen sowie mit dem Durchschlagen der jüngsten Wechselkursentwicklung zusammenhängt.

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

(Quartalswerte)

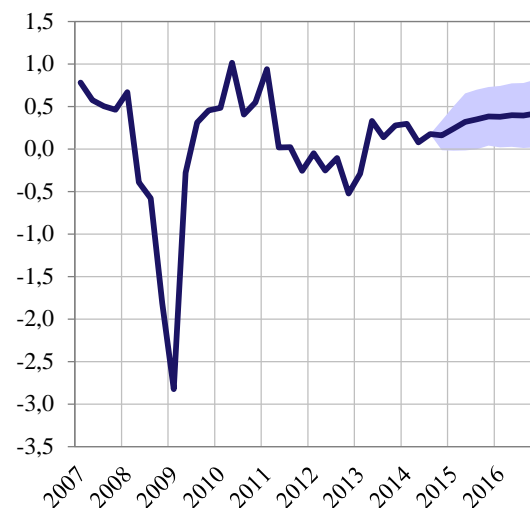
### HVPI des Euro-Währungsgebiets

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)



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

(Veränderungen gegen Vorquartal 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.

## HAUSHALTAUSSICHTEN

Die Haushaltspolitik wird über den Projektionszeitraum hinweg weitgehend neutral ausgerichtet sein. Der finanzpolitische Kurs, gemessen als eine Veränderung des zyklisch bereinigten Primärsaldos, dürfte 2014–2015 leicht expansiv ausgerichtet und 2016 neutral sein, was im Gegensatz zu der deutlichen Verschärfung in den vorangegangenen Jahren steht.

Die Defizitquote der öffentlichen Haushalte wird den Projektionen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg allmählich abnehmen. Dieser Rückgang wird durch die Verbesserung der zyklischen Position der Wirtschaft des Eurogebiets unterstützt. Der strukturelle Haushaltssaldo wird sich den Projektionen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg leicht verbessern, was in erster Linie auf eine neutrale Haushaltspolitik zurückzuführen ist. Die öffentliche Schuldenquote wird ab 2015 langsam sinken, nicht zuletzt aufgrund der jüngsten Verbesserungen des Primärsaldos und einer günstigeren Differenz zwischen Zinsen und Wachstum.

Im Vergleich zu den im Monatsbericht vom September 2014 veröffentlichten Prognosen zur Haushaltslage haben sich die Aussichten für das Defizit und die Schuldenentwicklung aufgrund eines weniger günstigen gesamtwirtschaftlichen Ausblicks und einer leichten Lockerung bei den diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen etwas verschlechtert. Die Abwärtskorrektur der Schuldenquote ist in erster Linie ein Ergebnis der Anwendung des neuen statistischen Standards ESVG 2010.

## 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 dreier zugrunde liegender Annahmen und zur Sensitivität der Projektionen in Bezug auf diese Annahmen.<sup>1</sup>

### 1) Divergierende Entwicklung des Ölpreises

Die Annahmen zu den Ölpreisen, die den gegenwärtigen, von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen zugrunde liegen, stützen sich auf die an den Preisen für Ölfutures gemessenen Markterwartungen. Zum Redaktionsschluss am 13. November wurde anhand der von den Terminmärkten in den vorangegangenen zwei Wochen abgeleiteten Entwicklung vorhergesagt, dass der Preis für Rohöl der Sorte Brent von 102,6 USD pro Barrel im dritten Quartal 2014 auf 85,6 USD im Jahr 2015 fallen würde, bevor er 2016 auf 88,5 USD steigt. Nach dem Redaktionsschluss waren die Ölpreise und die Terminkontrakte auf Ölpreise allerdings in einem von reichhaltigem Ölangebot und schwacher Ölnachfrage geprägten Umfeld weiter rückläufig, insbesondere nach dem Beschluss der OPEC vom 27. November 2014, die aktuelle Produktionsleistung aufrechtzuerhalten. Am 2. Dezember 2014 implizierten die Terminkontrakte auf Ölpreise, dass der Preis für Rohöl der Sorte Brent 2015 auf 73,2 USD fallen und 2016 auf 78,1 USD steigen würde, d. h. auf einen Stand, der 14,5 % bzw. 11,7 % niedriger ist als in der Basisprojektion angenommen.

Gemäß den von Experten des Eurosystems entwickelten makroökonomischen Modellen wurde geschätzt, dass die divergierende Ölpreisentwicklung dazu führen würde, dass die am HVPI gemessene Teuerungsrate im Euroraum rund 0,4 Prozentpunkte unter der Basisprojektion für 2015 und 0,1 Prozentpunkte unter der Basisprojektion für 2016 liegt. Gleichzeitig würde die divergierende Ölpreisentwicklung das Wachstum des realen BIP stützen, das 2015 und 2016 um etwa 0,1 Prozentpunkte höher ausfallen würde.

### 2) Divergierende Entwicklung des Wechselkurses

Im Basisszenario wird bis zum Ende des Projektionshorizonts ein unveränderter Wechselkurs des Euro unterstellt. Aufgrund sich eintrübender Wachstumsaussichten im Eurogebiet im Vergleich zu den USA und der Erwartung eines divergierenden geldpolitischen Kurses in den beiden Wirtschaftsräumen sowie den damit verbundenen Markterwartungen hinsichtlich eines lang anhaltenden Niedrigzinsumfelds im Euroraum und einer zügigeren Normalisierung in den Vereinigten Staaten könnte es jedoch zu einer Abschwächung des Euro kommen. Eine divergierende Entwicklung des Euro, bei der von einer stärkeren Abwertung ausgegangen wird, leitet sich aus dem 25. Perzentil der Verteilung der risikoneutralen Dichten ab, die aus Optionen für den EUR/USD-Wechselkurs am 13. November 2014 gewonnen wurde. Dieser alternativen Annahme zufolge wird der Euro gegenüber dem US-Dollar allmählich auf einen Wechselkurs von 1,17 im Jahr 2016 abwerten. Damit läge er 6,1 % unter der im Basisszenario geltenden Annahme. Die entsprechenden Annahmen für den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro spiegeln historische Regelmäßigkeiten wider. Danach kommen in Änderungen des EUR/USD-Wechselkurses Änderungen des effektiven Wechselkurses mit einer Elastizität von rund 52 % zum Ausdruck. Dadurch entfernt sich der effektive Wechselkurs des Euro allmählich vom Basisszenario und liegt 2016 schließlich 3,2 % unter dem Wert im Basisszenario. In diesem Szenario deuten die Ergebnisse verschiedener makroökonomischer Modelle, die von Experten des Eurosystems 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 und 2016 hin.

### 3) Zusätzliche Haushaltskonsolidierung

Wie in Kasten 1 dargelegt, umfassen die finanzpolitischen Annahmen alle Maßnahmen, die bereits von den nationalen Parlamenten gebilligt oder von den Regierungen hinreichend detailliert ausformuliert wurden und im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses aller Wahrscheinlichkeit nach verabschiedet werden. In der Basisprojektion werden für die meisten Länder Maßnahmen unterstellt, die den Konsolidierungsvorgaben der präventiven und der korrekativen Komponente des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht vollständig genügen. Die Verpflichtung, diese Anforderungen zu erfüllen, kommt in den Stabilitätsprogrammen 2014 und im EU/IWF-Programm der betreffenden Länder im Wesentlichen zum Ausdruck. Allerdings werden die zugrunde liegenden Maßnahmen zur Erreichung dieser Ziele oft gar nicht oder nicht ausreichend dargelegt. Aus diesem Grund werden sie in der Basisprojektion nicht berücksichtigt. Es ist daher nicht nur erforderlich, sondern auch wahrscheinlich, dass mehrere Regierungen bis 2016 zusätzliche Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung verabschieden werden, die im Basisszenario nicht enthalten sind.

#### Annahmen für die haushaltspolitische Sensitivitätsanalyse

Ausgangspunkt für die haushaltspolitische Sensitivitätsanalyse ist die Differenz zwischen den Haushaltszielen der Regierungen und den Budgetprojektionen im Basisszenario. Zur Abschätzung der wahrscheinlichen zusätzlichen Konsolidierungsmaßnahmen werden länderspezifische Bedingungen und Informationen zu Umfang und Zusammensetzung herangezogen. Die länderspezifischen Informationen dienen insbesondere der Erfassung der Unsicherheiten im Zusammenhang mit Haushaltszielen, der Wahrscheinlichkeit zusätzlicher Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung mit Auswirkungen auf die Gesamtnachfrage im Gegensatz zu anderen defizitmindernden Faktoren sowie der resultierenden makroökonomischen Rückkopplungseffekte.

Auf Grundlage dieses Ansatzes werden weitere Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung, die einen Einfluss auf die Nachfrage haben, für 2015 und 2016 als wahrscheinlich eingeschätzt, wodurch sich bis Ende 2016 eine kumulierte zusätzliche Konsolidierung in Höhe von rund 0,2 % des BIP ergibt. Im Hinblick auf die Zusammensetzung der haushaltspolitischen Maßnahmen wird im Rahmen der Sensitivitätsanalyse versucht, länder- und zeitraumspezifische Profile der wahrscheinlichsten zusätzlichen Konsolidierungsschritte einzuarbeiten. Der gegenwärtigen Sensitivitätsanalyse zufolge wird sich die Haushaltskonsolidierung im Euroraum in aggregierter Betrachtung tendenziell etwas stärker auf der Ausgabenseite des Haushalts vollziehen.

#### Gesamtwirtschaftliche Folgen zusätzlicher Haushaltskonsolidierung

Die Simulationsergebnisse in Bezug auf die Auswirkungen, die sich aus der haushaltspolitischen Sensitivitätsanalyse für das reale BIP-Wachstum und die HVPI-Inflation im Eurogebiet auf Basis des neuen Euroraum-Modells (New Area-Wide Model – NAWM<sup>2</sup>) der EZB ergeben, sind in der Tabelle zusammengefasst.

Die Folgen einer zusätzlichen Haushaltskonsolidierung für das Wachstum des realen BIP sind in den Jahren 2014 und 2015 begrenzt, machen jedoch 2016 schätzungsweise rund -0,1 Prozentpunkte aus. Über den gesamten Prognosehorizont ist der Einfluss auf die HVPI-Inflation Schätzungen zufolge vernachlässigbar.

Die jetzige Analyse deutet also im Hinblick auf das Wachstum des realen BIP im Jahr 2016 auf geringe Abwärtsrisiken für die Basisprojektion hin, weil noch nicht alle beabsichtigten Konsolidierungsmaßnahmen im Basisszenario berücksichtigt worden sind. Gleichzeitig bestehen unwesentliche Risiken hinsichtlich der projizierten Teuerungsrate.

## Geschätzte gesamtwirtschaftliche Folgen zusätzlicher Konsolidierungsmaßnahmen für BIP-Wachstum und HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

|  | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|------|------|------|
| Haushaltsziele der Regierungen <sup>1)</sup>   | -2,7 | -2,2 | -1,7 |
| Haushaltspolitische Basisprojektionen  | -2,6 | -2,5 | -2,2 |
| Zusätzliche Haushaltskonsolidierung (kumuliert) <sup>2)</sup>  | 0,0  | 0,0  | 0,2  |
| Effekt zusätzlicher Haushaltskonsolidierung mit Auswirkungen auf die Nachfrage (in Prozentpunkten) <sup>3)</sup> |      |      |      |
| Reales BIP-Wachstum  | 0    | 0    | -0,1 |
| HVPI-Inflation   | 0    | 0    | 0    |

1) Nominale Ziele gemäß aktuellem EU/IWF-Programm der betreffenden Länder; für die verbleibenden Länder gemäß Haushaltsplanungen und verabschiedeten Haushaltsgesetzen für 2015 oder den aktualisierten Stabilitätsprogrammen 2014.

2) Sensitivitätsanalyse auf Grundlage von Bewertungen der Experten des Eurosystems.

3) Abweichungen vom Basisszenario in Prozentpunkten für das Wachstum des realen BIP und die HVPI-Inflation (in beiden Fällen auf Jahresbasis). Die gesamtwirtschaftlichen Folgen werden auf Grundlage des neuen Euroraum-Modells der EZB simuliert.

Es ist zu betonen, dass die vorliegende haushaltspolitische Sensitivitätsanalyse sich nur auf die potenziellen kurzfristigen Effekte wahrscheinlicher zusätzlicher Konsolidierungsmaßnahmen konzentriert. Während selbst gut konzipierte Konsolidierungsschritte auf kurze Sicht oft negative Auswirkungen auf das Wachstum des realen BIP haben, gibt es zugleich positive konjunkturelle Langzeiteffekte, die im Zeitraum der gegenwärtigen Analyse nicht erkennbar sind.<sup>3</sup> Deshalb ist festzuhalten, dass die Ergebnisse dieser Analyse die Notwendigkeit zusätzlicher Konsolidierungsbemühungen im Projektionszeitraum keinesfalls infrage stellen. Letztere sind notwendig, um die öffentlichen Finanzen im Euroraum wieder auf ein solides Fundament zu stellen. Ohne weitere Konsolidierungsmaßnahmen besteht das Risiko, dass die Renditen von Staatsanleihen negativ beeinflusst werden. Außerdem könnten Versäumnisse in diesem Bereich zu Vertrauensverlusten führen, die wiederum die wirtschaftliche Erholung behindern würden.

1 Bei allen Simulationen wurde unterstellt, dass sich weder die Haushaltspolitik noch andere Faktoren ändern, die die technischen Annahmen und das internationale Umfeld des Euroraums betreffen.

2 Eine Beschreibung des neuen Euroraum-Modells findet sich in: K. Christoffel, G. Coenen und A. Warne, The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis, Working Paper Series der EZB, Nr. 944, Oktober 2008.

3 Eine genauere Analyse der gesamtwirtschaftlichen Effekte haushaltspolitischer Konsolidierung findet sich in: EZB, Fiskalmultiplikatoren und Zeitpunkt der Haushaltskonsolidierung, Monatsbericht April 2014.

### Kasten 4

#### 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 des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen nicht vollständig vergleichbar, da sie zu verschiedenen Zeitpunkten fertiggestellt wurden. Darüber hinaus verwenden sie unterschiedliche (teilweise nicht spezifizierte) Methoden zur Ableitung von Annahmen über fiskalische, finanzielle und außenwirtschaftliche Variablen (einschließlich Öl- und sonstiger Rohstoffpreise). Ferner kommen je nach Prognose auch unterschiedliche Methoden der Kalendereinigung zur Anwendung (siehe 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   |                  |                  |
|---|----------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|   |                            | 2014             | 2015             | 2016             | 2014             | 2015             | 2016             |
| Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen | Dezember 2014              | 0,8<br>[0,7-0,9] | 1,0<br>[0,4-1,6] | 1,5<br>[0,4-2,6] | 0,5<br>[0,5-0,5] | 0,7<br>[0,2-1,2] | 1,3<br>[0,6-2,0] |
| Europäische Kommission                              | November 2014              | 0,8              | 1,1              | 1,7              | 0,5              | 0,8              | 1,5              |
| OECD  | November 2014              | 0,8              | 1,1              | 1,7              | 0,5              | 0,6              | 1,0              |
| Euro Zone Barometer                                 | November 2014              | 0,8              | 1,2              | 1,6              | 0,5              | 0,9              | 1,3              |
| Consensus Economics Forecasts                       | November 2014              | 0,8              | 1,1              | 1,5              | 0,5              | 0,9              | 1,3              |
| Survey of Professional Forecasters                  | November 2014              | 0,8              | 1,2              | 1,5              | 0,5              | 1,0              | 1,4              |
| IWF   | Oktober 2014               | 0,8              | 1,3              | 1,7              | 0,5              | 0,9              | 1,2              |

Quellen: Herbstprognose 2014 der Europäischen Kommission; IWF, World Economic Outlook, Oktober 2014; OECD, Wirtschaftsausblick, November 2014; Prognosen von Consensus Economics, MJEconomics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

Anmerkung: Sowohl die von Experten des Eurosystems 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. In anderen Prognosen wird nicht angegeben, ob arbeitstäglich bereinigte oder nicht arbeitstäglich bereinigte Daten ausgewiesen werden.

Die Annahmen zum Wachstum des realen BIP im Euroraum im Jahr 2014, die in den derzeit verfügbaren Prognosen anderer Institutionen enthalten sind, entsprechen den von den Experten des Eurosystems projizierten Werten. Die Projektionen für das Wachstum des realen BIP in den Jahren 2015 und 2016 stimmen mit den von Experten des Eurosystems projizierten Werten überein oder liegen leicht darüber. Was die durchschnittliche jährliche HVPI-Inflation im Jahr 2014 betrifft, so entsprechen die Prognosen anderer Institutionen den Projektionen der Experten des Eurosystems. Die Projektionen der meisten anderen Institutionen für die HVPI-Inflation im Jahr 2015 liegen leicht über den von den Experten des Eurosystems erstellten Projektionen. Für 2016 wird nach den anderen verfügbaren Prognosen eine durchschnittliche HVPI-Inflation zwischen 1,0 % und 1,5 % erwartet, während von den Experten des Eurosystems ein Wert von 1,3 % projiziert wird. Derzeit liegen alle verfügbaren Prognosen für 2015 und 2016 innerhalb der vom Eurosystem projizierten Bandbreiten, die in der Tabelle angegeben sind.

© Europäische Zentralbank, 2014

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.