



# Juni 2017

## Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro- Währungsgebiet<sup>1</sup>

*Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet dürfte sich in einem rascheren Tempo fortsetzen als zuvor erwartet. Das reale BIP dürfte im Projektionszeitraum ein jährliches Wachstum von rund 1,8 % verzeichnen. Die erwartete weltweite Konjunkturerholung wird die Ausfuhren des Eurogebiets stützen, während der sehr akkommodierende geldpolitische Kurs, die erzielten Fortschritte beim sektorübergreifenden Schuldenabbau und die anhaltende Erholung am Arbeitsmarkt die Binnennachfrage im Projektionszeitraum begünstigen dürften.*

*Die HVPI-Inflation dürfte ein V-förmiges Profil aufweisen und 2019 bei 1,6 % liegen. Der beträchtliche Aufwärtsdruck, der im laufenden Jahr bei der HVPI-Energiepreisinflation festzustellen ist, wird 2018 und 2019 abnehmen, während die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel angesichts der Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung im Zeitverlauf allmählich steigen wird.*

1

### Realwirtschaft

#### **Nach einem robusten Wachstum im ersten Quartal 2017 deuten positive Kurzfristindikatoren für die nächste Zeit auf eine anhaltend starke Dynamik hin.**

Die Bedingungen am Arbeitsmarkt haben sich in den letzten Monaten weiter verbessert: In einigen Ländern des Eurogebiets führt eine zunehmende Erwerbsbeteiligung dazu, dass Hemmnisse für das Beschäftigungswachstum beseitigt werden, und in den meisten Ländern des Euroraums sinkt die Arbeitslosigkeit. Das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen, das bereits ein hohes

<sup>1</sup> Diese 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. Die von Experten der EZB oder des Eurosystems erstellten Projektionen werden nicht vom EZB-Rat verabschiedet und spiegeln nicht notwendigerweise die Ansichten des EZB-Rats zum Ausblick für den Euroraum wider. Informationen zu den verwendeten Verfahren und Techniken finden sich in der EZB-Publikation *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* vom Juli 2016, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Redaktionsschluss für technische Annahmen, beispielsweise zu den Ölpreisen und Wechselkursen, war der 16. Mai 2017 (siehe Kasten 1). Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen sonstigen Daten war der 23. Mai 2017.

Die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen beziehen sich auf den Zeitraum 2017 bis 2019. 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.

Ausgewählten Tabellen und Abbildungen zugrunde liegende Daten stehen unter <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> zur Verfügung.

Niveau erreicht hatte, ist in den vergangenen Monaten sektor- und länderübergreifend weiter gestiegen, was kurzfristig auf ein anhaltend robustes Wachstum hindeutet.

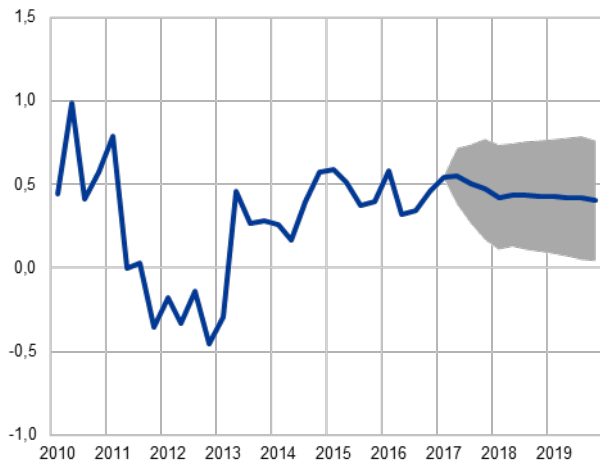
**Für den Projektionszeitraum wird erwartet, dass das reale BIP 2017 um 1,9 %, 2018 um 1,8 % und 2019 um 1,7 % steigt.** Im Projektionszeitraum dürften einige positive Faktoren die Binnennachfrage weiter begünstigen. Der sehr akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB wirkt weiterhin auf die Wirtschaft durch, und den Markterwartungen zufolge, die den technischen Annahmen dieser Projektionen zugrunde liegen, werden die zukünftigen Zinsen über den Projektionszeitraum hinweg niedrig bleiben. Die Kreditvergabe der Banken an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erholt sich weiterhin aufgrund niedriger Zinsen, einer steigenden Kreditnachfrage und günstiger Kreditangebotsbedingungen. Eine weitere Verbesserung der Arbeitsmarktlage und die geringere Notwendigkeit zum Verschuldungsabbau unterstützen die Binnennachfrage ebenfalls. Die weltweite Konjunkturerholung dürfte im Projektionszeitraum an Fahrt aufnehmen und den Ausfuhren des Euroraums zugutekommen.

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

(Quartalswerte)

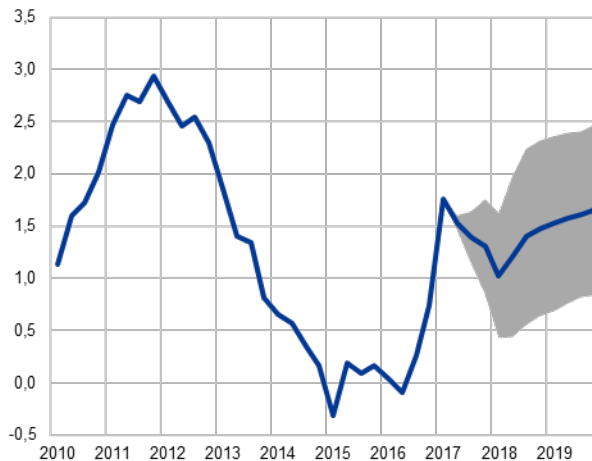
**Reales BIP des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>**

(Veränderungen gegen Vorquartal in %)



**HVPI des Euro-Währungsgebiets**

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)



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

2) Arbeitstäglich bereinigte Daten.

**Den Prognosen zufolge wird sich der private Verbrauch weiter erholen, wengleich etwas weniger dynamisch als 2016.** Das Verbrauchervertrauen ist in den vergangenen Monaten länderübergreifend deutlich über die langfristigen Durchschnittswerte gestiegen. Grund hierfür waren Erwartungen einer besseren allgemeinen Wirtschaftsentwicklung und einer günstigeren persönlichen Finanzlage. Kurzfristig werden die Aussichten für den privaten Verbrauch auch durch die anhaltende Verbesserung der Arbeitsmarktlage gestützt, die in letzter Zeit zu beobachten war.

**Das Wachstum des nominal verfügbaren Einkommens dürfte im Projektionszeitraum allmählich anziehen, wobei die reale Kaufkraft der privaten Haushalte jedoch durch eine höhere Inflation gedämpft werden wird.**

Der Beitrag der Bruttolöhne und -gehälter zum Wachstum des nominal verfügbaren Einkommens dürfte sich dank eines anhaltenden Beschäftigungswachstums und eines zunehmenden Anstiegs des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Projektionszeitraum erhöhen. Es wird erwartet, dass das Wachstum des real verfügbaren Einkommens im Jahr 2017 hauptsächlich aufgrund des prognostizierten Anstiegs der Energiepreis-inflation erheblich nachlässt und anschließend allmählich anzieht.

**Bessere Kreditvergabebedingungen der Banken, die durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB gestützt werden, sollten dem Wachstum des privaten Konsums zugutekommen.**

Da sich das niedrige Zinsniveau sowohl in den Zinserträgen als auch in den Zinszahlungen privater Haushalte niederschlägt, bewirkt es tendenziell eine Umverteilung von Nettosparern zu Nettoschuldnern. Da Nettoschuldner üblicherweise eine höhere marginale Konsumneigung haben, sollten die aggregierten privaten Konsumausgaben durch diese Umverteilung zusätzlich begünstigt werden. Zudem dürften die beim Verschuldungsabbau erzielten Fortschritte die privaten Konsumausgaben ebenfalls stützen.

**Die Sparquote dürfte, nachdem ihr ölpreisbedingter Anstieg nachgelassen hat, im Projektionszeitraum weitgehend unverändert bleiben.**

Hinter dieser weitgehenden Stabilität verbergen sich konträre Faktoren in den einzelnen Ländern. Ein Rückgang der Arbeitslosigkeit, bessere Kreditbedingungen und niedrige Zinsen sorgen für Abwärtsdruck, während die weiterhin notwendige Verringerung der Bruttoverschuldung und die Konsumglättung vor dem Hintergrund der Konjunkturerholung Aufwärtsdruck ausüben. Insgesamt dürfte das jährliche Wachstum der privaten Konsumausgaben von 1,9 % im Jahr 2016 auf etwa 1,5 % im Zeitraum von 2017 bis 2019 zurückgehen.

## **Kasten 1**

Technische Annahmen im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise

---

**Gegenüber den Projektionen vom März 2017 beziehen sich die technischen Annahmen auf wesentlich niedrigere auf US-Dollar lautende Ölpreise, eine Aufwertung des effektiven Euro-Wechselkurses sowie niedrigere langfristige Zinsen.**

Die technischen Annahmen zu den Zinssätzen und Rohstoffpreisen beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss war der 16. Mai 2017. Die Kurzfristzinsen beziehen sich auf den Dreimonats-EURIBOR, wobei die Markterwartungen von den Zinssätzen für Terminkontrakte abgeleitet werden. Bei Anwendung dieser Methode ergibt sich für die Kurzfristzinsen ein Durchschnittsniveau von -0,3 % für 2017, -0,2 % für 2018 und 0,0 % für 2019. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 1,2 % im

laufenden Jahr, 1,5 % im nächsten und 1,8 % im übernächsten Jahr.<sup>2</sup> Gegenüber den Projektionen vom März 2017 bleiben die Markterwartungen hinsichtlich des Niveaus der Kurzfristzinsen weitgehend unverändert, während die Erwartungen hinsichtlich der Langfristzinsen um 10 bis 20 Basispunkte nach unten korrigiert worden sind.

Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird anhand der von den Terminmärkten nach dem Durchschnitt der zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss am 16. Mai abgeleiteten Entwicklung angenommen, dass der Preis für Rohöl der Sorte Brent von 44,0 USD im Jahr 2016 auf 51,6 USD im Jahr 2017 steigt und 2018 sowie 2019 in etwa auf diesem Niveau bleibt (jeweils pro Barrel). Das bedeutet, dass die auf US-Dollar lautenden Ölpreise gegenüber den Projektionen vom März 2017 im Jahr 2017 um 8,6 %, 2018 um 9,1 % und 2019 um 7,9 % niedriger sind. Den Annahmen zufolge werden die Preise für Rohstoffe ohne Energie in US-Dollar 2017 deutlich anziehen und danach in etwas geringerem Maße weiter steigen.<sup>3</sup>

Es wird angenommen, dass die bilateralen Wechselkurse über den Projektionshorizont hinweg unverändert auf dem Durchschnittsniveau bleiben, das im Zweiwochenzeitraum bis zum Redaktionsschluss am 16. Mai vorherrschte. Dies impliziert einen durchschnittlichen USD/EUR-Wechselkurs von 1,08 im Jahr 2017 und 1,09 in den Jahren 2018 und 2019 gegenüber 1,07 in der Projektion vom März 2017. Den Annahmen zufolge wird der effektive Wechselkurs des Euro (gegenüber 38 Handelspartnern) 2017 um 0,6 % und 2018 sowie 2019 um 1,0 % höher ausfallen als in der Projektion vom März 2017 angenommen.

#### Technische Annahmen

	Juni 2017				März 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Ölpreis (in USD/Barrel)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
USD/EUR-Wechselkurs	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-38) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

#### Die Erholung der Wohnungsbauinvestitionen dürfte anhalten. Gestützt durch den starken Anstieg des verfügbaren Einkommens und die günstigen

- <sup>2</sup> Die Annahme im Hinblick auf die nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum beruht auf dem gewichteten Durchschnitt der Renditen der zehnjährigen Benchmark-Anleihen der Länder. Diese Renditen werden mit den jährlichen BIP-Zahlen gewichtet und anhand eines Zukunftsprofils fortgeschrieben, das aus der Zinsstrukturkurve der EZB für die Zehnjahres-Pari-Rendite aller Anleihen des Euroraums abgeleitet wird. Dabei wird die anfängliche Abweichung zwischen den beiden Reihen über den Projektionszeitraum hinweg konstant gehalten. Die Abstände zwischen länderspezifischen Staatsanleiherenditen und dem entsprechenden Euroraum-Durchschnitt werden über den Projektionszeitraum hinweg als konstant angenommen.
- <sup>3</sup> Die Annahmen bezüglich der Öl- und Nahrungsmittelpreise beruhen auf den Terminkontraktpreisen bis zum Ende des Projektionszeitraums. Für die übrigen Rohstoffe wird davon ausgegangen, dass deren Preise bis zum zweiten Quartal 2018 den Terminkontraktpreisen folgen und sich anschließend der globalen Konjunktur entsprechend entwickeln.

Finanzierungsbedingungen zog der Wohnungsbau im Jahr 2016 kräftig an. Die grundlegenden Bedingungen für eine weitere Erholung der Wohnungsbauinvestitionen sind weiterhin gegeben. Den positiven Ausblick für Wohnungsbauinvestitionen belegen die steigende Zahl der Baugenehmigungen und die zunehmende Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten vor dem Hintergrund besserer Kreditvergabebedingungen der Banken. Der anhaltende Aufwärtstrend an den Immobilienmärkten wird weiterhin durch günstige Einkommensprognosen und Finanzierungsbedingungen gestützt. Dennoch dürfte das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen im Projektionszeitraum etwas an Dynamik verlieren, da die Auswirkungen steuerlicher Anreize in einigen Ländern nachlassen und nachteilige demografische Entwicklungen letztlich ihren Tribut fordern dürften.

**Die Unternehmensinvestitionen dürften sich im Einklang mit der Konjunkturerholung entwickeln.** Da die externe Nachfrage anzieht und die finanzpolitischen Maßnahmen in einigen Ländern Wirkung zeigen, dürften sich die Unternehmensinvestitionen weiter erholen. Diese Erholung wird durch mehrere Faktoren gestützt: Das Unternehmerv Vertrauen hat angesichts sehr positiver Produktionserwartungen, zunehmender Auftragseingänge und einer Trendwende bei den Verkaufspreiserwartungen weiter zugenommen; die Kapazitätsauslastung ist Anfang 2017 weiter über das durchschnittliche Vorkrisenniveau gestiegen; die Finanzierungsbedingungen dürften sich im Projektionszeitraum nur geringfügig verschärfen und sehr günstig bleiben; nach Jahren verhaltener Investitionstätigkeit besteht die Notwendigkeit zur Modernisierung des Kapitalstocks, und Gewinnzuschläge dürften vor dem Hintergrund eines bereits liquiditätsstarken Sektors nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften steigen. Darüber hinaus ist die Verschuldungsquote (Verhältnis der Schulden zum Gesamtvermögen) im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aufgrund der kräftigen Erholung der Aktienkurse in den letzten Jahren und des moderaten Wachstums der Fremdfinanzierung auf ihren historischen Tiefstand gesunken. Einige Faktoren dürften die Aussichten für die Unternehmensinvestitionen jedoch weiterhin belasten. Dazu gehören die Erwartung, dass das Wachstum des Produktionspotenzials geringer ausfällt als in der Vergangenheit, sowie Einschränkungen der Intermediationsfunktion von Banken in einigen Ländern.

## Kasten 2

### Das außenwirtschaftliche Umfeld

---

**Die globale Wirtschaftstätigkeit dürfte sich weiter erholen.** Das Wachstum des weltweiten BIP schwächte sich im ersten Quartal 2017 ab, aber die Vertrauensindikatoren und Umfragen deuten auf einen Wiederanstieg in den kommenden Monaten hin. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind die Finanzierungsbedingungen weiterhin günstig, was auf ihre akkommodierende Geldpolitik und die Erwartung konjunkturpolitischer Impulse in den USA zurückzuführen ist. Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften haben die Finanzmärkte nach dem Ergebnis der US-Wahlen Ende 2016 zugelegt. Auf längere Sicht dürfte sich das Wachstum der Weltwirtschaft moderat beschleunigen. Bei den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wird mit einer anhaltenden Konjunkturerholung gerechnet, da sich ihre Produktionslücken allmählich schließen. Was die aufstrebenden Volkswirtschaften betrifft, so dürfte das Wachstum in rohstoffimportierenden Ländern wie Indien und China robust bleiben, während rohstoffexportierende Länder die

konjunkturelle Talsohle nach schweren Rezessionen verlassen dürften. Den Projektionen zufolge wird die globale Wirtschaftstätigkeit (ohne Euro-Währungsgebiet) im Jahr 2017 um 3,5 % sowie 2018 und 2019 um 3,8 % zunehmen. Gegenüber den vorangegangenen Projektionen sind diese Zahlen unverändert.

## Das außenwirtschaftliche Umfeld

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Juni 2017				März 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Globales reales BIP (ohne Euro-Währungsgebiet)	3,2	3,5	3,8	3,8	3,1	3,5	3,8	3,8
Welthandel (ohne Euro-Währungsgebiet) <sup>1)</sup>	0,9	4,4	3,8	3,9	1,2	3,4	3,7	3,8
Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets <sup>2)</sup>	1,3	3,7	3,4	3,5	1,6	2,8	3,4	3,5

1) Berechnet als gewichteter Durchschnitt der Importe.

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

**Der Welthandel hat in den letzten Monaten kräftig angezogen und dürfte im Projektionszeitraum allmählich zunehmen.** Auf mittlere Sicht sollte der Welthandel im Einklang mit der Erholung der Weltwirtschaft zunehmen. Im Vergleich zu den Projektionen vom März 2017 wurde die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums für 2017 nach oben korrigiert, was hauptsächlich darauf zurückzuführen war, dass die neuesten Daten besser ausfielen als erwartet.

### **Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums dürften durch die Erholung der weltweiten Nachfrage gestützt werden.**

Schätzungen zufolge gewann die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums in der zweiten Jahreshälfte 2016 und Anfang 2017 an Dynamik, da die Importnachfrage sowohl in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften (vor allem in den Vereinigten Staaten und Japan) als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften (insbesondere China, Russland und Brasilien) gestiegen war. Künftig dürfte die Importnachfrage in den fortgeschrittenen und den aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmen, im Vereinigten Königreich dagegen verhalten bleiben. Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums dürften im Projektionszeitraum von einer zunehmenden Auslandsnachfrage profitieren. Die Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets werden entsprechend ihrer historischen Elastizität in Relation zur Gesamtnachfrage vermutlich schneller steigen als die Ausfuhren in diese Länder. Der Leistungsbilanzüberschuss im Eurogebiet dürfte sich im Projektionszeitraum etwas verringern, was zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass die ölpreisbezogenen Terms-of-Trade-Effekte der Vergangenheit nachlassen.

### **Die negative Produktionslücke dürfte sich im Projektionszeitraum schließen.**

Das Wachstum des Produktionspotenzials dürfte über den Projektionszeitraum hinweg geringfügig über 1 % liegen und damit deutlich unter dem projizierten tatsächlichen Wachstum des realen BIP von rund 1,8 % bleiben. Die verhaltene Dynamik des Potenzialwachstums spiegelt nach einem längeren Zeitraum historisch niedriger Investitionen in erster Linie einen relativ geringen Beitrag des Produktionsfaktors Kapital wider. Der Beitrag des Produktionsfaktors Arbeit dürfte angesichts einer zunehmenden Erwerbsbeteiligung, die auf in der Vergangenheit

durchgeführte Strukturreformen zurückzuführen ist, steigen. Dennoch wird dieser Beitrag aufgrund der Bevölkerungsalterung etwas unter dem vor der Krise verzeichneten Durchschnitt bleiben. Der Beitrag der totalen Faktorproduktivität dürfte nur geringfügig unter seinem Vorkrisenniveau liegen.

**Die Bedingungen an den Arbeitsmärkten des Eurogebiets dürften sich im Projektionszeitraum weiter verbessern.** Für die Beschäftigung wird über den Projektionszeitraum hinweg ein weiterer Anstieg erwartet, der jedoch allmählich etwas an Schwung verlieren wird. Kurzfristig ist dies hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass einige temporäre Faktoren wegfallen, die sich positiv auf das Beschäftigungswachstum auswirken. Über den restlichen Projektionszeitraum hinweg dürfte der Mangel an qualifizierten Arbeitskräften in einigen Ländern zunehmend ein Hemmnis darstellen und sich in einer Abschwächung des Beschäftigungswachstums und einem Anstieg der pro Arbeitnehmer geleisteten Arbeitsstunden niederschlagen. Diese Beschäftigungsentwicklung impliziert eine Beschleunigung des Arbeitsproduktivitätswachstums und spiegelt eine zunehmende Auslastung der Faktoren Kapital und Arbeit vor dem Hintergrund einer nachlassenden Kapazitätsunterauslastung wider. Es wird erwartet, dass die Arbeitslosenquote im Jahr 2019 auf 8,3 % sinkt, aber über dem Vorkrisenniveau bleibt (7,5 % im Jahr 2007).

**Im Vergleich zu den Projektionen vom März 2017 wurde das Wachstum des realen BIP nach oben korrigiert.** Eine sehr gute Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern deutet zusammen mit einer höheren Auslandsnachfrage darauf hin, dass das Wachstum kurzfristig etwas kräftiger ausfällt als zuvor erwartet. Über die kurze Frist hinaus werden die Aufwärtseffekte, die von niedrigeren Ölpreisen, niedrigeren Langfristzinsen und höheren Aktienkursen sowie der Zunahme des öffentlichen Verbrauchs und der öffentlichen Investitionen ausgehen, nur teilweise durch die Abwärtseffekte einer Aufwertung des Euro-Wechselkurses gedämpft.

## 2 Preise und Kosten

**Für 2017 wird mit einer durchschnittlichen HVPI-Inflation in Höhe von 1,5 % gerechnet. Für 2018 wird ein Rückgang auf 1,3 % prognostiziert, und für 2019 wird ein Anstieg auf 1,6 % erwartet.** Das V-förmige Profil der Gesamtinflation während des Projektionszeitraums ist vor allem auf unterschiedliche Entwicklungen der HVPI-Energiepreisinflation und der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel zurückzuführen. Es wird davon ausgegangen, dass die HVPI-Energiepreisinflation 2017 im Vergleich zu 2016 stark ansteigt und sich danach moderater entwickelt, was den jüngsten Anstieg der Ölpreise und das künftig relativ flache Profil der Terminkurve für Ölpreise widerspiegelt. Der positive Beitrag der HVPI-Energiepreisinflation zur Gesamtinflation, der sich 2017 auf 0,4 Prozentpunkte belaufen dürfte, sollte in den nächsten zwei Jahren erheblich schrumpfen.

**Es wird davon ausgegangen, dass die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel über den Projektionszeitraum hinweg allmählich zunimmt.** Hauptursache für den erwarteten Anstieg der HVPI-Inflation ohne Energie und

Nahrungsmittel sind die steigenden Lohnstückkosten im Zuge der fortschreitenden und sich konsolidierenden Konjunkturerholung. Ein treibender Faktor für diese Entwicklung ist die erwartete rückläufige Unterauslastung am Arbeitsmarkt, die dem Lohnwachstum neuen Schub verleihen dürfte. Darüber hinaus wird davon ausgegangen, dass Faktoren, die das Lohnwachstum in den letzten Jahren gehemmt haben, z. B. die Notwendigkeit der Wiedererlangung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in einigen Ländern, allmählich in den Hintergrund treten, was den erwarteten Anstieg der Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer zusätzlich unterstützen sollte. Der Anstieg der Lohnstückkosten dürfte während des Projektionszeitraums leicht unterhalb des Lohnwachstums liegen. Auch der Wiederanstieg der Ölpreise seit Anfang 2016 dürfte unter Berücksichtigung der üblichen Transmissionsverzögerungen über höhere Produktionskosten und ihre Auswirkungen auf den Nominallohn in geringem Umfang indirekt zu diesem aufwärtsgerichteten Kostendruck beitragen.

**Es wird damit gerechnet, dass sich externer Preisdruck während des Projektionszeitraums nicht länger dämpfend auf die Verbraucherpreise im Euroraum auswirkt.** Nachdem die Importpreise vier Jahre gesunken sind, wird für 2017 erwartet, dass sich ihre jährliche Wachstumsrate ins Positive umkehrt. Diese Wende ist vor allem dem Wiederanstieg der Ölpreise und der Rohstoffpreise (außer Energie) seit 2016 geschuldet. Entsprechend ist das anschließende Nachlassen der Wachstumsraten der Importpreise auf eine Abflachung der Rohstoffpreisentwicklung zurückzuführen. Abgesehen von den Rohstoffpreisen wird im Allgemeinen von einem allmählichen Anstieg des weltweiten Inflationsdrucks ausgegangen. Es wird erwartet, dass die weltweiten Produktionskosten allmählich ansteigen, während sich die weltweite Kapazitätsunterauslastung verringert. Allerdings werden die weltweit nach wie vor hohen Kapazitätsreserven und der starke Wettbewerb mit Niedriglohnländern den globalen Preisdruck dämpfen.

**Verbesserte Arbeitsmarktbedingungen werden als wichtigste Ursache für den zunehmenden inländischen Kostendruck in den kommenden Jahren angesehen.** Den Projektionen zufolge wird das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer von 1,7 % im Jahr 2017 auf 2,4 % im Jahr 2019 steigen. Ein Rückgang der Unterauslastung am Arbeitsmarkt des Euroraums und ein zunehmender Arbeitskräftemangel in einigen Gebieten des Euroraums werden als wichtige Faktoren für den Anstieg des Lohnwachstums angesehen. Darüber hinaus dürfte der jüngste Anstieg der Gesamtinflation in Ländern des Euroraums, in denen die Lohnbildungsprozesse auch vergangenheitsbezogene Preiselemente beinhalten, zu höheren Steigerungen des Nominallohns führen. Diese Wirkung wird jedoch eventuell erst ab 2018 deutlicher werden, da die Tariflöhne für 2017 in mehreren Ländern größtenteils bereits festgeschrieben worden sind. Ungeachtet dessen ist es möglich, dass die Wirkung nur gering sein wird, da sie sich auf Länder beschränkt, in denen die (implizite) Lohnindexierung an die Gesamtinflation rate gekoppelt ist. Darüber hinaus wird die Wirkung dadurch begrenzt, dass eine Reihe von Ländern den Grad der inflationsbezogenen Lohnindexierung in den letzten Jahren verringert haben. Ein weiterer treibender Faktor beim Lohnwachstum dürfte die erwartete Steigerung des Produktivitätswachstums während des Projektionszeitraums sein. Zudem wird davon ausgegangen, dass eine Reihe von Faktoren, die sich dämpfend



auf das Lohnwachstum auswirken, im Laufe des Projektionszeitraums nachlassen werden. Darunter fällt u. a. die aufgestaute Lohnzurückhaltung, die darauf zurückzuführen ist, dass Nominallöhne in der Krise nach unten starr waren. Ferner ist zu erwarten, dass Maßnahmen zur Senkung der Sozialversicherungsbeiträge und zur Fortsetzung der Lohnzurückhaltung im öffentlichen Sektor in einigen Ländern auslaufen.

**Es wird damit gerechnet, dass sich die Gewinnmargen im Projektionszeitraum etwas schneller ausweiten als zuletzt.** Im Zuge eines Abklingens der dämpfenden Wirkung der jüngsten Ölpreissteigerungen wird davon ausgegangen, dass sich die Gewinnmargen unter dem positiven Einfluss der anhaltenden Konjunkturerholung etwas schneller ausweiten als in den letzten Quartalen. Es ist jedoch wahrscheinlich, dass die Ausweitung der Gewinnmargen im Laufe des Projektionszeitraums durch den erwarteten Anstieg der Lohnstückkosten und des globalen Wettbewerbsdrucks etwas abgeschwächt wird.

**Gegenüber den Projektionen vom März 2017 wurden die Aussichten für die HVPI-Inflationsrate leicht nach unten korrigiert.** Da die Ölpreise unter den Annahmen der Projektionen vom März 2017 liegen, wurde die HVPI-Energiepreis-inflation für 2017 und 2018 nach unten revidiert. Die Projektionen für die Nahrungsmittelpreise wurden für den gesamten Projektionszeitraum ebenfalls nach unten korrigiert. Außerdem wurde die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel für 2018 und 2019 nach unten angepasst. Diese Abwärtskorrektur beruht zum Teil auf indirekten Auswirkungen der niedrigeren Ölpreise und dem etwas stärkeren Euro-Wechselkurs, geht jedoch auch darauf zurück, dass für mehrere Volkswirtschaften des Eurogebiets ein geringerer zugrunde liegender Kosten- und Preisdruck prognostiziert wird.

### 3 Haushaltsaussichten

**Der finanzpolitische Kurs dürfte von 2017 bis 2019 weitgehend neutral ausfallen.** Die Messgröße für den finanzpolitischen Kurs ist die Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos nach Abzug der staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor. Die Auswirkungen nichtdiskretionärer Faktoren und diskretionärer Maßnahmen werden über den gesamten Zeithorizont als neutral bewertet.

**Die Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte werden den Projektionen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg zurückgehen.** Die Verbesserung des Haushaltssaldos ist auf die im Laufe des Projektionszeitraums weiter sinkenden Zinsausgaben und die Verbesserung der Konjunkturkomponente zurückzuführen, welche die leichte Verschlechterung des konjunkturbereinigten Primärsaldos mehr als ausgleichen. Die stufenweise Reduzierung der öffentlichen

Verschuldung im Laufe des Projektionszeitraums beruht auf dem günstigen Zins-Wachstums-Differenzial<sup>4</sup> und den prognostizierten Primärüberschüssen.

**Gegenüber den Projektionen vom März 2017 bleiben die Aussichten für die Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte weitgehend unverändert.**

**Tabelle 1**

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Juni 2017				März 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reales BIP	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6
		[1,6-2,2] <sup>2)</sup>	[0,8-2,8] <sup>2)</sup>	[0,6-2,8] <sup>2)</sup>		[1,5-2,1] <sup>2)</sup>	[0,7-2,7] <sup>2)</sup>	[0,5-2,7] <sup>2)</sup>
Private Konsumausgaben	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Konsumausgaben des Staates	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
Bruttoanlageinvestitionen	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Ausfuhren <sup>3)</sup>	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Einfuhren <sup>3)</sup>	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Beschäftigung	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Arbeitslosenquote (in % der Erwerbspersonen)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
HVPI	0,2	1,5	1,3	1,6	0,2	1,7	1,6	1,7
		[1,4-1,6] <sup>2)</sup>	[0,6-2,0] <sup>2)</sup>	[0,7-2,5] <sup>2)</sup>		[1,4-2,0] <sup>2)</sup>	[0,9-2,3] <sup>2)</sup>	[0,8-2,6] <sup>2)</sup>
HVPI ohne Energie	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,1	1,5	1,8
HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel und Änderungen indirekter Steuern <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,4	1,7	0,8	1,1	1,5	1,8
Lohnstückkosten	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Arbeitsproduktivität	0,3	0,5	0,8	0,9	0,4	0,7	0,7	0,8
Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Struktureller Haushaltssaldo (in % des BIP) <sup>5)</sup>	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1
Öffentliche Schuldenquote (in % des BIP)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

1) Das reale BIP und seine Komponenten beziehen sich auf arbeitstäglich bereinigte Daten.

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

3) Einschließlich des Handels der Euro-Länder untereinander.

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

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

<sup>4</sup> Das Zins-Wachstums-Differenzial errechnet sich aus der Differenz zwischen der nominalen effektiven Verzinsung der Staatsverschuldung und der Wachstumsrate des nominalen BIP.

## Kasten 3

### Sensitivitätsanalysen

---

**Die Projektionen stützen sich maßgeblich auf technische Annahmen hinsichtlich der Entwicklung bestimmter Schlüsselgrößen.** Da Letztere zum Teil einen großen Einfluss auf die Projektionen für das Eurogebiet haben können, lassen sich aus einer Untersuchung der Sensitivität der Projektionen in Bezug auf divergierende Entwicklungen der zugrunde liegenden Annahmen Aussagen über die Risiken gewinnen, mit denen die Projektionen behaftet sind. In diesem Kasten werden die Unwägbarkeiten einiger wesentlicher zugrunde liegender Annahmen und die Sensitivität der Projektionen in Bezug auf diese Annahmen erörtert.

#### 1) Divergierende Entwicklung des Ölpreises

**Alternative Ölpreismodelle weisen darauf hin, dass die Ölpreise über den Projektionszeitraum höher sein könnten als in Ölterminkontrakten impliziert.** Die den Basisprojektionen zugrunde liegenden technischen Annahmen für die Ölpreisentwicklung prognostizieren auf Basis der Terminmärkte ein vergleichsweise flaches Profil der Ölpreise. Danach dürfte sich der Preis für Rohöl der Sorte Brent bis Ende des Jahres 2019 um eine Marke von 51,5 USD pro Barrel bewegen. Diese Entwicklung steht im Einklang mit einer moderaten Erholung der weltweiten Ölnachfrage im Zuge der sich verfestigenden Erholung der Weltwirtschaft. Die vor Kurzem erfolgte Verlängerung der OPEC-Vereinbarung hat bislang noch nicht zu einem Anstieg der Terminkurve für Ölpreise geführt, was wahrscheinlich auf die umfangreichen Ölvorräte, die fast ihr Rekordhoch erreicht haben, die potenzielle Steigerung der Schieferölproduktion und die Befürchtung, dass einige der größten Ölproduzenten von der Vereinbarung abweichen könnten, zurückzuführen ist. Eine Kombination alternativer, von Experten des Eurosystems verwendeter Modelle<sup>5</sup> zur Projektion der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg deutet derzeit auf höhere Ölpreise hin als in den technischen Annahmen unterstellt. Das Eintreten einer divergierenden Entwicklung, bei der die Ölpreise die entsprechenden Annahmen im Basisszenario bis 2019 um 7,2 % überträfen, würde das Wachstum des realen BIP leicht dämpfen und eine raschere Zunahme der HVPI-Inflation mit sich bringen (um 0,1 Prozentpunkte im Jahr 2018 und um 0,2 Prozentpunkte im Jahr 2019).

#### 2) Divergierende Entwicklung des Wechselkurses

**Diese Sensitivitätsanalyse veranschaulicht die Auswirkungen einer schwächeren Entwicklung des Euro-Wechselkurses im Vergleich zum Basisszenario.** Abwärtsrisiken für den Wechselkurs des Euro ergeben sich hauptsächlich daraus, dass die Divergenz der geldpolitischen Kurse beiderseits des Atlantiks stärker ausfallen könnte als derzeit erwartet. Insbesondere wenn der Zielzinssatz für Tagesgeld in den Vereinigten Staaten schneller angehoben würde als erwartet, könnte der Euro unter weiteren Abwärtsdruck geraten. Auslöser für solche Zinsschritte könnten vor allem steigende Inflationserwartungen in den USA sein, die im Zusammenhang mit einer expansiven Fiskalpolitik und einer angespannten Arbeitsmarktlage nach dem Abklingen der Unsicherheit hinsichtlich der Politik der neuen US-Regierung stehen. Die divergierende Entwicklung des Euro-Wechselkurses basiert auf dem 25. Perzentil der Verteilung der risikoneutralen Dichten, die aus Optionen für den USD/EUR-Wechselkurs am Dienstag, 16. Mai 2017 gewonnen wurde. Dieser Annahme zufolge wird der Euro gegenüber dem US-Dollar allmählich auf einen Wechselkurs

---

<sup>5</sup> Siehe die im Aufsatz „Ölpreisprognosen“ vorgestellte Vier-Modelle-Kombination (EZB, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 4, 2015).

von 1,06 USD/EUR im Jahr 2019 abwerten. Damit läge er etwa 3 % unter der im Basisszenario für 2019 geltenden Annahme. Die entsprechenden Annahmen für den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro spiegeln historische Regelmäßigkeiten wider. Danach entsprechen Änderungen des USD/EUR-Wechselkurses Änderungen des effektiven Wechselkurses mit einer Elastizität von rund 52 %. Diese Annahme führt dazu, dass sich der effektive Wechselkurs des Euro allmählich vom Basisszenario entfernt und 2019 schließlich 1,8 % unter dem Wert im Basisszenario liegt. In diesem Szenario deuten die Ergebnisse einer Reihe makroökonomischer Modelle von Experten im Durchschnitt darauf hin, dass die HVPI-Inflation und das BIP-Wachstum 2018 um 0,1 Prozentpunkte und 2019 um 0,2 Prozentpunkte höher liegen werden.

#### Kasten 4

##### Prognosen anderer Institutionen

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

**Wie aus der Tabelle hervorgeht, liegen die derzeit verfügbaren Projektionen anderer Institutionen zum Wachstum des realen BIP und zur HVPI-Inflation insgesamt innerhalb der Bandbreiten der von Experten des Eurosystems erstellten 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		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen	Juni 2017	1,9 [1,6-2,2]	1,8 [0,8-2,8]	1,7 [0,6-2,8]	1,5 [1,4-1,6]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,7-2,5]
Europäische Kommission	Mai 2017	1,7	1,8	–	1,6	1,3	–
OECD	Juni 2017	1,8	1,8	–	1,7	1,4	–
Euro Zone Barometer	Mai 2017	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
Consensus Economics Forecasts	Mai 2017	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
Survey of Professional Forecasters	April 2017	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
IWF	April 2017	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Quellen: Frühjahrsprognose 2017 der Europäischen Kommission; IWF, World Economic Outlook, April 2017; OECD, Wirtschaftsausblick, Juni 2017; Prognosen von Consensus Economics, Mai 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, Mai 2017; Survey of Professional Forecasters der EZB, April 2017.

Anmerkungen: Sowohl die von Experten des Eurosystems und der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen als auch die OECD-Prognosen verwenden arbeitstäglich bereinigte Jahreswachstumsraten, während die Europäische Kommission und der IWF jährliche Zuwachsraten heranziehen, die

nicht um die Zahl der Arbeitstage pro Jahr bereinigt werden. Andere Prognosen enthalten keine Angaben dazu, ob arbeitstäglich bereinigte oder nicht arbeitstäglich bereinigte Daten ausgewiesen werden.

© Europäische Zentralbank, 2017

Postanschrift: 60640 Frankfurt am Main, Deutschland  
Telefon: +49 69 1344 0  
Website: [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.

ISSN 2529-4652 (pdf)  
EU-Katalognummer QB-CF-17-001-DE-N (pdf)